

# **Projekt implementace konceptu ekonomické přidané hodnoty do řízení podniku VOD-EKO a.s.**

Bc. Alena Varačková

---

Diplomová práce  
2011



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2010/2011

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Alena VARAČKOVÁ**  
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt implementace konceptu ekonomické přidané hodnoty do řízení podniku VOD-EKO a.s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

### I. Teoretická část

- Vypracujte literární rešerši k problematice tradičních a moderních metod řízení a měření výkonnosti podniku se zaměřením na ekonomickou přidanou hodnotu EVA.

### II. Praktická část

- Charakterizujte společnost a analyzujte vnější a vnitřní podmínky pro řízení výkonnosti podniku.
- Zhodnoťte výkonnost podniku pomocí tradičních ukazatelů a pomocí moderního ukazatele EVA.
- Navrhněte možnosti využití konceptu EVA pro řízení výkonnosti podniku VOD-EKO a.s.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**

Rozsah příloh:

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

[1] FIBÍROVÁ, J. Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku . Praha: ASPI, 2005. 263 s. ISBN 07357084X.

[2] MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 8086119610.

[3] PARMENTER, D. Klíčové ukazatele výkonnosti: rozvíjení, implementování a využívání vítězných klíčových ukazatelů výkonnosti (KPI). Praha: Hoboken , 2008. 242 s. ISBN 978-80-02-02083-7.

[4] WAGNER, J. Měření výkonnosti: jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti. Praha: Grada, 2009. 248 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

[5] WAGNEROVÁ, I. Hodnocení a řízení výkonnosti. Praha: Grada, 2008. 117 s. ISBN 978-80-247-2361-7.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka**  
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **28. března 2011**

Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2011**

Ve Zlíně dne 28. března 2011

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby<sup>1</sup>;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí:
  - bez omezení;
  - pouze prezenčně v rámci Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3<sup>2</sup>;
- podle § 60<sup>3</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

<sup>1</sup> zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlédnutí veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.

(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

<sup>2</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

<sup>3</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60<sup>4</sup> odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně ..... 9. 5. 2011 .....

..... Karachová .....

<sup>4</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihledne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## **ABSTRAKT**

Témou tejto diplomovej práce je koncept ekonomickej pridanej hodnoty ako moderného ukazovateľa merania výkonnosti a jej implementácia do podniku VOD-EKO a.s. Trenčín. Teoretickú časť tvorí literárna rešerš zameraná na výkonnosť podniku a jej meranie pomocou tradičných a moderných ukazovateľov so zacielením na koncept EVA. V praktickej časti je predstavená analyzovaná spoločnosť, jej vonkajšie a vnútorné prostredie, a výkonnosť je posúdená podľa tradičných ukazovateľov a finančnej analýzy. V ďalšej časti je výpočet EVA a identifikácia faktorov ovplyvňujúcich výkonnosť podniku. Na záver sú navrhnuté možnosti využitia EVA a jej implementácia do riadenia podniku VOD-EKO a.s. Trenčín.

Kľúčová slova: Výkonnosť podniku, hodnota, tradičné ukazovatele, finančná analýza, moderné ukazovatele, ekonomická pridaná hodnota, čisté operatívne aktíva (NOA), čistý operatívny zisk (NOPAT), priemerné vážené náklady na kapitál (WACC), implementácia.

## **ABSTRACT**

The theme of this master thesis is concept of Economic Value Added as modern indicator of efficiency and its implementation into the company VOD-EKO a.s. Trenčín. The theoretical part includes literature research focused on traditional and modern performance measurements with main focus on concept of EVA. The analyzed company is introduced in the practical part, its external and internal environment, and efficiency is evaluated by traditional indicators and financial analysis. The next part deals with calculation of EVA and identification of factors, which affect company performance. In the last part there are proposed alternatives of utilization of EVA and its implementation into the management of VOD-EKO a.s. Trenčín company.

Keywords: Company performance, value, traditional indicators, financial analysis, modern indicators, Economic Value Added, Net Operating Assets (NOA), Net Operating Profit After Taxes (NOPAT), Weighted Average Costs of Capital (WACC), implementation.

Rada by som poďakovala pánovi Ing. Přemyslovi Pálkovi, vedúcemu mojej diplomovej práce, za odborné vedenie, usmerňovanie a pripomienky v priebehu spracovania tejto diplomovej práce. Ďalej by som chcela poďakovať pani Ing. Janke Koukalovej a pani Ing. Barbore Gondárovej zo spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín za poskytnuté informácie, konzultácie, spoluprácu a ústretové jednanie.

Ďakujem aj všetkým ostatným, ktorí mi svojimi radami a podporou pomohli pri spracovaní tejto diplomovej práce.

## OBSAH

<b>ÚVOD .....</b>	<b>12</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST .....</b>	<b>14</b>
<b>1 HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU.....</b>	<b>15</b>
1.1 VÝKONNOSŤ PODNIKU.....	15
1.2 RIADENIE HODNOTY .....	16
1.3 ČISTÁ SÚČASNÁ HODNOTA.....	17
1.4 SHAREHOLDER VS. STAKEHOLDER VALUE.....	17
<b>2 KLASICKÉ UKAZOVATELE FINANČNEJ VÝKONNOSTI PODNIKU .....</b>	<b>18</b>
2.1 UKAZOVATELE ZISKU .....	18
2.2 UKAZOVATELE CASH FLOW.....	18
2.3 KRITIKA TRADIČNÝCH UKAZOVATEĽOV VÝKONNOSTI PODNIKU.....	19
<b>3 FINANČNÁ ANALÝZA AKO NÁSTROJ PRE HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU .....</b>	<b>20</b>
3.1 FINANČNÁ ANALÝZA.....	20
3.2 ABSOLÚTNE UKAZOVATELE .....	21
3.2.1 Vertikálna finančná analýza.....	21
3.2.2 Horizontálna finančná analýza .....	21
3.3 ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE.....	21
3.4 POMEROVÉ UKAZOVATELE .....	22
3.4.1 Analýza zadlženosti.....	22
3.4.2 Analýza likvidity .....	23
3.4.3 Analýza rentability .....	24
3.4.4 Analýza aktivity .....	25
3.5 NEDOSTATKY FINANČNEJ ANALÝZY .....	26
<b>4 MODERNÉ UKAZOVATELE FINANČNEJ VÝKONNOSTI PODNIKU .....</b>	<b>27</b>
4.1 DISKONTOVANÉ CASH FLOW (DCF) .....	27
4.2 TRŽNÁ PRIDANÁ HODNOTA (MVA) .....	28
4.3 EXCESS RETURN .....	29
4.4 TSR (TOTAL SHAREHOLDER VALUE).....	29
4.5 EVA - EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA .....	29
4.6 SVA (SHAREHOLDER VALUE ADDED) .....	29
4.7 CFROI (CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT).....	30
4.8 CASH RETURN ON GROSS ASSETS (CROGA) .....	30
<b>5 EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA.....</b>	<b>31</b>



5.1	ZÁKLADNÝ VÝPOČET EVA.....	31
5.2	TRANSFORMÁCIA ÚČTOVNÝCH DÁT NA EKONOMICKÝ MODEL .....	31
5.2.1	Vymedzenie čistých operatívnych aktív (NOA).....	32
	[7, 11, 15] .....	35
5.2.2	Vymedzenie čistého operatívneho zisku (NOPAT) .....	35
5.2.3	Výpočet nákladov na kapitál .....	37
	[8, 7, 11, 14, 15].....	38
5.3	ÚČTOVNÝ MODEL EVA.....	38
5.4	MOŽNOSTI VYUŽITIA EVA .....	39
5.4.1	EVA ako meradlo výkonnosti .....	39
5.4.2	EVA ako nástroj pre investičné rozhodovanie .....	40
5.4.3	EVA ako nástroj oceňovania podniku .....	40
5.4.4	EVA ako nástroj odmeňovania pracovníkov .....	41
5.5	VÝHODY A NEVÝHODY KONCEPTU EVA.....	42
5.6	IMPLEMENTÁCIA KONCEPTU EVA DO RIADENIA PODNIKU .....	43
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČASŤ .....</b>	<b>46</b>
<b>6</b>	<b>CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI .....</b>	<b>47</b>
6.1	PROFIL SPOLOČNOSTI .....	47
6.1.1	Základné údaje o spoločnosti .....	47
6.2	ORIENTÁCIA SPOLOČNOSTI .....	48
6.3	PREDMET PODNIKANIA .....	48
6.4	ĽUDSKÉ ZDROJE .....	49
<b>7</b>	<b>ANALÝZA VONKAJŠÍCH A VNÚTORNÝCH PODMIENOK PRE RIADENIE VÝKONNOSTI PODNIKU .....</b>	<b>52</b>
7.1	ANALÝZA ODVETVIA .....	52
7.2	SWOT ANALÝZA .....	54
7.3	VPLYVY NA STAVEBNÍCTVO PO VSTUPE SR DO EU .....	55
	STAVEBNÍCTVU VENUJE EURÓPSKA ÚNIA PROSTREDNÍCTVOM EURÓPSKEJ KOMISIE VEEKÚ POZORNOSŤ, A TO Z TROCH HLAVNÝCH DÔVODOV: .....	55
<b>8</b>	<b>HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU PODĽA TRADIČNÝCH UKAZOVATEĽOV.....</b>	<b>58</b>
8.1	ABSOLÚTNE UKAZOVATELE .....	58
8.1.1	Vertikálna analýza.....	58
8.1.2	Horizontálna analýza.....	59
8.1.3	Analýza výnosov a nákladov .....	59
8.1.4	Analýza vývoja výsledku hospodárenia .....	60
8.1.5	Analýza cash flow .....	62
8.2	ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE.....	63
8.2.1	Čistý pracovný kapitál.....	63

8.3	POMEROVÉ UKAZOVATELE .....	63
8.3.1	Analýza zadlženosti.....	63
8.3.2	Analýza likvidity .....	64
8.3.3	Analýza rentability .....	65
8.3.4	Analýza aktivity .....	66
8.4	SÚHRNNÉ UKAZOVATELE.....	68
8.4.1	Altmanov model (Z-skóre).....	68
<b>9</b>	<b>HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCOU EKONOMICKEJ PRIDANEJ HODNOTY (EVA).....</b>	<b>69</b>
9.1	VYMEDZENIE ČISTÝCH OPERATÍVNYCH AKTÍV (NOA) .....	69
9.2	VYMEDZENIE NOPAT.....	73
9.3	VÝPOČET NÁKLADOV NA KAPITÁL (WACC).....	75
9.3.1	Stanovenie nákladov na cudzí kapitál .....	75
9.3.2	Stanovenie nákladov na vlastný kapitál.....	78
9.3.3	Stanovenie vážených priemerných nákladov na kapitál (WACC).....	81
9.4	VÝPOČET EVA.....	81
9.4.1	Výpočet EVA podľa ekonomického modelu .....	81
9.4.2	Výpočet EVA podľa účtovného modelu.....	82
9.5	IDENTIFIKÁCIA GENERÁTOROV HODNOTY .....	83
9.5.1	Pyramídový rozklad .....	83
9.6	ZÁVER K EKONOMICKEJ PRIDANEJ HODNOTE.....	89
<b>10</b>	<b>PROJEKT IMPLEMENTÁCIE KONCEPTU EVA DO RIADENIA PODNIKU VOD-EKO A.S. TRENČÍN .....</b>	<b>91</b>
10.1	ROZHODNUTIE O ZAVEDENÍ KONCEPTU EVA NA ÚROVNI TOP MANAGEMENTU .....	92
10.2	VYTVORENIE RIADIACEJ SKUPINY .....	92
10.3	STRATEGICKÉ ROZHODNUTIA O ZAVEDENÍ KONCEPTU EVA.....	92
10.3.1	Measurement .....	93
10.3.2	Management .....	94
10.3.3	Motivation .....	96
10.3.4	Mindset.....	98
10.4	PLÁN IMPLEMENTÁCIE.....	99
10.5	ZHODNOTENIE PROJEKTU IMPLEMENTÁCIE .....	101
10.5.1	Prínosy.....	101
10.5.2	Náklady .....	102
10.5.3	Riziká .....	104
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>107</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>110</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>114</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>118</b>
	<b>SEZNAM TABULEK .....</b>	<b>119</b>

<b>SEZNAM PŘÍLOH .....</b>	<b>121</b>
----------------------------	------------

## ÚVOD

V súčasných podmienkach sa úspešne môžu rozvíjať iba tie podniky, ktoré dokážu flexibilne reagovať na meniace sa podmienky okolia. Je pre ne dôležité sledovať výkonnosť a tú sa snažiť neustále zvyšovať. Preto sa veľký dôraz kladie na meranie a riadenie výkonnosti. Postupom času sa vyvinulo niekoľko ukazovateľov a kritérií, ktoré merali výkonnosť podniku. Vychádzali z rôznych vstupných údajov a ako hlavný cieľ podnikania sledovali maximalizáciu zisku. Tieto ukazovatele a metódy sa stretali s kritikou a preto bolo potrebné nájsť nové, ktoré by odpovedali ekonomickej realite podniku. Bolo vyvinutých niekoľko nových meradiel výkonnosti podniku, tento krát založených na maximalizácii hodnoty. Jedným z týchto moderných ukazovateľov je aj ekonomická pridaná hodnota, ktorá bude predmetom tejto práce.

Ekonomická pridaná hodnota (EVA) je založená na zvyšovaní hodnoty pre vlastníkov, ktorí do podniku vložili svoj kapitál. Predstavuje čistý prínos, alebo čistú stratu po odčítaní nákladov na kapitál od hospodárskeho výsledku vzniknutého hlavnou podnikateľskou činnosťou. Pre jej výpočet je potrebných mnoho úprav účtovných dát a tým je vyjadrenie hospodárenia podniku presnejšie než pri kalkulácii tradičnými ukazovateľmi, ktoré vychádzajú z účtovníctva a sú skreslené o množstvo údajov, ktoré sa na tvorbe hodnoty nepodieľajú.

Cieľom diplomovej práce je zhodnotiť výkonnosť podniku VOD-EKO a.s. Trenčín pomocou tradičných ukazovateľov a finančnej analýzy, a následne pomocou ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty, a navrhnúť implementáciu konceptu EVA do riadenia výkonnosti spoločnosti.

Teoretická časť tejto práce je vypracovaná v podobe literárnej rešerše za použitia odbornej domácej i zahraničnej literatúry. V jednotlivých kapitolách charakterizuje výkonnosť, hodnotu, potrebu riadenia výkonnosti a tvorby hodnoty. Porovnáva moderné a tradičné ukazovatele, vrátane finančnej analýzy, ich nedostatky a prednosti. Podrobne sa zameriava na ekonomickú pridanú hodnotu, ako moderného konceptu riadenia výkonnosti podniku, jeho výpočet, možnosti využitia a spôsob implementácie do podniku.

Na začiatku praktickej časti je uvedená charakteristika spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín, analýza jej vonkajšieho a vnútorného prostredia. Výkonnosť podniku bude zhodnotená pomocou tradičných ukazovateľov a finančnej analýzy. Následne bude výkonnosť podniku meraná ukazovateľom EVA. To znamená úpravu účtovných údajov na údaje potrebné

k výpočtu EVA, vymedzenie čistých operatívnych aktív, čistého operatívneho zisku a priemerných vážených nákladov na kapitál. Potom nasleduje samotný výpočet, a to podľa ekonomického aj účtovného modelu. V rámci EVA budú identifikované faktory, ktoré ovplyvňujú výkonnosť podniku, a to za pomoci pyramídového rozkladu.

V záverečnej časti bude navrhnutý projekt implementácie konceptu EVA do podniku spolu so zhodnotením prínosov, nákladov a rizík vyplývajúcich zo zavedenia EVA do riadenia podniku.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU

### 1.1 Výkonnosť podniku

Výkonnosť podniku je hodnotená z rôznych hľadísk a pre potreby rôznych subjektov. Vlastník ju hodnotí podľa návratnosti vložených prostriedkov do podniku, zákazník podľa uspokojenia požiadaviek na výrobok a služby, s ktorými súvisia požiadavky na kvalitu, cenu, podmienky platenia atď., dodávatelia a banky podľa schopnosti splácať svoje dlhy, zamestnanci podľa výšky miezd, politiky odmeňovania, štát podľa schopnosti platiť dane. [11]

V nových podmienkach sa úspešne môžu rozvíjať len tie subjekty, ktoré sú schopné flexibilne reagovať na zmeny podmienok podnikania, sledujú a vyhodnocujú výkonnosť podniku a investujú do jej zvyšovania. Postupom času bola vyvinutá široká škála kritérií pre hodnotenie výkonnosti podniku, ako je možné vidieť v nasledujúcej tabuľke. [11]

1. generácia	2. generácia	3. generácia	4. generácia
Zisková marža	Rast zisku	Výnosnosť kapitálu (ROA, ROE, ROI)	Tvorba hodnoty pre vlastníkov
Zisk/Tržby	Maximalizácia zisku	Zisk/Investovaný kapitál	EVA, CFROI, FCF,...

*Tab. 1. Vývoj ukazovateľov finančnej výkonnosti podniku [11]*

V roku 1992 urobili Fletcher a Williams analýzu prípadových štúdií so záverom, že skutočný koncept výkonnosti je spojený s vytváraním zdieľanej vízie účelu a cieľov podniku, pomáhajúce každému jedincovi pochopiť jeho časť prínosu k cieľom, a tak riadiť a zvyšovať výkonnosť jednotlivca i organizácie. Navrhli štyri princípy efektívneho riadenia výkonnosti:

- hodnotenie a riadenie výkonnosti je vedené líniovým managementom
- dôraz je kladený na zdieľané ciele a hodnoty organizácie
- management výkonnosti nie je rovnaký pre všetky organizácie, musí byť vyvinutý individuálne pre konkrétnu firmu
- management výkonnosti musí byť aplikovaný na celý personál, nie len na manažérov

[16, 17]

Za klúčové ukazovatele výkonnosti sa považuje súbor meradiel zameraných na kritické hľadiská výkonnosti pre súčasný a budúci úspech organizácie. Je definovaných sedem charakteristík ukazovateľov výkonnosti, ktoré sa považujú za klúčové:

- nefinančné ukazovatele
- opakované merania
- zaoberá sa tým generálny riaditeľ a vrcholové vedenie
- požaduje sa pochopenie tohto ukazovateľa u všetkých pracovníkov
- viaže to zodpovednosť jednotlivca a tímu
- značný dopad
- pozitívny dopad

[9]

## 1.2 Riadenie hodnoty

Pre mnohé firmy je diskutabilné, čo považovať za hlavný cieľ podnikania. Kedysi sa za neho považovala maximalizácia zisku, dnes je to skôr maximalizácia hodnoty. Meranie hodnoty si vyžaduje kompletné informácie, preto sa zdá byť vhodným ukazovateľom. Od konceptu maximalizácie zisku sa líši najmä v tom, že berie do úvahy riziko, s ktorým sú aktivity podniku spojené, a tiež čas, v rámci ktorého sú jednotlivé príjmy a výdaje zrealizované. Čím sú tieto príjmy a výdaje vzdialenejšie, tým menšia je ich váha, resp. súčasná hodnota. [5, 11]

Hodnotové riadenie podniku by malo obsahovať nasledujúce zložky:

- strategické plánovanie a rozpočtovanie
- alokácia kapitálu
- meranie výkonnosti
- systém odmeňovania manažérov
- interná a externá komunikácia

Podnik by sa mal snažiť o čo najväčší prínos pre vlastníkov v podobe podielu na zisku, a výnosov z rastu cien vlastných podielov, vtedy hovoríme o maximalizácii hodnoty. [11]



### 1.3 Čistá současná hodnota

Pre hodnotenie efektívnosti investície je dôležitá čistá súčasná hodnota, ktorú vypočítame ako  $NPV = PV - I$ , kde PV je súčasná hodnota budúcich úžitkov z investície, a I predstavuje výšku investície. V prípade, že  $NPV > 0$ , vlastníkovi sa investícia oplatí, pretože chce z investície získať viac, než musel do nej vložiť. [11]

Súčasná hodnota predstavuje hodnotu budúcich peňažných tokov prepočítanú na jej súčasnú hodnotu, pričom v sebe zahŕňa mieru rizika a časovú hodnotu peňazí. Vzorcom to môžeme vyjadriť nasledovne:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+i)^t},$$

Kde:  $P_t$  sú peňažné toky v jednotlivých rokoch,  
t jednotlivé roky  
n počet rokov celkom  
i úroková miera

Riziko znamená pravdepodobnosť dosiahnutia očakávaných výsledkov a je premietnuté v odhade diskontnej sadzby. Diskontná miera potom predstavuje mieru výnosnosti vložených prostriedkov očakávanú investorom. Kladná čistá súčasná hodnota je dosiahnutá, keď podnik realizuje podnikateľské zámery prinášajúce konkurenčnú výhodu. [11]

### 1.4 Shareholder vs. Stakeholder value

Shareholder value (SV) sa začala uplatňovať keď bola vyvinutá metóda CAPM, ktorá dokazuje, že výnosy prijaté aj očakávané investormi súvisia s rizikom spôsobeným vlastnením jednotlivého finančného majetku. SV začala byť všeobecne uznávaná po publikácii „Creating Shareholder Value by Rappaport“ v roku 1986: „Robiť strategické rozhodnutia ktoré maximalizujú očakávanú hodnotu, dokonca aj za cenu zníženia zisku.“, podľa Rappaport jedna z najdôležitejších princípov SV. Maximalizácia hodnoty akcionárov sa stala novým firemným vzorom. Majetok SV je meraný z hľadiska výnosov, ktoré dosiahli vložením kapitálu. Shareholder value zdôrazňuje výnosnosť nad solventnosťou a vidí organizáciu hlavne ako nástroj vlastníkov. Naopak stakeholder value vyzdvihuje solventnosť nad výnosnosťou a organizáciu vidí ako koalíciu, ktorá slúži všetkým účastníkom. [1, 23, 25]

## 2 KLASICKÉ UKAZOVATELE FINANČNEJ VÝKONNOSTI PODNIKU

Medzi klasické ukazovatele finančnej výkonnosti patria ukazovatele zisku, peňažných tokov a rentability. [4]

### 2.1 Ukazovatele zisku

Výsledok hospodárenia je najdôležitejší ukazovateľ produkcie, a zároveň sú ukazovatele zisku najpoužívanějšími meradlami pre hodnotenie výkonnosti podniku.

Zisk je možné vyjadriť v rôznych podobách, a to ako:

- **Čistý zisk (EAT)** – zisk po zdanení, ktorý je určený k rozdeleniu
- **Zisk pred zdanením (EBT)** – zisk zahrňujúci daň z príjmu za bežnú a mimoriadnu činnosť, je vhodný pre porovnanie výkonnosti v jednotlivých obdobiach a s podnikmi s rôznym zdanením, pretože nie je skreslený mierou dane
- **Zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT)** – meria iba prevádzkovú výkonnosť
- **Zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi (EBITDA)** – možnosť zrovnania výkonnosti podnikov bez ohľadu na politike odpisovania

[6, 11]

### 2.2 Ukazovatele cash flow

Peňažné toky na rozdiel od výsledku hospodárenia zobrazujú skutočné príjmy a výdaje, a zachycujú skutočný stav peňažných prostriedkov v podniku. Podľa povahy príjmov a výdajov sa členia na peňažný tok prevádzkový, investičný a finančný. Ich súhrn tvorí čisté zvýšenie, resp. čisté zníženie peňažných prostriedkov a označuje sa ako čistý peňažný tok. [5]

Informácie o peňažnom toku sú dôležité pre investorskú finančnú analýzu, pre plánovanie rozvoja a hospodárenia podniku. Pre finančnú analýzu treba zistiť, či firma riadila svoje peňažné toky tak, že v každom momente mala dostatok peňažných prostriedkov. [2]

Pre zostavenie peňažných tokov existujú dve metódy, a to priama a nepriama. Priama vychádza z počiatočného stavu peňažných prostriedkov, ku ktorým sa pripočítajú príjmy a odpočítajú výdaje. [11]

Nepriama metóda vychádza z výsledku hospodárenia, ktorý sa následne upraví o:

- náklady, ktoré nie sú výdajom sú pripočítané
- výdaje, ktoré nie sú nákladom sú odpočítané
- výnosy, ktoré nie sú príjmom sú odpočítané
- príjmy, ktoré nie sú výnosom sú pripočítané

[11]

### 2.3 Kritika tradičných ukazovateľov výkonnosti podniku

Tradičné ukazovatele vychádzajú z účtovných výkazov rozvahy a výkazu ziskov a strát. Neberú do úvahy riziko, vplyv inflácie, časovú hodnotu peňazí, či náklady obetované príležitosti. Pracujú s údajmi, ktoré sa vzťahujú k minulosti, a stav zachytený vo výkazoch a aplikovaný dnes už nemusí byť aktuálny.

**Výsledok hospodárenia** môže byť ovplyvnený účtovnou politikou podniku. Zachytené výnosy a náklady nemusia byť produkované hlavnou činnosťou podniku alebo môžu byť výsledkom mimoriadnych udalostí. Náklady a výnosy nepredstavujú skutočné peňažné toky, a preto ani čistý zisk neodráža skutočnú hotovosť a hospodárenie firmy v danom období.

Pri vymedzení **aktív a kapitálu podniku** môžu vzniknúť isté problémy. Nie všetky hmotné aktíva sú vo vlastníctve podniku, aj keď slúžia k podnikaniu. V rozvahe sú zahrnuté aktíva, ktoré neslúžia hlavnej činnosti podnikania, zostatkové ceny závisia od zvolenej metódy odpisovania, a v rozvahe nie sú zahrnuté určité nehmotné aktíva, pretože ich prínos je ťažko kvantifikovateľný.

**Ukazovatele rentability** neodrkadľujú úspešnosť podniku, pretože sa pri nich nepracuje s nákladmi obetovanými príležitosťami. Hodnoty v sebe nenesú riziko podnikania ani riziko vyplývajúce z používania cudzích zdrojov.

Tradičné ukazovatele výkonnosti je vždy treba doplniť o ďalšie informácie, ktoré poskytuje finančná analýza vo forme analýzy likvidity, zadlženosti, aktivity a vzťahu majetkovej a finančnej štruktúry.

[11]

### 3 FINANČNÁ ANALÝZA AKO NÁSTROJ PRE HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU

#### 3.1 Finančná analýza

Finančná analýza patrí k nástrojom finančného riadenia a poskytuje spätnú informáciu o tom, ako sa podniku darí v jednotlivých oblastiach. Zahŕňa ohodnotenie minulosti, súčasnosti a budúcnosti hospodárenia firmy. Zrovnáva výsledky niekoľkých období, a na základe toho ohodnocuje vývojový trend hospodárenia podniku. Jej cieľom je zistiť finančné zdravie podniku, identifikovať slabiny a vyzdvihnúť silné stránky. Finančná analýza slúži pre zrovnanie v čase, s inými podnikmi, alebo s odvetvím. Informácie, ktoré poskytuje slúžia pre veriteľov, akcionárov, management, investorov, obchodných partnerov, štátne inštitúcie, zamestnancov, audítorov a verejnú spoločnosť. [2]

Informácie, ktoré finančná analýza využíva, sú:

- finančné:
  - účtovné výkazy
  - predpovede finančných analytikov a vrcholového vedenia
  - burzové spravodajstvo
  - hospodárske správy informačných médií
- ostatné:
  - firemné štatistiky produkcie, dopytu, odbytu, zamestnanosti
  - oficiálne ekonomické štatistiky
  - správy vedúcich pracovníkov, manažérov, audítorov
  - komentáre odbornej tlače, nezávislé hodnotenia a prognózy
  - odhady analytikov

[10]

Metódy finančnej analýzy sú analýza absolútnych, rozdielových, pomerových a súhrmných ukazovateľov. [10]

### 3.2 Absolútne ukazovatele

Absolútne ukazovatele pracujú priamo s účtovnými výkazmi, ktoré využívajú k analýze vývojových trendov a k percentnému rozboru komponentov. Skúmajú vzťahy medzi majetkom a zdrojmi jeho krytia, pričom je dôležité rešpektovať zlaté bilančné pravidlo. To hovorí, že na krytie stálych aktív je možné použiť len dlhodobé zdroje, a na krytie obežných aktív krátkodobé zdroje. V prípade, že podnik použije na krytie stálych aktív čistý pracovný kapitál, porušil zlaté bilančné pravidlo a stabilita podniku môže byť ohrozená. [10, 19]

#### 3.2.1 Vertikálna finančná analýza

Vertikálna analýza vyjadruje jednotlivé položky účtovných výkazov ako percentuálny podiel k zvolenej základni, ktorá predstavuje 100%. Pri analýze rozvahy sa ako základňa používa výška aktív a výška pasív, a pri analýze výkazu ziskov a strát je ako základňa zvolená hodnota celkových výnosov a hodnota celkových nákladov. [11, 12]

#### 3.2.2 Horizontálna finančná analýza

Horizontálna analýza je analýza vývojových trendov, porovnáva jednotlivé položky výkazov v časovej postupnosti. Počíta sa ako percentuálne vyjadrenie dvoch po sebe nasledujúcich období. [11, 12]

### 3.3 Rozdielové ukazovatele

$$\check{C}PK = OM - KCZ$$

Rozdielové ukazovatele slúžia na analýzu a riadenie finančnej situácie podniku so zameraním na jeho likviditu. Najvýznamnejším ukazovateľom je čistý pracovný kapitál. [10]

Čistý pracovný kapitál je časť obežných aktív, ktorá je financovaná dlhodobými finančnými zdrojmi. Tvorí ho nárast položiek krátkodobých aktív a pokles položiek krátkodobých záväzkov. Umožňuje spoločnosti, aby aj po splatení krátkodobých záväzkov disponovala majetkom rýchlo premeniteľným na hotovosť, a mohla naďalej bez ohrozenia pracovať. Čím je jeho hodnota vyššia, tým je väčšia finančná stabilita a schopnosť podniku odolávať voči neočakávaným zmenám podnikateľského okolia. Nízky pracovný kapitál predstavuje pre podnik riziko, že podnik nebude schopný hradiť svoje záväzky. Je dôležité, aby pracovný

kapitál nadobúdala správnych hodnôt, pretože jeho navýšenie znižuje hospodársky výsledok, a to tým, že lacnejší krátkodobý kapitál je nahradzovaný drahším dlhodobým. [2, 5]

### 3.4 Pomerové ukazovatele

Pomerové ukazovatele sú najbežnejším nástrojom finančnej analýzy. Ukazovatele však nie vždy vedú k väčšiemu poznaniu finančnej situácie firmy, preto je dôležité zaoberať sa iba tými pomermi, ktoré sú relevantné a týkajú sa konkrétneho problému alebo rozhodnutia. [2]

#### 3.4.1 Analýza zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti slúžia ako indikátory výšky rizika, ktoré firma pri danej štruktúre vlastného a cudzieho kapitálu podstupuje. Zadlženosť pre firmu nemusí byť negatívny jav, pretože istá úroveň zadlženia je pre podnik užitočná. Z hľadiska voľby vhodnej kapitálovej štruktúry je treba dodržiavať určité odporúčenia, ako je napr. zlaté pravidlo financovania, ktoré považuje za optimálny pomer vlastného a cudzieho kapitálu pomer 1:1. Analýza zadlženosti určuje v akom rozsahu a akými zdrojmi sú financované podnikové aktíva. [2]

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{\text{Cudzíe zdroje}}{\text{Aktíva celkom}}$$

Doporučená hodnota sa pohybuje v rozmedzí 30-60%.

$$\text{Miera zadlženosti} = \frac{\text{Cudzíe zdroje}}{\text{Vlastný kapitál}}$$

Ukazovateľ sa nazýva aj finančná páka, pričom platí, že pokiaľ je výnosnosť vloženého kapitálu vyššia než cena úročených cudzích zdrojov, pôsobí finančná páka pozitívne a použitie cudzieho kapitálu vedie k zhodnoteniu vlastného kapitálu. Ak je priemerná úroková miera z cudzích zdrojov vyššia než rentabilita vloženého kapitálu, finančná páka pôsobí negatívne.

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}}$$

Úrokové krytie vyjadruje výšku zadlženosti podniku v spojitosti so schopnosťou podniku splácať svoje dlhy. Meria, koľkokrát by sa mohol prevádzkový zisk znížiť, keď už podnik nebude schopný platiť svoje úrokové povinnosti. Ak ukazovateľ nadobúda hodnotu 1, firma je schopná platiť úroky, ale čistý zisk je rovný nule. Doporučená hodnota je viac ako 5.

$$\text{Krytie dlhodobého majetku vlastným kapitálom} = \frac{\text{Vlastný kapitál}}{\text{Dlhodobý majetok}}$$

Ukazovateľ vyjadruje vzťah medzi majetkovou a finančnou štruktúrou podniku. Pokiaľ je hodnota vyššia ako 1, podnik používa vlastný kapitál aj na pokrytie obežných aktív.

$$\text{Krytie dlhodobého majetku dlhodobými zdrojmi} = \frac{\text{Vlastný kapitál} + \text{dlh.cudzíe zdroje}}{\text{Dlhodobý majetok}}$$

V prípade, že ukazovateľ vykazuje hodnotu nižšiu ako 1, podnik musí časť dlhodobého majetku kryť krátkodobými zdrojmi, z čoho môžu plynúť problémy so splácaním svojich záväzkov. V tomto prípade je podnik podkapitalizovaný. Naopak, pri vyššej hodnote je prekapitalizovaný, čo znamená, že krátkodobý majetok je financovaný dlhodobými zdrojmi.

[2, 11]

### 3.4.2 Analýza likvidity

Ukazovatele likvidity vyjadrujú schopnosť podniku hradiť svoje záväzky, a to tak, že dávajú do pomeru to, čím je možné platiť s tým, čo je nutné zaplatiť. [11]

#### *Ukazovateľ bežnej likvidity*

$$BL = \frac{OA}{KCZ}$$

Tento ukazovateľ pracuje s celkovými obežnými aktívami a udáva, koľkokrát pokrývajú krátkodobé cudzie zdroje, resp. koľkokrát je podnik schopný uspokojiť veriteľov, ak premení všetky obežné aktíva na hotovosť. Odporúčaná hodnota je v intervale 1,5-2,5. Pri hodnote 1 je likvidita podniku značne riziková. [11]

#### *Ukazovateľ pohotovej likvidity*

$$PL = \frac{OA - \text{zásoby}}{KCZ}$$

Nazyvaná tiež rýchla likvidita. Pri tomto ukazovateli sa z obežných aktív vylučujú zásoby, pretože predstavujú najpomalšie sa obracajúcu položku obežných aktív. Odporúčaná hodnota je v intervale 1-1,5. V prípade, že ukazovateľ dosahuje hodnotu výrazne vyššiu ako je 1,5, podnik má na účtoch príliš veľa zdrojov, oveľa viac, ako je na úhradu potrebné. Vtedy je vhodné presunúť ich do neobežného majetku, ktorý bude prinášať podniku väčšie výnosy.

Naopak v prípade, že ukazovateľ dosahuje hodnotu menšiu ako 1, firma má problémy so svojou bonitou. [6]

Pokiaľ pri porovnaní vyjde ukazovateľ pohotovej likvidity výrazne nižší oproti ukazovateľu bežnej likvidity, znamená to nadmernú hodnotu zásob v spoločnosti. [2]

#### *Ukazovateľ okamžitej likvidity*

$$OL = \frac{FM}{KCZ}$$

Nazývaný aj likvidita 1.stupňa, alebo hotovostná likvidita. Odporúčaná hodnota je v intervale 0,2-0,5. [10]

### 3.4.3 Analýza rentability

Rentabilita, alebo tiež výnosnosť vloženého kapitálu, vyjadruje mieru zisku, ktorá slúži ako hlavné kritérium pre alokáciu kapitálu.

V čitateli zlomku môže byť použitý čistý zisk, zisk pred zdanením, EBIT, poprípade aj iné formy zisku. Za menovateľ zlomku sa dosadzuje vlastný kapitál, celkový vložený kapitál, dlhodobý kapitál, tržby, náklady, pridaná hodnota a rôzne iné zložky. [10, 11]

$$\text{Rentabilita tržieb (ROS)} = \frac{\text{Výsledok hospodárenia}}{\text{Tržby}}$$

Tento ukazovateľ vyjadruje ziskovú maržu podniku, alebo schopnosť podniku premeniť zásoby na peniaze v hotovosti. Mal by mať stúpajúcu tendenciu. [10]

$$\text{Rentabilita aktív (ROA)} = \frac{EBIT}{\text{Aktíva}}$$

ROA vyjadruje hrubú produkčnú silu aktív pred odpočítaním daní a finančných nákladov. Je vhodný pri porovnávaní viacerých firiem, ktoré majú rôzne daňové podmienky a rôzny podiel dlhu. [2]

$$\text{Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastný kapitál}}$$

Nazývaný tiež výnos na imanie akcionárov a výnos na vlastné imanie, vyjadruje mieru zisku na jednotku investície vlastníkov. Považuje sa za najlepší ukazovateľ efektívnosti z pohľadu



vlastníka, ktorého zaujíma koľko korún zisku na neho pripadne z jednej koruny ním vloženého kapitálu. Výška ukazovateľa ROE by mala byť vyššia ako úroková miera na dlhodobé vklady v bankách. [2, 6]

#### 3.4.4 Analýza aktivity

Ukazovatele aktivity zobrazujú, či sú jednotlivé položky aktív primerané v pomere k hospodárskym aktivitám podniku. Merajú, ako je kapitál viazaný v jednotlivých zložkách aktív a ako podnik využíva vložené prostriedky. Ak má podnik aktív príliš veľa, vznikajú mu zbytočné náklady v podobe úrokového zaťaženia, a tým aj nízky zisk. Naopak, ak ich má málo, je nútený sa vzdať podnikateľských príležitostí a pripravuje sa tak o tržby. Ukazovatele aktivity sa členia na dve formy, a to obrat a dobu obratu. Obrat meria, koľkokrát za rok sa daná položka využije, a doba obratu meria počet dní, za ktoré sa položka obráti. [2, 10]

$$\text{Obrat aktív} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktíva}}$$

Obrat aktív je ukazovateľom intenzity využitia aktív. Pre firmu je najlepšia čo najväčšia hodnota ukazovateľa. Minimálna hodnota by však nemala byť menšia ako 1. Nízka hodnota znamená neprimeranú majetkovú vybavenosť firmy a jej neefektívne využívanie. [10]

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

Ukazovateľ obratu zásob sa tiež nazýva ukazovateľ intenzity využitia zásob a vyjadruje, koľkokrát za 1 rok sa zásoby obrátia. Čím je hodnota nižšia, tým viac prebytočných zásob podnik má. Nadbytočné zásoby predstavujú pre firmu nízky, alebo nulový výnos. [2, 13]

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}} * 360$$

Ukazovateľ udáva čas potrebný na jeden obrat, to znamená, koľko trvá, kým peniaze prejdú cez výrobnú formu a formu tovaru opäť do peňažnej formy. [10]

$$\text{Doba obratu pohľadávok} = \frac{\text{Pohľadávky}}{\text{Tržby}} * 360$$

Doba obratu pohľadávok sa tiež nazýva dobou splatnosti pohľadávok. Počíta dobu, kedy je kapitál viazaný vo forme pohľadávok. Táto doba začína v okamžiku predaja na obchodný

úver a trvá do doby, kedy firma obdrží platby od svojich odberateľov. Čím je hodnota vyššia, tým je väčšia potreba úverov, ktoré spoločnosti prinášajú náklad. [10]

$$\text{Doba splatnosti záväzkov} = \frac{\text{Krátkodobé záväzky}}{\text{Tržby}} * 360$$

Doba splatnosti záväzkov predstavuje dobu od vzniku záväzku až po jeho úhradu. Jeho hodnota by mala dosahovať minimálne hodnotu doby splatnosti pohľadávok. Obidva ukazovatele, doba obratu pohľadávok a doba obratu záväzkov, ovplyvňujú likviditu podniku. V prípade, že doba obratu záväzkov je väčšia ako súčet obratu zásob a obratu pohľadávok, dodávatelia nám odfinancujú peňažné zdroje vo forme zásob a pohľadávok. [10]

### 3.5 Nedostatky finančnej analýzy

O niektorých ukazovateľoch sa zle rozhoduje, či je dobrý alebo zlý. Príkladom môže byť vysoký ukazovateľ bežnej likvidity. Na jednej strane vykazuje vysokú likviditu, čo je pre podnik pozitívne, na druhej strane vysokú hotovosť, ktorá nie je produktívna, čo je negatívne. V prípade, že niektoré ukazovatele vyjdú priaznivo a niektoré nepriaznivo, vzniká problém pri vyjadrení konečného výroku o správnom či nesprávnom hospodárení podniku. Ukazovatele, ktoré vychádzajú z rôznych faktorov môžu byť skreslené sezónnymi faktormi a mimoriadnymi udalosťami. Zrovnanie s inými podnikmi môžu skresliť rozličné hospodárske a účtovné praktiky, medzi ktoré sa radí spôsob oceňovania a odpisovania, a tiež prenájom zariadenia na leasing, ktorý sa v rozvahe nezobrazuje. [2]

#### 4 MODERNÉ UKAZOVALETE FINANČNEJ VÝKONNOSTI PODNIKU

Pre nedostatky tradičných ukazovateľov bolo treba nájsť nové ukazovatele, ktoré by reálne zachytili všetky činnosti podniku a dokázali by budovať budúcu dlhodobú úspešnosť firmy.

Moderné prístupy pre hodnotenie finančnej výkonnosti prepájajú všetky činnosti a ľudí zúčastnených na podnikových procesoch spoločným kritériom, zvýšiť hodnotu vložených prostriedkov. V ukazovateľoch sa počíta aj s alternatívnymi nákladmi kapitálu.

Moderný ukazovateľ by mal spĺňať nasledujúce kritériá:

- vykazovať čo najužšiu väzbu na hodnotu akcií (shareholder value)
- využívať čo najväčšie množstvo informácií z účtovníctva, vrátane ukazovateľov, ktoré využívajú účtovné údaje
- prekonať nedostatky účtovných ukazovateľov týkajúce sa finančnej efektívnosti, to znamená, aby bola zahrnutá kalkulácia rizika rozsahu viazaného kapitálu
- umožniť hodnotenie výkonnosti a zároveň ocenenie podniku
- z ukazovateľa by mala plynúť jasná a prehľadná identifikácia jeho väzby na všetky úrovne riadenia
- ukazovateľ by mal podporovať riadenie hodnoty

[11, 15]

##### 4.1 Diskontované cash flow (DCF)

Hodnota podniku za použitia ukazovateľa DCF sa chápe ako budúci očakávaný príjem diskontovaný na sadzbu, ktorá zahŕňa riziko tohto príjmu. DCF sa dostane odčítaním hodnoty investície od príjmov plynúcich z tejto investície. Je ukazovateľom výkonnosti podniku a výhodnosti investícií. Prebieha buď v podobe čistej súčasnej hodnoty alebo vnútorného výnosového percenta. [11, 14]

**Čistú súčasnú hodnotu (NPV)** vyjadríme vzorcom nasledovne:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K,$$

Kde:  $CF_t$  peňažné toky planúce z realizácie investičného projektu v jednotlivých rokoch investície

$K$  kapitálový výdaj

$n$  doba životnosti investície

$i$  diskontná miera odrážajúca požadovanú výnosnosť investície

Pokiaľ je  $NPV > 0$ , projekt je pre podnik prijateľný, pretože zaručuje požadovanú výnosnosť a tým zvyšuje tržnú hodnotu podniku. Ak  $NPV < 0$ , podnik by projekt prijať nemal, požadovaná miera výnosu nie je zaistená a prijatie takéhoto projektu zníži tržnú hodnotu podniku. Pokiaľ  $NPV = 0$ , prijatie projektu z hľadiska tvorby hodnoty je indiferentné. [11]

**Vnútorne výnosové percento (IRR)** predstavuje takú výnosnosť investície (diskontnú mieru), kedy je čistá súčasná hodnota rovná nule. Výpočet vnútorného výnosového percenta prebieha nasledovne:

1. Vypočíta sa NPV pri zvolenej diskontnej sadzbe
2. V prípade, že NPV nadobúda kladnú hodnotu, zvolí sa vyššia diskontná sadzba a NPV je znova prepočítané s touto diskontnou sadzbou
3. V prípade, že nová NPV nadobúda zápornú hodnotu, je možné pre výpočet použiť nasledujúci vzorec:

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} (i_V - i_N),$$

Kde:  $i_N$  diskontná sadzba, kedy NPV je kladná ( $NPV_N$ )

$i_V$  diskontná sadzba, kedy NPV je záporná ( $NPV_V$  v absolútnej hodnote)

Ak pri prvej diskontnej sadzbe NPV nadobúda zápornú hodnotu, je treba zvoliť nižšiu diskontnú sadzbu. Hľadáme sadzbu, pri ktorej NPV nadobudne kladnú hodnotu. [3, 11]

#### 4.2 Tržná pridaná hodnota (MVA)

MVA je ukazovateľ zameraný na pohľad do budúcnosti a odráža očakávania trhu s ohľadom na perspektívy spoločnosti. Jej hodnotu získame z nasledovných vzorcov:

*MVA = trhová hodnota podniku (počet akcií \* aktuálna trhová cena) – účtovná hodnota podniku*

*MVA = tržná hodnota – investovaný kapitál*

Cieľom je dosiahnuť čo najvyššiu hodnotu MVA, pričom k jej zvýšeniu dôjde v prípade, že kapitál investovaný do podniku zarobí viac než sú náklady na kapitál.

Ukazovateľ MVA má dve nevýhody, a to, že nie je možné vždy presne určiť, čo je výsledkom práce manažérov a čo neovplyvniteľných okolností. Druhou nevýhodou je, že z ukazovateľa nie je jasné, či dosiahnutá hodnota spĺňa očakávania investorov. [11, 15]

### 4.3 Excess Return

Ukazovateľ ER vychádza z tržnej hodnoty. Vypočíta sa zo vzorca:

*Excess Return = skutočná hodnota bohatstva v období n – očakávaná hodnota bohatstva v období n,*

pričom skutočná hodnota bohatstva zodpovedá budúcej hodnote prínosov pre vlastníkov a očakávaná hodnota bohatstva predstavuje hodnotu, ktorú by mal kapitál investovaný do spoločnosti dosiahnuť pri požadovanej miere výnosnosti. [11]

### 4.4 TSR (Total shareholder value)

TSR je ukazovateľom, ktorý priamo meria zmeny v bohatstve akcionárov. Využíva sa len v podnikoch, ktoré sú obchodovateľné. TSR sa vyjadruje v percentách, a jeho výšku ovplyvňuje rentabilita súčasných aktív, rast, náklady na kapitál a cash flow. [11]

### 4.5 EVA - Ekonomická pridaná hodnota

Ekonomická pridaná hodnota je predmetom tejto práce a bude podrobnejšie rozobraná v kapitole 5.

### 4.6 SVA (Shareholder Value Added)

Ukazovateľ SVA meria pridanú hodnotu pre akcionárov a vypočíta sa vzorcom:

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1},$$

kde  $SV_t$  predstavuje hodnotu podniku pre vlastníkov. Vypočíta rozdiel medzi hodnotou celého podniku a hodnotou cudzieho kapitálu, ktorý je uvedený v tržných cenách k danému dátumu. Prognózované obdobie je dané dĺžkou trvania konkurenčnej výhody. [11]

#### 4.7 CFROI (Cash Flow Return on Investment)

Ukazovateľ CFROI predstavuje rentabilitu investícií založenú na peňažných tokoch a komplexný model výkonnosti podniku, ktorý vychádza z vnútorného výnosového percenta. Hodnoty sú očistené od inflácie, čo umožňuje porovnanie výkonnosti podniku v čase a v rôznych krajinách. Hodnota CFROI je porovnaná s požadovanou výnosnosťou investorov. Vzniknutý rozdiel musí byť kladný, aby podnik za sledované obdobie vytvoril pre akcionárov hodnotu. Vzorec pre výpočet ukazovateľa CFROI:

$$I = \frac{BCF_t}{(1 + CFROI)^t} + \frac{NA}{(1 + CFROI)^n},$$

Kde: I hodnota investície (brutto)

BCF brutto CF v jednotlivých rokoch upravené o infláciu

NA hodnota neodpisovaných aktív

n doba ekonomickej životnosti

t jednotlivé roky budúceho obdobia n

[7, 11, 15]

#### 4.8 Cash Return on Gross Assets (CROGA)

Ukazovateľ CROGA je jednoduchším vyjadrením výkonnosti podniku v danom roku, a vypočíta sa nasledujúcim vzorcom:

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA},$$

Kde: CROGA hotovostná rentabilita aktív vyjadrených v brutto hodnote

OATCF prevádzkové CF po zdanení

GA brutto aktíva

[11]

## 5 EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA

Riadenie hodnoty sa stalo podstatou dnešného vrcholového riadenia so zameraním na zvyšovanie výnosnosti. Koncept EVA sa stáva veličinou okolo ktorej je stavaný súvislý systém managementu, orientovaný na produkciu pridanej hodnoty. To zahŕňa ekonomické objektívne zavedenie, aktívne plánovanie, výkonové hodnotenie, motiváciu, zvolenie kapitálového rozpočtovníctva, zmeny podnikovej kultúry a finančnú komunikáciu. [20, 21]

### 5.1 Základný výpočet EVA

EVA vyvinutá spoločnosťou Stern Stewart & Co predstavuje ocenenie skutočného ekonomického úžitku spoločnosti, ktorý sa odlišuje od účtovného zisku. Vyčísľuje čistý prínos, resp. stratu, ktorý ostane po odčítaní nákladov na kapitál od hospodárskeho výsledku hlavnej prevádzkovej činnosti. Vyjadruje, ako podnik svojimi aktivitami prispel v danom období k zvýšeniu, resp. zníženiu hodnoty pre vlastníkov. Výpočet EVA má dve podoby:

1. Pomocou nákladov na kapitál  $EVA = NOPAT - WACC * C$ ,

Kde: NOPAT zisk z hlavnej činnosti po zdanení

C (NOA) kapitál viazaný v aktívach využívaných v hlavnej činnosti na začiatku obdobia

WACC vážený priemer nákladov na kapitál

2. Iný prístup  $EVA = (RONA - WACC) * C$ ,

Kde: RONA rentabilita čistých operatívnych aktív ( $RONA = NOPAT/C$ )

[4, 11, 22]

### 5.2 Transformácia účtovných dát na ekonomický model

Pre výpočet EVA je potrebné vyčísliť vstupné údaje, čo predstavuje 164 úprav. V praxi sa však všetky nepoužívajú. Úpravy sú nevyhnutné, pretože údaje v účtovníctve nie sú zamerané na fakty, ktoré sú relevantné pre vlastníkov podniku. Pre rozhodovanie manažérov sú dôležité údaje, ktoré im reálne predpovedajú správnosť ich rozhodnutí a tvorbu hodnoty. Podniky, ktoré merajú výkonnosť ukazovateľom EVA, nevyužívajú všetkých 164 úprav, ale vystačia si len s niektorými, pre podnik podstatnými úpravami. [11]

Pri úpravách je dôležité zamerať sa na:

- úpravu aktív, ktoré nie sú v rozvahe zahrnuté, ale tvoria majetok slúžiaci k podnikaniu a k tvorbe operatívneho zisku
- úpravu aktív, ktoré sú v rozvahe zahrnuté, ale nezúčastňujú sa na tvorbe operatívneho zisku
- úpravu výsledku hospodárenia na operatívny zisk, ktorý sa týka hlavnej podnikateľskej činnosti tak, aby bola dosiahnutá rovnováha medzi upravenou rozvahou a výkazom ziskov a strát pre potreby výpočtu EVA

Podniky nerobia všetkých 164 úprav, vyberajú si len niektoré, a to podľa týchto pravidiel:

- úprava by mala byť v súlade k rozhodovaciemu procesu s možnosťou ovplyvniť hodnotu vlastníckych podielov
- k dispozícii sú potrebné údaje
- úprava je zrozumiteľná manažérom
- úprava by mala byť ľahko vysvetliteľná zamestnancom a vlastníkom podniku
- úprava by mala byť nemenná po dobu nasledujúcich troch rokov
- úprava podstatnou mierou ovplyvní vysvetlenie výnosnosti a tržnej hodnoty podniku ukazovateľom EVA
- do úpravy sú zahrnuté tie položky, ktoré môže manažér priamo ovplyvniť

[11]

### 5.2.1 Vymedzenie čistých operatívnych aktív (NOA)

Východiskom na vyjadrenie NOA je rozvaha, z ktorej je treba vyradiť neoperatívne aktíva, aktivovať nezahrnuté položky aktív a znížiť aktíva o neúročený cudzi kapitál. [15]

#### 1. *Aktivácia položiek nezahrnutých v rozvahe*

Hodnotu aktív je potrebné upraviť o položky, ktoré v rozvahe nie sú zahrnuté.

- **Finančný leasing** – potrebné započítať do NOA v trhovej hodnote. České účtovníctvo vychádza z formálne právneho stavu veci, preto je predmet leasingu začlenený do rozvahy prenajímateľa, pretože je majiteľom predmetu leasingu. Podľa medziná-



rodných účtovných štandardov je rozhodujúci ekonomický pohľad. Keďže ekonomické úžitky aj riziká nesie nájomca, predmet leasingu by mal byť zaradený do aktív, z toho plynúce záväzky do pasív, a tiež do výsledku hospodárenia. V nákladoch by sa mali premietnuť vo forme odpisov z majetku a vo forme úrokov z úveru ako finančný náklad spojený s obstaraním majetku.

- **Operatívny leasing a nájom** – formy cudzieho financovania činnosti podniku.
- **Ekvivalenty vlastného kapitálu** – sú výsledkom ocenenia aktív, kedy môžu vzniknúť rozdiely oproti účtovníctvu. Ekvivalenty vlastného kapitálu predstavujú vymedzený podiel vlastného kapitálu, ktorý nie je zahrnutý v pôvodnej rozvahe, ale bol do nej začlenený ekonomickými úpravami dát.
- **Oceňovacie rozdiely u pohľadávok** – do účtovníctva sú predávané opravné položky podľa daňových predpisov a môže tak dochádzať k nadhodnoteniu alebo podhodnoteniu výšky pohľadávok. Odchýlky medzi vykázanou a skutočnou hodnotou pohľadávky sa vykážu ako +/- položky k ekvivalentom vlastného kapitálu. V prípade nadhodnotenia sa rozdiel od NOA odčíta a v prípade podhodnotenia sa rozdiel naopak pričíta.
- **Oceňovacie rozdiely u zásob** – podcenenie zásob by sa malo pripočítať k NOA ako ekvivalent vlastného kapitálu. Pri zásobách je nutné používať tržné ceny.
- **Oceňovacie rozdiely u dlhodobého majetku** – dlhodobý hmotný majetok býva oceňovaný obstarávacími cenami, čím sa neberie do úvahy rast cien a technický pokrok. Preto by mal byť ocenený reprodukčnými cenami, alebo tržnými cenami.
- **Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami** – IAS 38 definuje nehmotné aktívum ako identifikovateľné nepenažné aktíva, ktoré sú využívané vo výrobe, poskytovaní služieb, k prenajímaniu alebo pre správu podniku. Je výsledkom minulých transakcií a v budúcnosti prinesie podniku úžitok. Pre účely NOA sa za nehmotné aktívum považujú kumulované náklady spojené s marketingom, reklamou, novými odbytovými cestami, školením pracovníkov a reštrukturalizáciou podniku.
- **Goodwill** – je rozdielová položka vypočítaná odčítaním všetkých individuálne preceňovaných aktív a všetkých prevzatých záväzkov od kúpnej ceny podniku. Mal by sa

vykazovať ako brutto hodnota, teda bez oprávok, pretože u dobre fungujúceho podniku by sa hodnota goodwillu nemala znižovať.

## 2. *Vylúčenie neoperatívnych aktív*

Problémom býva stanovenie aktív, ktoré sú potrebné pre základné činnosti podniku. Úpravy závisia od konkrétneho podniku a na odbornom úsudku analytika.

- **Krátkodobé cenné papiere a podiely** – nepredstavujú dlhodobé uloženie peňazí, slúžia ako rezerva a nie je to prevádzkovo nutné aktívum.
- **Peňažné prostriedky** – mali by byť udržiavané na prevádzkovo nutnej úrovni, ich prebytok by mal byť odčítaný.
- **Dlhodobý finančný majetok** – v prípade, že finančné investície majú portfóliový charakter a slúžia pre uloženie peňazí, mali by byť z NOA vylúčené. Ak má investícia súvislosť s hlavnou činnosťou podniku, mali by sa v NOA ponechať. S rozhodnutím o (ne)vylúčení investície z NOA súvisí aj úprava NOPAT, do ktorej sa výnosy z investície buď začlenia, alebo sa z nej vylúčia.
- **Vlastné akcie**
- **Nedokončené investície** – majetok, ktorý je prevádzkovo nutný, ale v súčasnosti sa ešte nepodieľa na tvorbe súčasných ziskov.
- **Iné aktíva** – sem patria nevyužitá alebo prenajatá pozemky a budovy, nadbytočné zásoby, pohľadávky nesúvisiace s hlavnou podnikateľskou činnosťou.

## 3. *Zníženie aktív o neúročený cudzí kapitál*

Aktíva je treba znížiť o pasíva, ktoré nenesú náklad. Dôvodom je, že pri výpočte EVA sa vylúčia všetky náklady na cudzí kapitál z operatívneho výsledku hospodárenia. Niektoré položky však náklady na kapitál nenesú. Sú to tieto položky pasív:

- **Krátkodobé záväzky** – platby prebiehajú do jedného roka a nespôsobujú úrokové náklady. Aktíva by sa mali znížiť o tieto položky krátkodobých záväzkov:
  - záväzky z obchodných vzťahov
  - záväzky k spoločníkom a združeniam
  - záväzky k zamestnancom

- závazky zo sociálneho zabezpečenia
- daňové závazky a dotácie
- závazky k podnikom s rozhodujúcim vplyvom
- závazky k podnikom s podstatným vplyvom
- iné neúročené závazky
- **Pasívne položky časového rozlíšenia**
- **Nespoplatnené dlhodobé závazky** – patria sem dlhodobé prijaté zálohy

[7, 11, 15]

### 5.2.2 Vymedzenie čistého operatívneho zisku (NOPAT)

Založená na reziduálnom zisku, spoločnosť Stern Stewart spravila niekoľko úprav na čistý operatívny zisk (NOPAT) pre odstránenie účtovného skreslenia. Zásadou pri určovaní NOPAT je dosiahnutie symetrie s NOA. Pokiaľ sú určité aktíva zaradené do NOA, ich výnosy a náklady musia byť zahrnuté do NOPAT. Pri výpočte sa môže vychádzať z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti alebo z prevádzkového výsledku hospodárenia. Pre nasledujúce úpravy NOPAT budeme vychádzať z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti, ktorý v sebe obsahuje prevádzkový a finančný výsledok hospodárenia.

1. Z finančných nákladov sa vylúčia **platené úroky** vrátane implicitných úrokov z **leasingových platieb** a to tak, že sa pričítajú k výsledku hospodárenia.
  2. Z výsledku hospodárenia sa vylúčia **mimoriadne položky**.
- Voľbou výsledku hospodárenia z bežnej činnosti sa vylúčili niektoré mimoriadne náklady a výnosy, ako:
    - zmeny v spôsobe ocenenia majetku
    - manká, škody a nároky na ich náhradu
    - tvorba a zúčtovanie rezerv na mimoriadne náklady
    - ostatné mimoriadne náklady

- Je treba vylúčiť aj položky nákladov a výnosov, ktoré sa svojou výškou v budúcnosti nebudú opakovať, ako:
  - náklady na reštrukturalizáciu
  - predaje dlhodobého hmotného a nehmotného majetku
  - výnosy vzniknuté z rozpustenia nevyužitých rezerv
  - mimoriadne odpisy majetku
- 3. Do NOPAT sa započíta **vplyv zmien vlastného kapitálu**, ktoré sa prejavili pri výpočte NOA:
  - Náklady vzniknuté pri aktivácii investičných nákladov, ako sú náklady na výskum a vývoj
  - Úprava o odpisy podľa toho, či je alebo nie je v rozvahe vykazovaný goodwill. Goodwill má trvalú hodnotu, preto je nutné odpisy vylúčiť z výsledku hospodárenia.
  - Zvýšenia a zníženia opravných položiek na zásoby a pohľadávky je nutné pripočítať
  - Tvorbu a čerpanie tichých rezerv je potrebné z výsledku hospodárenia odčítať
- 4. Pri výpočte NOPAT je potrebné posúdiť, do akej miery sú dlhodobé a krátkodobé finančné aktíva prevádzkovo potrebné a do akej miery slúžia na ukladanie peňazí za účelom tvorby dlhodobých rezerv. Záverom je rozhodnutie, aké náklady a výnosy sa v NOPAT ponechajú.
- 5. Pri výpočte NOPAT treba brať do úvahy aj úpravu daní. Zistí sa tzv. upravená daň, ktorá je len teoretická a mala by byť platená z operatívneho výsledku hospodárenia. Existuje niekoľko postupov prepočtu dane z NOPAT:
  - skutočná daňová sadzba sa prepočíta spôsobom, kedy sa splatná daň vydolí výsledkom hospodárenia a NOPAT sa vynásobí touto skutočnou sadzbou
  - splatná daň za daný rok sa zníži alebo zvýši o daňovú povinnosť výnosov a daňové úspory z nákladov, o ktoré sa NOPAT oproti výsledku hospodárenia líši

### 5.2.3 Výpočet nákladov na kapitál

Ďalšiu zložku výpočtu EVA tvorí sadzba nákladov kapitálu, ktorá určuje minimálnu rentabilitu kapitálu a považuje sa za základ pre diskontovanie budúcich EVA pri oceňovaní.

Vzorec pre výpočet priemerných vážených nákladov kapitálu (WACC):

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

Kde:	$n_{VK}$	náklad na vlastný kapitál
	$n_{CK}$	náklad na cudzí kapitál
	VK	vlastný kapitál
	CK	cudzí kapitál
	K	kapitál celkom
	d	daňová sadzba

Náklady na cudzí kapitál sú vynásobené výrazom (1 - d), pretože sú daňovo uznateľné.

Pri stanovení WACC sa postupuje v týchto krokoch:

1. Určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu
2. Určenie nákladov na cudzí kapitál
3. Určenie nákladov na vlastný kapitál
4. Výpočet WACC

#### ***Náklady na cudzí kapitál***

Platby týkajúce sa použitia cudzieho kapitálu sú vo väčšine prípadov dohodnuté zmluvne. Vypočítajú sa ako vážený priemer úrokových sadzieb z rôznych foriem cudzieho kapitálu.

#### ***Náklady na vlastný kapitál***

Náklady na vlastný kapitál predstavujú výnosové očakávania investorov. Tieto náklady na rozdiel od nákladov cudzieho kapitálu nemajú pevné platby. Vlastné náklady majú podobu finančných nákladov, kedy v sebe zahŕňajú dividendy a náklady na zvyšovanie kapitálu, alebo podobu nákladov príležitosti, kedy sa hľadá výnos pre investora, ktorý by mohol dosiahnuť pri rovnakej miere rizika, keby kapitál investoval niekam inam.

Pri kalkulácii výnosnosti primeranej riziku, sa náklady kapitálu členia na časť zodpovedajúcu požadovanej odmene a časť zodpovedajúcu obchodnému a finančnému riziku.

Pre vyjadrenie vzťahu medzi systematickým rizikom a požadovanou výnosnosťou je možné použiť **model oceňovania kapitálových aktív (CAPM)**, a to nasledujúcim vzorcom:

$$n_{VK} = r_f + \beta * [E(R_m) - r_f],$$

Kde: $n_{VK}$	náklady vlastného kapitálu (pre investora požadovaná výnosnosť)
$\beta$	koeficient vyjadrujúci, či riziko konkrétneho aktíva je väčšie alebo menšie ako riziko kapitálového trhu ako celku
$E(R_m)$	očakávaná priemerná výnosnosť kapitálového trhu
$r_f$	výnosnosť bezrizikových aktív
$E(R_m) - r_f$	riziková prémie kapitálového trhu zodpovedajúca systematickému riziku tohto trhu

Ďalšou možnosťou pre vyjadrenie nákladov vlastného kapitálu je **stavebnicová metóda**, ktorá vypočíta náklady vlastného kapitálu ako súčet bezrizikovej úrokovej miery a rizikovej prirážky. Celkovú rizikovú prirážku tvoria čiastkové rizikové prirážky:

$$n_{VK} = r_f + r_{LA} + r_{obchodné} + r_{finstr.} + r_{finstab.},$$

Kde: $r_{LA}$	riziková prirážka na nižšiu likvidnosť akcie na trhu
$r_{obchodné}$	riziková prirážka za obchodné riziko
$r_{finstr.}$	vyjadrenie delenia produkčnej sily
$r_{finstab.}$	vyjadrenie schopnosti podniku vyrovnat' sa so záväzkami

[8, 7, 11, 14, 15]

Náklady vlastného kapitálu sa dajú odhadnúť aj pomocou modelu CAPM s náhradnými odhadmi  $\beta$ , dividendového modelu, analýzy rizika, na základe priemernej rentability a odvodením z nákladov na cudzí kapitál. [10]

### 5.3 Účtovný model EVA

Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR vychádza pre výpočet EVA z nasledujúceho vzorca:

$$EVA = \check{C}Z - r_e * VK$$

Kde:  $\check{C}Z$  čistý zisk

$r_e$  náklady na vlastný kapitál

$VK$  vlastný kapitál

Tento vzťah zodpovedá ukazovateli reziduálneho zisku, ktorý vychádza zo zisku po zdanení a vlastného kapitálu. Vzorcom to vyjadríme nasledovne:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK$$

[11]

## 5.4 Možnosti využitia EVA

EVA má veľmi široké využitie. Používa sa ako kritérium merania efektívnosti, pri oceňovaní investícií a pri operatívnom finančnom rozhodovaní. Využíva sa aj ako stimulačný systém, pretože slúži k motivácii zamestnancov, a tým umožňuje zmeniť kultúru spoločnosti. [4]

EVA je možné použiť aj pri vytváraní stratégie podniku, kedy je možné mať za základný cieľ maximalizáciu budúcej hodnoty EVA. V súlade s týmto cieľom by mali byť prijaté iba tie projekty, ktoré prispievajú k tvorbe hodnoty EVA. [11]

### 5.4.1 EVA ako meradlo výkonnosti

Ukazovateľ EVA vyčísluje hodnotu, ktorú podnik svojou činnosťou vytvoril navyše oproti tomu, koľko by vložený kapitál zarobil v inej investičnej príležitosti pri rovnakej miere rizika. Pozitívna EVA je predpoveďou tvorby hodnoty pre akcionárov, pričom náklady kapitálu predstavujú určitú hranicu, ktorú by podnikový čistý výkon mal prekonať. Čím vyššia je hodnota ukazovateľa, tým podnik vytvára vyššiu hodnotu pre vlastníkov.

V porovnaní s inými meradlami výkonnosti, ktoré sú založené na rentabilite kapitálu, vykazuje EVA nasledujúce odlišnosti:

- EVA v sebe zahŕňa alternatívne náklady investovaného vlastného kapitálu
- EVA zahŕňa len náklady a výnosy spojené s hlavnou činnosťou podniku a vylučuje náklady a výnosy vzniknuté mimoriadnymi udalosťami a neštandardnými aktivitami

- EVA pracuje iba s nákladmi kapitálu týkajúce sa iba kapitálu investorov, ktorí očakávajú výnos z jeho vloženia do podniku, a ktorý je viazaný v aktívach využívaných v hlavnej podnikateľskej činnosti
- EVA ako absolútna hodnota je samostatne využiteľným ukazovateľom pre hodnotenie výkonnosti podniku

[7, 11]

#### 5.4.2 EVA ako nástroj pre investičné rozhodovanie

V podnikoch, kde sa pre investičné kalkulácie používa metóda DCF, je možné použiť aj metódu EVA. Model investičných kalkulácií metódou EVA, ktorý je zavedený celopodnikovo, umožňuje zjednotenie investičnej kalkulácie skrz celý podnik. [11]

#### 5.4.3 EVA ako nástroj oceňovania podniku

Pre oceňovanie podniku s použitím metódy EVA rozlišujeme tri základné metódy, a to **metódu Entity**, ktorá predstavuje brutto metódu, zahŕňa komponenty pre vlastníkov aj veriteľov, ďalej **metódu Equity**, v ktorej sú komponenty vyjadrené iba pre vlastníkov, a **metódu APV**, ktorá vypočíta hodnotu podniku ako súčet hodnoty celého podniku pri nulovom zadlžení a súčasnej hodnoty daňových úspor, ktoré plynú z nákladov cudzieho kapitálu. Od tejto hodnoty sa potom odčíta hodnota úročeného cudzieho kapitálu k dátumu ocenenia a pričíta hodnota neoperatívnych aktív.

V súčasnosti sa pre výnosové ocenenie podniku najviac používa metóda diskontovaných peňažných tokov, a to z toho dôvodu, že táto metóda najpresnejšie zodpovedá ekonomickému vymedzeniu hodnoty aktíva ako súčasnej hodnoty očakávaných budúcich úžitkov z tohto aktíva. **Metóda EVA má však oproti metóde DCF svoje výhody:**

- EVA rozkladá hodnotu podniku na NOA a MVA, teda vyčísľuje časť hodnoty podniku, ktorá k dátumu ocenenia v hodnote aktív už existuje, a časť hodnoty, ktorá vznikne v budúcnosti (MVA)
- Metóda EVA umožňuje prepojenie oceňovania podniku s motiváciou pracovníkov

[7]



#### 5.4.4 EVA ako nástroj odmeňovania pracovníkov

EVA sa využíva k motivácii vedúcich pracovníkov tým, že zamestnanci sú zapojení do procesu maximalizácie EVA pomocou bonusu. Ak EVA dosahuje hodnoty nula, vlastníci zarobili presne toľko, koľko je potrebné na pokrytie nákladov na kapitál. Bonusový systém vychádzajúci z metódy EVA je založený na tom, že pokiaľ má byť manažérom vyplatený bonus, vlastníci musia zarobiť viac ako očakávali. Tento **bonus sa člení** na tri skupiny:

- celková výška EVA v útvare
- prírastok EVA
- individuálne parametre

[7, 11]

**Výhodami bonusového systému EVA** oproti iným systémom odmeňovania sú:

- Ukazovateľ EVA je možné priebežne sledovať a je priamo prepojený s hodnotou podniku. Ak je pracovník priamo zapojený do procesu zvyšovania EVA, prispieva k rastu hodnoty firmy.
- Klasické systémy bonusov sú nastavené tak, že zamestnanci získavajú bonus pri určitom minimálnom plnení zadaných štandardov, ale len do určitej výšky. Nie sú tak donútení k plneniu štandardov nad limit, pretože odmena už nad určitý limit nenarastá. Výhodou bonusov metódy EVA je, že nemá stanovené žiadne limity.

Kladné bonusy sa zamestnancom prevádzajú na bonusový účet, z ktorého sa zamestnancovi vypláti len časť, a to pre prípad budúcich záporných bonusov v nasledujúcich rokoch.

Pri zavádzaní systému odmeňovania na metóde EVA je dôležité, aby každá úroveň riadenia bola zapojená do toho ukazovateľa, ktorý môže priamo ovplyvniť.

[7]

#### **EVA bonusový systém – verzia XY**

Tento systém je založený na prírastkoch EVA, pretože tie sa považujú za dôležitejšie než dosahovanie absolútnej hodnoty EVA. Zdôrazňované je zlepšovanie podnikových procesov.

$$\text{Bonus} = (x\% * EVA) + (y\% * \Delta EVA)$$

[11]

### Moderná verzia bonusového systému EVA

Zarobený bonus v sebe obsahuje cieľový bonus, ktorý je získaný až pri dosiahnutí očakávanej zmeny EVA, a fixné percento z rozdielu prírastku EVA a očakávaného zlepšenia EVA.

$$\mathbf{Bonus} = \mathbf{cieľový\ bonus} + y\% (\Delta EVA - \mathbf{očakávané\ zlepšenie\ EVA})$$

Ukazovateľom výkonnosti je hodnota EVA, ktorá bola dosiahnutá navyše k očakávanému zlepšeniu EVA. Dôvodom je, že záujem o vytvorenie EVA nie je pre manažérov taký efektívny ako záujem o zlepšenie EVA.

[11]

### 5.5 Výhody a nevýhody konceptu EVA

#### *Výhody ukazovateľa EVA:*

- Je blízka ukazovateľu NPV, ktorá vychádza z teórie, že hodnota podniku sa zvýši v prípade, že manažéri prijímajú iba tie projekty, ktoré dosahujú kladnú NPV. Slúži teda ako meradlo výkonnosti.
- Zodpovednosť manažérov za vývoj tohto ukazovateľa im umožňuje správať sa ako vlastníci, a tým je možné využiť ukazovateľ ako nástroj pre motivovanie a odmeňovanie pracovníkov.
- Ukazovateľ ovplyvňuje všetky typy rozhodnutí, ktoré sú prijímané manažermi, a to prevádzkové a investičné rozhodnutia, ktoré majú vplyv na zisk a rentabilitu kapitálu, a finančné rozhodnutia, ktoré majú vplyv na náklady na kapitál.
- Ako systém riadenia prepája všetky činnosti a ľudí v podniku kritériom zvýšenia hodnoty vložených prostriedkov.
- Vyjadruje prínos hlavnej činnosti podniku a nepočíta s mimoriadnymi vplyvmi.
- Využíva sa pri oceňovaní podniku.
- Firmy k vyjadreniu svojich cieľov často používajú množstvo ukazovateľov, ktoré sú nezlučiteľné, čo spôsobí nesprávne plánovanie a rozhodovanie. EVA používa iba jeden ukazovateľ, ktorý spája plánovanie, rozhodovanie, činnosti a ľudí v podniku.
- Prepája strategické a operatívne rozhodovanie a využíva ich na všetkých stupňoch riadenia.

- Ukazovateľ EVA je dobrý komunikačný nástroj vo vnútri podniku, pretože je zrozumiteľný a ľahko vyjadriteľný, a tiež vo vonkajšom prostredí finančných trhov.

#### *Nevýhody ukazovateľa EVA:*

- Pre výpočet EVA je potrebné spraviť množstvo úprav účtovných údajov.
- Problémom je výpočet nákladov vlastného kapitálu.
- Ukazovateľ nie je upravený o infláciu.
- Podniky často hodnotia výkonnosť na základe ročných zmien EVA a nie na základe súčasnej hodnoty budúcich EVA, čo môže viesť k zníženiu hodnoty.
- V prípade, že zároveň s rastom EVA rastú náklady na kapitál, napriek súčasnému zvýšeniu EVA môže hodnota podniku klesnúť.
- Ukazovateľ pracuje iba výnosmi a nákladmi, ktoré sa prejavili v činnosti podniku za dané obdobie, a nepočíta s očakávanými prínosmi v budúcich obdobiach. Z tohto dôvodu sa ukazovateľ nedá použiť pre určenie strategického vývoja podniku.

[11]

## **5.6 Implementácia konceptu EVA do riadenia podniku**

Zmena zavedeného systému je pre podnik vždy stresujúca. Ak firma nie je presvedčená o potrebe zmeny tohto systému, väčšina ľudí je neochotných manipulovať s ustálenou praxou. Osoba, ktorá môže zmeniť zavedené praktiky, trvať na zmene, a presadiť zmeny, je vedúci pracovník. Osud programu zmeny je už v rukách generálneho riaditeľa. [27]

Pri implementácii konceptu EVA do podniku je dôležité začať od top managementu. EVA nepredstavuje len nový ukazovateľ merania výkonnosti podniku, ale tiež zmenu manažérskeho myslenia a správania sa. Firma by pri zavádzaní EVA mala mať plán, akým spôsobom sa bude EVA využívať. Mala by byť začlenená do strategického procesu plánovania, kapitálového rozvrhnutia a rozpočtov. [11, 18, 26]

Implementácia EVA musí byť prispôbená danému podniku, pričom by sa malo postupovať v istom poradí, v určitých krokoch.

#### **Young a O'Byrne odporúčajú nasledovný postup:**

1. Rozhodnutie o zavedení konceptu EVA do spoločnosti na úrovni top managementu.

2. Urobiť dôležité strategické rozhodnutie v rámci implementácie EVA do podniku. Obsahuje najmä nasledujúce rozhodnutia:
  - definovať ekonomickú pridanú hodnotu
  - akou metódou bude EVA počítaná – toto rozhodnutie v sebe obsahuje ďalšie rozhodnutia, a to, aké druhy úprav bude nutné spraviť, či bude EVA meraná v rámci celého podniku, alebo len jednotlivých úsekov, či budú nutné zmeny podnikového účtovníctva, ako často sa bude EVA merať
  - systém odmeňovania – zahŕňa nasledujúce otázky: kto bude do systému odmeňovania zahrnutý od počiatku, závislosť vyplácania bonusu na hodnote EVA, vymedzenie úlohy akcií v systéme odmeňovania, vymedzenie nefinančných faktorov a ich vzťah k odmeňovaniu, existencia bonusových bánk ako odloženej zložky odmeňovania
3. Spracovanie implementačného plánu, poverenie zodpovednej osoby a osôb zaisťujúcich implementáciu.
4. Predstavenie nového systému riadenia pracovníkom spôsobom školenia, a rozvrhnutie programu školenia – obsahuje informácie o pracovníkoch, ktorí budú školení, akým spôsobom bude školenie prebiehať, ďalšie školenie po implementácii

[11, 18]

Ďalším spôsobom implementácie konceptu EVA je **Stern Stewart's 4M**:

### ***Measurement***

Implementácia konceptu EVA začína stanovením metódy merania hodnoty EVA. Je potrebné previesť účtovné údaje na údaje ekonomické s cieľom zachytiť ekonomickú realitu pre lepšie vyjadrenie výkonnosti podniku.

### ***Management***

Ďalší krok implementácie EVA podporuje meranie tvorby hodnoty pre lepšie riadenie rozhodovania v rámci celej organizácie. Podporuje rozhodovanie, analýzu obchodných problémov, dokumentáciu a schvaľovacie procesy, a to vytvorením politiky, nástrojov a postupov.

### *Motivation*

V treťom kroku ide o vytvorenie motivačného nástroja zavedením podnetov, ktoré sú naviazané na tvorbu hodnoty pre vlastníkov. Manažéri sú odmeňovaní za podmienky, že pre vlastníkov vytvoria hodnotu prostredníctvom udržateľných zlepšení výkonnosti podniku.

### *Mindset*

Posledným krokom pre zavedenie EVA je zosilnenie ekonomických vedomostí o tvorbe hodnoty pomocou EVA, ktoré prebieha prostredníctvom školení a neustálej komunikácie. Je dôležité, aby sa zamestnanci stotožnili s myšlienkou EVA. Je potrebné zaškoliť kľúčových zamestnancov vo sfére podnikových financií a konceptu EVA. Vytvára sa tak základ pre lepšie pochopenie konceptu EVA ako konceptu riadenia a tvorby hodnoty podniku.

[11, 24, 26]

**Stern a Shiely** označujú pre zavedenie konceptu EVA do podniku nasledujúce faktory:

- v podniku musí existovať životaschopná podnikateľská stratégia a vyhovujúca organizačná štruktúra
- je vyžadované zavedenie Stern Stewart's 4M aby bol využitý celý potenciál konceptu EVA
- zavedenie podnetového systému, a to najlepšie skrz celý podnik
- pre zavedenie konceptu EVA je dôležité zaškolenie všetkých pracovníkov, nie len vrcholového managementu
- je dôležité, aby bol top management presvedčený o užitočnosti konceptu EVA a toto presvedčenie by mal presadzovať všetkými dostupnými nástrojmi
- finančný manažér by mal byť odborne vzdelaný, aby vedel porozumieť a rozoznať možnosti ovplyvnenia EVA

[11]

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 6 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI

### 6.1 Profil spoločnosti

V roku 1951 vznikla v Trenčíne Krajská vodohospodárska správa a v roku 1957 sa z nej stali Vodohospodárske stavby. VOD-EKO a.s. Trenčín so sídlom v Trenčíne vznikla transformáciou zo štátneho podniku Vodohospodárske stavby v máji 1992.

Už od vzniku VOD-EKO a.s. Trenčín má firma pevné postavenie medzi najvýznamnejšími stavebnými podnikmi na Slovensku. Je to hlavne z dôvodu, že sa dokázala prispôbiť požiadavkám tuzemských a najmä zahraničných investorov. Súčasné výborné výsledky vo svojom obore spoločnosť dosahuje spolu s profesionálne zdatným managementom, technikmi a vysokokvalifikovanými remeselníkmi a strojníkmi. Zamestnanci na všetkých podnikových úrovniach majú dostatočné materiálne zabezpečenie, čo zabezpečuje predpoklad optimálnej práce.

Na nasledujúcom obrázku je znázornené logo spoločnosti:



*Obr. 1. Logo spoločnosti [34]*

#### 6.1.1 Základné údaje o spoločnosti

Obchodné meno:	VOD-EKO a.s. Trenčín
Sídlo:	Zlatovská 2193/33, 911 38, Trenčín
IČO:	31 411 908
DIČ:	2020383717
IČDPH:	SK2020383717
Základné imanie:	55 158 000 Sk

## 6.2 Orientácia spoločnosti

Základnou filozofiou spoločnosti je orientácia na zákazníka, na jeho potreby a prania. VOD-EKO a.s. Trenčín zamestnáva odborníkov, ktorí dokážu zákazníkov oboznámiť s platnou legislatívou, s možnosťami získania vhodných priestorov, či pozemkov a podľa konkrétnych prání a požiadaviek naprojektovať, a po vybavení potrebných povolení zrealizovať dielo vo vysokej kvalite a v dohodnutom termíne.

## 6.3 Predmet podnikania

Spoločnosť VOD – EKO, a . s. Trenčín ponúka služby v oblasti projektovej dokumentácie, prípravy infraštruktúry a výstavby ekologických stavieb. Okrem dodávateľských aktivít v odboroch vodohospodárskych, inžinierskych, dopravných a pozemných stavieb, zabezpečuje aj murárske, klampiarske, zámočnicke, izolačné, elektroinštalačné, plynoinštalátorske, dielenské a opravárenské práce.

VOD – EKO, a . s. Trenčín svojimi kapacitami pokrýva hlavnú stavebnú výrobu. Disponuje betónovou výrobňou so železiarskym strediskom, vlastnou výrobňou štrkopieskov, betonárnou, a zameriava sa aj na činnosti súvisiace s výstavbou bytových domov, vrátane súvisiacej infraštruktúry.

### Služby:

- vyhľadávanie pozemkov pre investora vrátane spracovania geometrických plánov a zabezpečenie výkupu pozemkov
- vypracovanie projektovej dokumentácie v úrovni štúdia, zadanie stavby, projekt stavby a realizačný projekt vrátane odsúhlasenia so zainteresovanými inštitúciami
- zabezpečenie inžinierskej činnosti k vydaniu územného rozhodnutia, stavebného povolenia, dozorovanie a kolaudácia jednotlivých typov stavieb
- realizácia stavieb
  - výrobné a skladové haly
  - iné pozemné stavby – čerpace stanice PH, servisné a polyfunkčné objekty
  - vodohospodárske stavby – čistiarne odpadových vôd, vodojemy, závlahové stavby, vodostavebné nádrže



- inžinierske stavby (komunikácie, plynovody, kanalizácie, vodovody, káblovody, parovody)
- realizácia elektroinštalačných prác
- prenájom dopravy a stavebných strojov, stavebná doprava
  - nákladná
  - špeciálna
- výroba a montáž oceľových konštrukcií a zámočnických výrobkov
- výroba a predaj štrkopieskov a betónových zmesí
- výroba a predaj prefabrikovaných výrobkov – kanalizačné skruže a dná, šachtové poklopy, studňové skruže a zákrytové dosky, vodomerné šachty, nosný systém vodojemov, betónová dlažba a obrubníky, cestné panely, betónová zmes
- dopravné stavby a úpravy plôch
  - vnútrosídľiskové komunikácie
  - chodníky
- priemyselné a dopravné stavby
  - montované haly (skladové, prevádzkové, priemyselné, vodohospodárske)
  - čerpacie stanice pohonných hmôt PHM
  - rekonštrukcie - pozemné stavby
- oprava dopravných a stavebných mechanizmov
- revízie a skúšky vyhradených plynových a elektrických zariadení
- činnosť stavebného dozoru

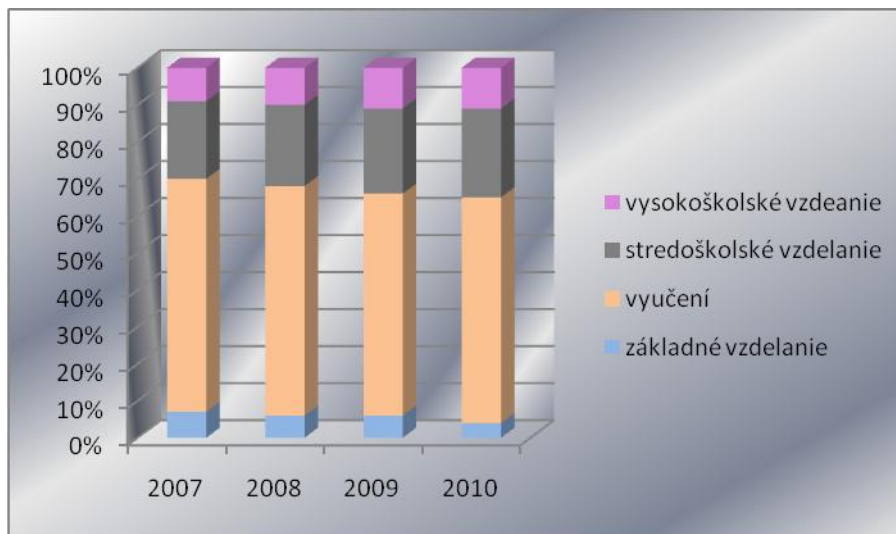
#### 6.4 Ľudské zdroje

Nasledujúca tabuľka a grafy zachytávajú počet zamestnancov v spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín v rokoch 2007-2010 s ich členením podľa pohlavia, vzdelania a veku. V roku 2009 klesol počet zamestnancov o 24% na 182 fyzických osôb. Pomer mužov a žien sa v jednotlivých rokoch nemení, pričom muži tvoria väčší podiel, a to až 86%. Podľa vzdelania

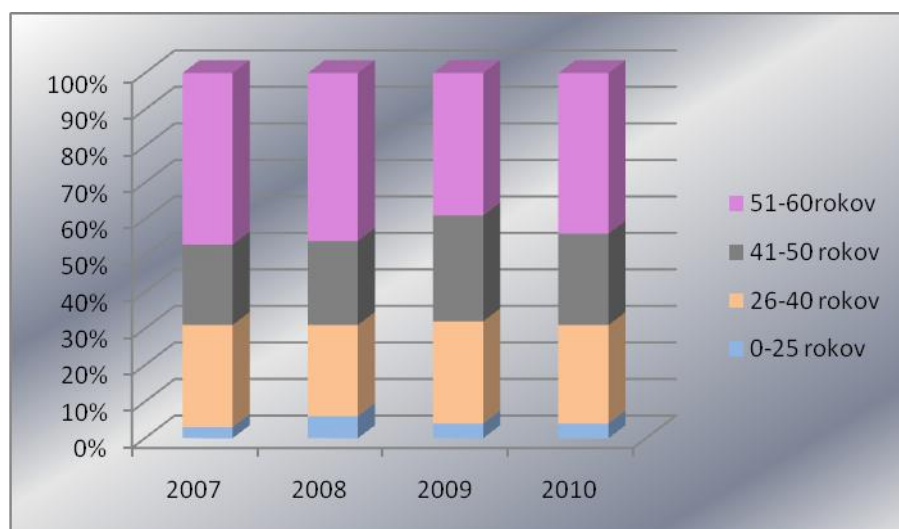
nostnej štruktúry je vidieť, že najväčší počet tvoria vyučení pracovníci a podľa vekovej štruktúry predstavujú najväčší podiel na všetkých zamestnancoch pracovníci nad 50 rokov.

	2007	2008	2009	2010
<b>zamestnanci</b>	<b>236</b>	<b>237</b>	<b>182</b>	<b>183</b>
<b>muži</b>	204	204	155	156
<b>ženy</b>	32	33	27	27

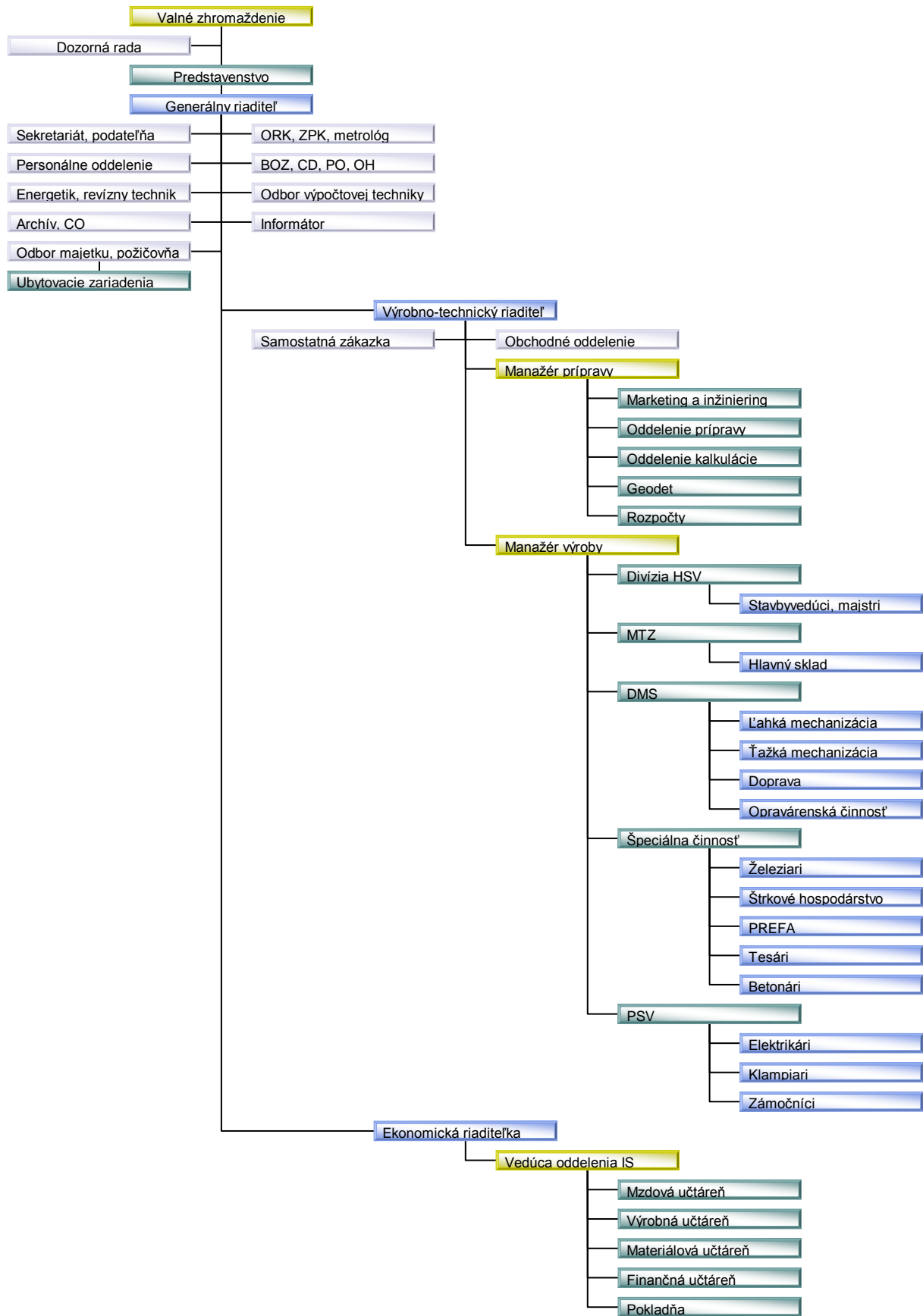
Tab. 2. Počet zamestnancov v spoločnosti [Vlastné spracovanie]



Obr. 2. Vzdelanostná štruktúra zamestnancov [Vlastné spracovanie podľa 34]



Obr. 3. Veková štruktúra zamestnancov [Vlastné spracovanie podľa 34]



Obr. 4. Organizačná štruktúra spoločnosti [34]

## **7 ANALÝZA VONKAJŠÍCH A VNÚTORNÝCH PODMIENOK PRE RIADENIE VÝKONNOSTI PODNIKU**

Výkonnosť podniku je ovplyvnená vnútorným a vonkajším prostredím firmy. V rámci vnútornej analýzy musí firma zvažovať vnútorné faktory, ktoré vytvárajú alebo znižujú hodnotu firmy, a ktoré môže ovplyvňovať. Vonkajšie podmienky podnik nemôže ovplyvniť, a ani moc dobre kontrolovať. Napriek tomu by firma mala mať prehľad o vývoji v odvetví. V tejto časti práce bude analyzované odvetvie stavebníctva, v ktorom spoločnosť VOD-EKO a.s. pôsobí, a spracovaná SWOT analýza, ktorá predstaví silné a slabé stránky firmy, a tiež príležitosti a hrozby z vonkajšieho prostredia.

### **7.1 Analýza odvetvia**

Spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín je firma podnikajúca v oblasti stavebníctva a podľa OKEČ patrí do skupiny F. Od 1.1.2008 je stavebná činnosť určená registrovanou príslušnosťou podniku k divíziám 41,42,43 Štatistickej klasifikácie ekonomických činností SK NACE Rev.2. Odvetvie stavebníctva patrí medzi nevýrobné odvetvia a jeho potreba závisí na realizovaných investíciách. Najskôr musí existovať investor a finančné zdroje, až potom sú realizované stavebné práce. Stavebníctvo je teda závislé na správaní investorov.

Odvetvie stavebníctva sa od ostatných odvetví odlišuje špecifickými vlastnosťami, ako sú:

- mobilnosť vykonávania podnikateľskej činnosti
- sezónnosť
- závislosť dopytu od ekonomických cyklov
- výroba je na zákazku
- výrobky sú individuálne a majú dlhú životnosť
- náročnosť na objem spotrebovaného materiálu
- závislosť od klimatických podmienok

v mil. EUR	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	10/07
<b>Stavebná produkcia</b>	<b>5 321,88</b>	<b>6 302,79</b>	<b>18,43%</b>	<b>5 749,70</b>	<b>-8,78%</b>	<b>5 534,60</b>	<b>-3,74%</b>	<b>4,00%</b>
<b>Stavebná produkcia v tuzemsku</b>	<b>5 135,80</b>	<b>6 039,50</b>	<b>17,60%</b>	<b>5 527,60</b>	<b>-8,48%</b>	<b>5 388,40</b>	<b>-2,52%</b>	<b>4,92%</b>
z toho:								
Nová výstavba, rekonštrukcie, modernizácia	4 319,66	4 944,86	14,47%	4 539,40	-8,20%	4 420,60	-2,62%	2,34%
Opravy a údržba	798,11	1 074,22	34,60%	950,50	-11,52%	935,60	-1,57%	17,23%
<b>Stavebná produkcia v zahraničí</b>	<b>186,09</b>	<b>263,29</b>	<b>41,49%</b>	<b>222,10</b>	<b>-15,64%</b>	<b>146,10</b>	<b>-34,22%</b>	<b>-21,49%</b>

Tab. 3. Prehľad stavebnej produkcie v rokoch 2007-2010 v mil. Eur [Vlastné spracovanie podľa 32]

Podľa údajov Štatistického úradu SR stavebná produkcia za rok 2010 dosiahla 5 534,6 mil. Eur, z toho v tuzemsku boli zrealizované stavby za 5 388,4 Eur. Z tejto sumy najväčší podiel tvorili nová výstavba, modernizácie a rekonštrukcie, ktoré dosiahli 4 420,6 mil. Eur. Za nimi nasleduje položka opravy a údržba s 935,6 mil. Eur. Stavebná produkcia v zahraničí vytvorila 146,1 mil. Eur. Najsilnejšie mesiace pre odvetvie stavebníctva vo všetkých oblastiach trvajú od júna do novembra, kedy v rámci celkovej stavebnej produkcie dosahujú 522,4-550,6 mil. Eur. V poradí ďalšími silnými mesiacmi sú apríl s 456,6 mil. Eur a december s 467,4 mil. Eur. Najslabšími mesiacmi sú január až marec, kedy stavebná produkcia dosahuje hodnotu 257,5-362,1 mil. Eur. Silné a slabé mesiace len potvrdzujú sezónnosť výroby, ktorá značne ovplyvňuje odvetvie.

Pri porovnaní výsledkov za jednotlivé roky z predchádzajúcej tabuľky je zjavné, že celková stavebná produkcia od roku 2009 klesá. Pri zrovnaní východiskového a konečného roku však vzrástla o 4%. Spolu s ňou vzrástla aj stavebná produkcia v tuzemsku, ktorá do značnej miery kopíruje celkovú produkciu. Stavebná produkcia v zahraničí tvorí len zlomok celkovej produkcie. Táto v roku 2008 prudko narástla a v ďalších rokoch klesala. V konečnom dôsledku znamenala pokles až o 21,49%, čo však v celkovej stavebnej produkcii nepredstavuje takmer žiadnu úlohu, keďže ako už bolo spomenuté, zahraničná produkcia tvorí len malú časť tej celkovej. Pri rozčlenení stavebnej produkcie na jednotlivé oblasti je vidieť, že všetky oblasti v roku 2008 vzrástli a od roku 2009 postupne klesali. Je to dané najmä svetovou hospodárskou krízou, ktorá sa nevyhla ani odvetviu stavebníctva. Pri porovnaní roku 2010 a 2007 je vidieť nárast, čo by mohlo byť dobrým signálom pre odvetvie, že už kríza ustupuje a odvetvie sa opäť dostáva na svoju pôvodnú úroveň.

## 7.2 SWOT analýza

Pomocou SWOT analýzy môže spoločnosť zhodnotiť vnútorné a vonkajšie prostredie. Slúži na identifikáciu silných a slabých stránok, príležitostí a hrozieb. Poskytuje predstavu o súčasnej pozícii spoločnosti a môže slúžiť aj pre ohodnotenie ďalšieho vývoja.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje prehľad stránok, ktoré firma považuje za svoje silné a slabé.

S - SILNÉ STRÁNKY
<ul style="list-style-type: none"> <li>• dostatok kvalifikovanej pracovnej sily</li> <li>• prispôsobivosť pracovnej sily</li> <li>• spokojnosť s kvalitou zamestnancov</li> <li>• relatívne dobrá vzdelanostná úroveň zamestnancov</li> <li>• podmienky pre investorov sú propagované na webových stránkach</li> <li>• podpora štátu a Európskej únie</li> <li>• zavádzanie nových technológií</li> <li>• vlastná doprava</li> <li>• dostatok odborníkov na informačné technológie</li> </ul>
W - SLABÉ STRÁNKY
<ul style="list-style-type: none"> <li>• investičný patriotizmus</li> <li>• príchod nových konkurentov</li> </ul>

*Tab. 4. Silné a slabé stránky spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín [Vlastné spracovanie]*

Medzi najpodstatnejšie **silné stránky** patria zamestnanci, ktorých firma považuje za dostatočne kvalifikovaných, vzdelaných a prispôsobivých. Spoločnosť disponuje kvalifikovanými odborníkmi aj v oblasti informačných technológií. Ako ďalšiu silnú stránku uvádza svoju propagáciu pre investorov v podobe propagačných materiálov, ktoré sú uverejnené na webových stránkach. So vstupom SR do EÚ môže firma počítať s podporou v podobe finančných prostriedkov z eurofondov. Ďalšou silnou stránkou firmy je vlastná doprava a využívanie nových technológií.

Za **slabé stránky** firma považuje investičný patriotizmus, čo znamená, že verejné aj súkromné subdodávateľské zákazky často končia u bratislavských firiem, čo zapríčiňuje odliv kapitálu. Vstup SR do EÚ priniesol svoje výhody, ale aj nevýhody. Vstup nových konkurentov na tuzemský trh je považovaný za slabú stránku firmy. Spoločnosť zamestnáva v prevažnej miere robotníkov a chýba priestor pre vysokoškolsky vzdelaných ľudí.

V nasledujúcej tabuľke sú firmou uvedené príležitosti a hrozby.

O - PRÍLEŽITOSTI
<ul style="list-style-type: none"> <li>• politický tlak</li> <li>• transfer know-how</li> <li>• proces prispôsobovania sa legislatíve EÚ</li> <li>• rastúci záujem zahraničných výrobných investorov</li> <li>• dopyt po subdodávateľoch pre zahraničných investorov</li> <li>• jednoduchší prístup na nové trhy</li> <li>• štrukturálne fondy EÚ</li> </ul>
T - HROZBY
<ul style="list-style-type: none"> <li>• vstup konkurencie</li> <li>• odliv pracovných síl</li> </ul>

*Tab. 5. Príležitosti a hrozby spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín [Vlastné spracovanie]*

Za **príležitosti** spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín považuje politický tlak na vytváranie priaznivého podnikateľského prostredia na Slovensku. Transferom know-how a výrobných postupov zvyšuje svoju konkurencieschopnosť. Vstup do EÚ prináša svoje výhody aj nevýhody. Aby podnik dokázal využiť z toho plynúce príležitosti a minimalizoval hrozby, musí sa prispôbiť podmienkam EÚ a európskej legislatíve. Tá zjednocuje a zjednodušuje pravidlá pre podnikateľov. Pri rastúcom záujme zahraničných výrobných investorov o investície na Slovensku sa vytvárajú nové pracovné miesta, zvyšuje sa kúpna sila a vytvárajú sa príležitosti pre poskytovateľov služieb. So záujmom zahraničných investorov rastie aj ich dopyt po subdodávateľoch. Je tým tvorený tlak na kvalitu, rýchlosť a cenu. So vstupom SR do EÚ súvisí aj prístup na nové trhy a využívanie štrukturálnych fondov EÚ.

So vstupom SR do EÚ sa otvoril prístup na vnútorné trhy pre konkurenciu a takisto odliv pracovných síl. Tieto faktory považuje firma za svoje **hrozby**.

### 7.3 Vplyvy na stavebníctvo po vstupe SR do EU

Stavebníctvu venuje Európska únia prostredníctvom Európskej komisie veľkú pozornosť, a to z troch hlavných dôvodov:

1. Sektor je dostatočne veľký a javí sa ako najväčší zamestnávateľ v rámci priemyslu v Európe.

2. Sektor stavebníctva vytvárá dostatok pracovných miest – jedna vytvorená pracovná príležitosť v oblasti stavebníctva zároveň vytvorí dve pracovné príležitosti v inom sektore.
3. Stavebníctvo vplýva na celkovú európsku ekonomiku, pretože vytvára konkurencieschopnosť pre ostatné sektory priemyslu.

Sektor stavebníctva v rámci EÚ dodržiava tri základné dimenzie:

- **sociálnu dimenziu**, ktorá sa týka:
  - zodpovednosti za zdravie, bezpečnosť, motiváciu a schopnosti zamestnancov
  - zodpovednosti za bezpečnosť výrobkov, služieb a ochranu zákazníkov
- **ekologickú dimenziu**, ktorá sa snaží minimalizovať negatívne dopady na životné prostredie
- **ekonomickú dimenziu**, ktorá predstavuje zodpovednosť účastníkov stavebného procesu za kvalitu, produktivitu, efektívnosť a schopnosť stavebného sektora tvoriť hodnoty pre zákazníkov, ktorí sú užívateľmi stavieb a taktiež pre firmy a vlastníkov, ktorí sú zhotoviteľmi

Vstupom SR do EÚ prišlo v rámci odvetvia stavebníctva k niekoľkým významným zmenám:

### ***Harmonizácia***

Odvetvie stavebníctva podlieha európskej legislatíve, ktorá sleduje:

- plnenie technických a bezpečnostných požiadaviek pri stavebnej výrobe
- úspory energie
- ochranu a vplyv na životné prostredie
- bezpečnosť a ochranu zdravia pri práci
- zladenie právnej úpravy pri zadávaní verejných zákaziek

Za účelom zjednotenia základných požiadaviek na stavebné výrobky s cieľom zaistenia ich voľného pohybu v rámci EÚ vznikol európsky predpis smernica Rady 89/106/EHS.

### ***Unifikácia***

EÚ v odvetví stavebníctva rieši iba technické požiadavky na výrobky, ale využívanie stavebných výrobkov v stavbách je podriadené národným stavebným predpisom. Preto EÚ zavá-



dza Eurokódy (jednotné technické pravidlá), ktoré by mali byť používané pri navrhovaní pozemných a inžinierskych stavieb, čím by sa malo zamedziť odlišným pravidlám v tejto oblasti v členských štátoch.

### ***Lobbying***

Vstupom SR do EÚ sa môžu slovenské spoločnosti zapojiť do tvorby práva pomocou lobbyingu, ktorý zahŕňa pripomienky a konzultácie pri tvorbe nových predpisov. EÚ sa totiž snaží zladit' záujmy podnikateľov, ekológov, spotrebiteľov a zamestnancov, a konkurencieschopnosť európskej ekonomiky.

### ***Rast konkurencie***

Odvetvie stavebníctva patrí medzi odvetvia, ktoré sú lokálne a tak sa nemusí obávať nárastu konkurentov. Hlavným problémom v rámci novej konkurencie môžu byť tendre o tuzemské verejné zákazky zo strany zahraničných firiem. Ďalším problémom môže byť, že vstupom SR do EÚ sa vo verejných zákazkách už nebudú uprednostňovať len slovenské podniky. Na jednej strane je to pre ne hrozba, na druhej strane je to výzva, aby sa stále zdokonaľovali v oblasti vzdelávania, nových technológií atď.

### ***Čerpanie finančných prostriedkov z fondov EÚ***

Po vstupe SR do EÚ môžu slovenské podniky pôsobiace v oblasti stavebníctva využiť finančné prostriedky z fondov EÚ. V rokoch 2004-2006 SR čerpala eurofondy v rámci regionálnej politiky v skrátenom programovom období. V rokoch 2007-2013 má SR povolené čerpať z fondov EU 11,3 mld. Eur. V rámci NSRR (Národný strategický referenčný rámec) bolo pre Ministerstvo výstavby a regionálneho rozvoja vyhradených 1 630 mil. Eur.

[33]

## 8 HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU PODĽA TRADIČNÝCH UKAZOVATEĽOV

Spoločnosť VOD-EKO a.s. využíva pre hodnotenie výkonnosti tradičné ukazovatele, ktoré budú predstavené v tejto kapitole.

### 8.1 Absolútne ukazovatele

Pre absolútne ukazovatele sa vychádza z účtovných výkazov. Použijú sa k percentuálnemu rozboru jednotlivých zložiek výkazov, ktorý predstavuje vertikálna analýza, a k analýze vývojových trendov, ktorú predstavuje horizontálna analýza. Pre analýzu majetkovej a finančnej štruktúry podniku bola spravená ako horizontálna, tak aj vertikálna analýza pre roky 2007-2010.

#### 8.1.1 Vertikálna analýza

Pre vyjadrenie percentného podielu jednotlivých zložiek na celkových aktívach a pasívach bola spravená vertikálna analýza, ktorá je súčasťou prílohy P II.

Z hľadiska majetkovej štruktúry spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín je zrejmé, že obežný majetok tvorí prevažnú časť aktív, aj keď v rokoch 2008 a 2009 jeho hodnota poklesla na úkor dlhodobého majetku. V roku 2010 sa však dostáva na svoju pôvodnú hodnotu z roku 2007. V rámci dlhodobého majetku najväčšiu položku predstavuje DHM, z ktorého najväčší nárast v jednotlivých rokoch predstavujú stavby. V rámci sledovania obežného majetku najvyššiu časť predstavujú krátkodobé pohľadávky, najmä pohľadávky z obchodného styku. Tie v rokoch 2007 a 2010 tvorili viac ako polovicu hodnoty obežného majetku.

Z hľadiska finančnej štruktúry spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín predstavujú prevažný podiel na pasívach záväzky, a to najmä krátkodobé záväzky z obchodného styku. Ich hodnota v priebehu sledovaných rokov 2007-2010 postupne klesá na úkor vlastného imania, a spoločnosť sa tak dostáva do situácie, kedy je pomer vlastných a cudzích zdrojov takmer vyrovnaný, čím dodržiava zlaté pravidlo financovania. Za prijateľné sa považujú aj ostatné roky, kedy cudzie zdroje predstavujú väčší podiel na pasívach, pretože cudzí kapitál je obvykle lacnejší než vlastný. Z použitia cudzieho kapitálu ako zdroja financovania plynú výhody, ktorými sú nízka investícia vlastníkov a zvyšovanie výnosnosti vlastného kapitálu, ale

tiež nevýhody, pretože pri zvyšovaní zadlženia a následnom zvyšovaní rentability vlastného kapitálu rastie aj riziko investora, čo vyvolá rast nákladov vlastného kapitálu.

### 8.1.2 Horizontálna analýza

Pre porovnanie zmien jednotlivých položiek v časovej postupnosti bola spravená horizontálna analýza, ktorá je súčasťou prílohy PIII.

V položkách celkových aktív a celkových pasív je patrný postupný pokles ich hodnoty, a pri porovnaní východiskového roku 2007 a konečného roku 2010 predstavuje hodnota pokles až o 22%. Jednotlivé položky v priebehu sledovaných rokov 2007-2010 striedavo klesali a rástli, preto sa zameriame iba na konečné porovnanie rokov 2007 a 2010. V rámci aktív najväčší pokles predstavuje položka časové rozlíšenie, obežný majetok a nakoniec dlhodobý majetok. Z dlhodobého majetku je to najmä dlhodobý finančný majetok a z obežného majetku najväčší pokles zaznamenávajú položky v postupnosti finančné účty, dlhodobé pohľadávky, zásoby a nakoniec krátkodobé pohľadávky. Najväčší nárast predstavujú položky nedokončená výroba a polotovary, a to vo výške 1180% a iné pohľadávky vo výške 2257%.

V rámci pasív v sledovaných rokoch postupne narastala položka vlastné imanie, z ktorého najväčší nárast zaznamenali fondy zo zisku, a to vo výške 35% a VH minulých rokov až vo výške 201%. Naopak najväčší pokles predstavujú položky kapitálových fondov a VH za účtovné obdobie, oboje vo výške 64-66%. Celkové záväzky postupne klesali, aj keď v roku 2010 zaznamenali oproti roku 2009 nárast takmer o 50%, v konečnom dôsledku oproti roku 2007 však vykazujú pokles o 38%. Na tomto poklese sa podpísali najmä krátkodobé záväzky, konkrétne záväzky z obchodného styku a nevyfakturované dodávky, naopak daňové záväzky a ostatné záväzky vykazujú značný nárast, a to v rozmedzí o 243-787%. Takisto bankové úvery a výpomoci a položka časového rozlíšenia predstavujú v roku 2010 oproti roku 2007 pokles, a to vo výške 66-74%. Naopak dlhodobé záväzky z obchodného styku a záväzky zo sociálneho fondu zaznamenali oproti roku 2007 nárast o 50%.

### 8.1.3 Analýza výnosov a nákladov

Výsledky percentuálneho rozboru a analýzy časového vývoja jednotlivých položiek výkazov ziskov a strát v rokoch 2007-2010 sú súčasťou prílohy P V a P VI.

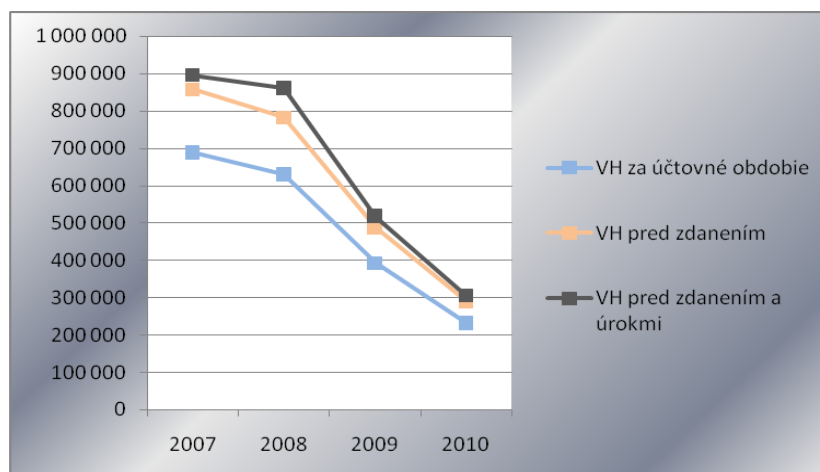
Pri pohľade na percentuálny podiel jednotlivých položiek na výnosoch je zjavné, že najväčšiu hodnotu predstavujú tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb, a to vo všetkých sledovaných rokoch v konštantnej výške 89-94%. Ostatné položky výnosov predstavujú zanedbateľnú čiastku. Z tohto je evidentné, že spoločnosť má výrobný charakter. Pri pohľade na vývojové trendy v oblasti výnosov jednotlivé položky kolíšu. Pri porovnaní východiskového roku 2007 a konečného roku 2010 zaznamenali nárast tržby z predaja tovaru, a to vo výške 60%, tvorba a zúčtovanie OP k pohľadávkam vo výške 39% a najvyšší nárast predstavujú ostatné výnosy z hospodárskej činnosti vo výške 73%. Všetky ostatné položky poklesli, a to vo výške 45-97%. Výroba, ktorá predstavuje najväčšiu výnosovú položku poklesla o 45%, čo zapríčinilo, že celkové výnosy predstavujú len polovicu hodnoty oproti roku 2007.

Pri pohľade na náklady a ich jednotlivé položky je zjavné, že najväčšiu časť výnosov predstavuje výrobná spotreba a osobné náklady. Ostatné položky sú zanedbateľné. Opäť ako pri výnosoch, aj tu je zjavné, že ide o výrobný podnik. Z hľadiska vývojových trendov položiek nákladov je zjavný postupný pokles všetkých položiek, a to najmä v rokoch 2009 a 2010. Pri pohľade na zrovnanie rokov 2007 a 2010 vidíme, že náklady na obstaranie tovaru vzrástol, a spolu s nimi aj položky dane a poplatky, odpisy a OP k DNM a DHM a tiež ostatné náklady na finančnú činnosť. Ostatné položky nákladov poklesli, najmä kurzové straty, a to vo výške 97%. Keďže ide o položku z hľadiska v nej obsiahnutých financií, je zanedbateľná, napriek tomu, že zaznamenala najväčší pokles. Naopak, výrobná spotreba poklesla o 49%, ale keďže v nej je obsiahnutá väčšina nákladov, spôsobila pokles celkových nákladov o 46%.

#### 8.1.4 Analýza vývoja výsledku hospodárenia

(v EUR)	2007	2008	2009	2010
Provozný VH	870 363	791 501	514 945	314 633
Finančný VH	-13 167	-9 702	-28 575	-25 484
Mimoriadny VH	0	0	0	0
<b>VH za účtovné obdobie</b>	<b>688 776</b>	<b>629 004</b>	<b>391 681</b>	<b>231 157</b>
VH pred zdanením	857 196	781 799	486 370	289 149
VH pred zdanením a úrokmi	895 663	861 218	518 164	305 442
Nákladové úroky	38 467	79 419	31 794	16 293

Tab. 6. Vývoj hospodárskeho výsledku [Vlastné spracovanie]

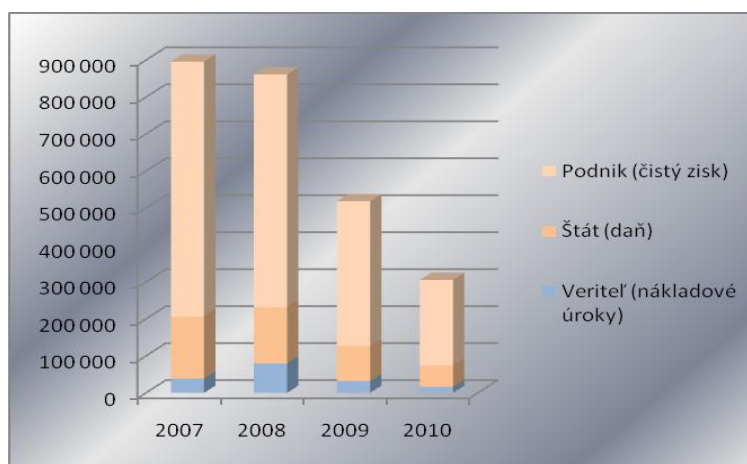


Obr. 5. VH za účtovné obdobie v rokoch 2007-2010 [Vlastné spracovanie]

V predchádzajúcej tabuľke je uvedený prehľad vývoja výsledku hospodárenia a jeho častí. V predchádzajúcom grafe môžeme vidieť, že výsledok hospodárenia v rokoch 2007-2010 kontinuálne klesá. V roku 2010 sa dostáva na hodnotu jednej tretiny oproti východiskovému roku 2007. S poklesom VH klesá aj daň.

(v EUR)	2007	2008	2009	2010
<b>EBIT</b>	<b>895 663</b>	<b>861 218</b>	<b>518 164</b>	<b>305 442</b>
Veriteľ (nákladové úroky)	38 467	79 419	31 794	16 293
Štát (daň)	168 420	152 795	94 689	57 992
Podnik (čistý zisk)	688 776	629 004	391 681	231 157

Tab. 7. Delenie hospodárskeho výsledku pred úrokmi a zdanením [Vlastné spracovanie]



Obr. 6. Delenie hospodárskeho výsledku pred úrokmi a zdanením [Vlastné spracovanie]

Z tabuľky 7 a obrázku 5 môžeme sledovať štruktúru hospodárskeho výsledku pred zdane-  
ním a úrokmi. Najväčší podiel ostáva v podniku, a to vo forme čistého zisku. Ten  
v sledovaných rokoch klesá, a to z dôvodu celkového poklesu výsledku hospodárenia.  
Z toho sa odvíja aj daň, ktorá v roku 2010 predstavuje zo všetkých rokov najmenšiu polož-  
ku, a to práve najnižšie dosiahnutým ziskom. Podiel pre veriteľov vo forme úrokov  
v jednotlivých rokoch kolíše, no predstavuje zanedbateľnú čiastku oproti ostatným polož-  
kám výsledku hospodárenia.

### 8.1.5 Analýza cash flow

v EUR	2007	2008	2009	2010
Stav peňažných prostriedkov a peňažných ekvivalentov na začiatku účtovného obdobia	401 726	1 508 895	1 099 879	1 061 566
Čistý peňažný tok z prevádzkovej činnosti	362 042	1 106 847	408 719	170 873
Čistý peňažný tok z investičnej činnosti	-500 364	256 713	256 360	158 658
Čistý peňažný tok z finančnej činnosti	1 261 304	-1 740 460	-703 333	-512 080
<b>Čisté zníženie(zvýšenie) peňažných pro- striedkov</b>	<b>1 107 169</b>	<b>-409 016</b>	<b>-38 313</b>	<b>-183 098</b>
Stav peňažných prostriedkov a peňažných ekvivalentov na konci obdobia	1 508 895	1 099 879	1 061 566	878 468

Tab. 8. Vývoj cash flow [Vlastné spracovanie]

V predchádzajúcej tabuľke je znázornená skrátená podoba výkazu peňažných tokov a ich členenie podľa činnosti prevádzkovej, investičnej a finančnej. Je viditeľné, že čistý peňažný tok z prevádzkovej činnosti je každoročne kladný, to znamená, že príjmy z tejto činnosti prevýšili náklady, čo je hlavnou funkciou spoločnosti. Môžeme však vidieť, že jeho hodnota v priebehu rokov klesá, a firma by mala prijať opatrenia na zvyšovanie svojich tržieb a príjmov. CF z investičnej činnosti je záporné len v roku 2007, kedy bola firma investične aktívna. V ďalších rokoch sa prejavil vplyv svetovej hospodárskej krízy a spoločnosť nemala toľko zákaziek ako v predchádzajúcich rokoch, čo sa prejavilo na VH z investičnej činnosti. CF z finančnej činnosti je od roku 2008 trvale záporné. Pri porovnaní stavu peňažných prostriedkov na začiatku a na konci účtovného obdobia, firma v roku 2007 dosiahla zvýšenie týchto prostriedkov a od roku 2008 dosahuje každoročne zníženie peňažných prostriedkov. Napriek tomu stále má dostatok pohotových likvidných prostriedkov.

## 8.2 Rozdielové ukazovatele

### 8.2.1 Čistý pracovný kapitál

Nasledujúca tabuľka poukazuje na hodnotu ČPK v rokoch 2007-2010 v EUR:

v EUR	2007	2008	2009	2010
Krátkodobé cudzie zdroje	7 618 193	4 578 683	2 818 811	5 054 805
Obežný majetok	11 005 794	6 577 537	5 877 659	8 576 086
<b>Čistý pracovný kapitál</b>	<b>3 387 601</b>	<b>1 998 854</b>	<b>3 058 848</b>	<b>3 521 281</b>

Tab. 9. ČPK spoločnosti [vlastné spracovanie podľa 21]

Vývoj ČPK je vo všetkých sledovaných rokoch pozitívny, hodnota obežného majetku preyšuje hodnotu krátkodobých záväzkov, ktoré sú týmto majetkom splácané. Znamená to, že firma je likvidná, má dostatočné finančné zdroje aj na pokrytie neočakávaných záväzkov. Môžeme povedať, že ukazovateľ ČPK vypovedá o pozitívnej platobnej schopnosti spoločnosti. V roku 2008 hodnota ČPK výrazne poklesla, čo však nie je negatívny jav, pretože príliš vysoký ČPK poukazuje na zbytočnosť držania finančných prostriedkov a ich nezhodnocovania. Okrem toho, tento pokles je len dočasný, pretože v roku 2009 sa opäť dostáva na svoju pôvodnú úroveň, a tú si udrží aj v nasledujúcom roku.

## 8.3 Pomerové ukazovatele

V rámci pomerových ukazovateľov boli použité ukazovatele zadlženosti, likvidity, rentability a aktivity.

### 8.3.1 Analýza zadlženosti

	2007	2008	2009	2010
<b>Celková zadlženosť</b>	65,48%	51,93%	42,57%	52,17%
<b>Miera zadlženosti</b>	2,10	1,24	0,80	1,13
<b>Dlhodobé cudzie zdroje/Cudzie zdroje</b>	19,01%	16,63%	22,98%	11,70%
<b>Dlhodobé cudzie zdroje/Dlhodobý kapitál</b>	28,57%	17,05%	15,55%	11,64%
<b>Vlastný kapitál/Dlhodobý majetok</b>	1,31	1,28	1,51	1,76
<b>Dlhodobé zdroje/Dlhodobý majetok</b>	1,84	1,54	1,79	1,99
<b>Ukazovateľ úrokového krytia</b>	23,28	10,84	16,30	18,75

Tab. 10. Ukazovatele zadlženosti spoločnosti [Vlastné spracovanie]

Analyzovaná firma vykazuje v rokoch 2008-2010 primeranú hodnotu celkovej zadlženosti, ktorá sa pohybuje v rozmedzí 42-52%. Miera zadlženosti sa v roku 2007 vymyká z doporu-

čenej hodnoty, ktorá by mala byť v pomere cudzie zdroje : vlastný kapitál = 1:1. V nasledujúcich rokoch výška cudzích zdrojov klesla a tak firma dodržiava zlaté pravidlo financovania, ktoré hovorí o rovnakom pomere cudzích a vlastných zdrojov. Výška ukazovateľa úrokového krytia sa vo všetkých sledovaných rokoch nachádza vysoko nad doporučenou hodnotou, čo znamená, že podnik má dostatok finančných prostriedkov na krytie svojich dlhov. Napr. v roku 2010 sa môže prevádzkový zisk 18,75-krát znížiť, a v tomto bode spoločnosť zaplatí všetky svoje dlhy a jej čistý zisk bude rovný nule. Ďalej môžeme vidieť, že podnik používa časť vlastného kapitálu aj na krytie obežných aktív, ako ukazuje pomer vlastný kapitál/dlhodobý majetok, ktorého hodnota je vyššia ako 1. To, že časť krátkodobého majetku je krytá dlhodobými zdrojmi potvrdzuje pomer dlhodobé zdroje/dlhodobý majetok, ktorého hodnota je rovnako vyššia ako 1.

### 8.3.2 Analýza likvidity

	2007	2008	2009	2010	Doporučené hodnoty MPO
<b>Bežná likvidita</b>	1,44	1,44	2,09	1,70	1,5-2
<b>Pohotovú likvidita</b>	1,31	1,32	1,83	1,55	1-1,5
<b>Hotovostná likvidita</b>	0,20	0,24	0,38	0,17	0,2-0,5
<b>ČPK/OA</b>	31%	30%	52%	41%	30-50%

Tab. 11. Ukazovatele likvidity [Vlastné spracovanie]

V rokoch 2007 a 2008 sa hodnoty bežnej likvidity nachádzajú pod doporučenou hodnotou MPO, nie však výrazne. V roku 2009 sa táto hodnota zvyšuje, dostáva sa dokonca nad doporučenú hodnotu, čo je dané najmä tým, že krátkodobé cudzie zdroje klesli výraznejšie než obežný majetok. V roku 2010 hodnota bežnej likvidity klesla a nachádza sa v doporučenom intervale. Tento stav spôsobil rýchlejší nárast krátkodobých cudzích zdrojov oproti obežnému majetku.

Pri porovnaní výsledkov pohotovej likvidity môžeme vidieť, že doporučené hodnoty dosahuje len v rokoch 2007 a 2008. V roku 2009 ukazovateľ presahuje doporučenú hodnotu. Napriek tomu, že v roku 2010 hodnota klesla, stále sa nedostala do intervalu doporučených hodnôt. Pre firmu to znamená, že drží príliš veľa financií na účtoch, kde sa nezhodnocujú. Mala by ich presunúť do formy neobežného majetku, ktorý by priniesol vyššie výnosy.



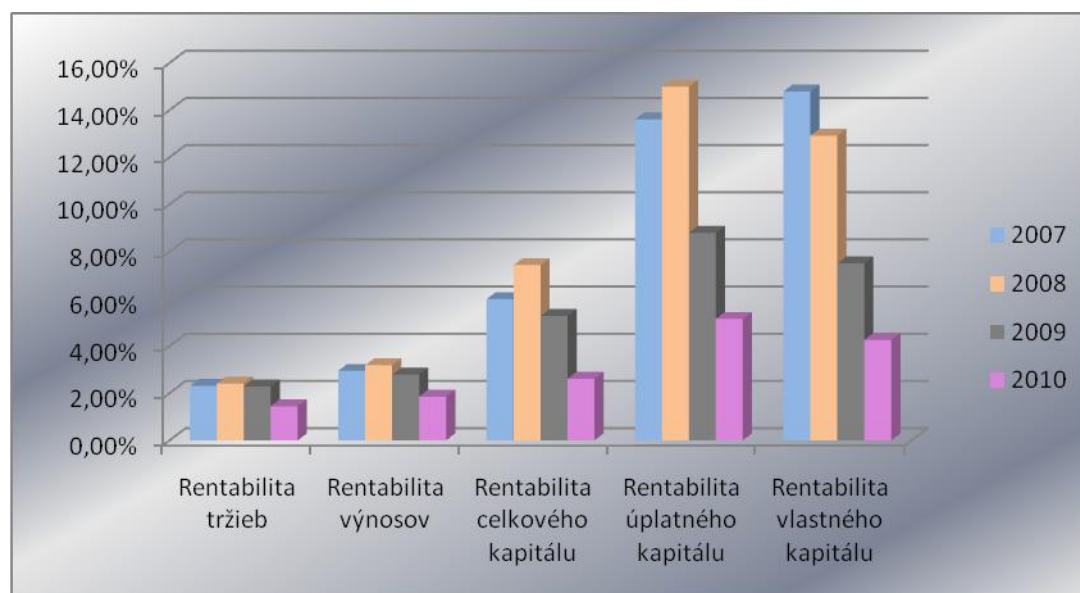
Hotovostná likvidita vykazuje vo všetkých sledovaných rokoch primeranú hodnotu, s výnimkou roku 2010, kedy jej hodnota mierne klesla, čo spôsobil prudkejší pokles finančných účtov a rýchlejší nárast krátkodobých cudzích zdrojov.

Podiel ČPK na obežných aktívach sa vo všetkých sledovaných rokoch nachádza v doporučenom intervale. Aj keď v rokoch 2007 a 2008 sa nachádzal na hranici tohto intervalu, jeho hodnota v roku 2009 vzrástla až na úroveň 52%, čím sa dostal až nad hranicu intervalu. Tento nárast je daný znížením krátkodobých záväzkov. Tie však roku 2010 výrazne vzrástli, čím sa podiel ČPK na obežných aktívach znížil, nie však pod hranicu doporučenej hodnoty.

### 8.3.3 Analýza rentability

	2007	2008	2009	2010
<b>Rentabilita tržieb</b>	2,31%	2,40%	2,28%	1,44%
<b>Rentabilita výnosov</b>	2,94%	3,19%	2,78%	1,85%
<b>Rentabilita celkového kapitálu</b>	5,99%	7,43%	5,27%	2,60%
<b>Rentabilita úplatného kapitálu</b>	13,61%	14,99%	8,80%	5,14%
<b>Rentabilita vlastného kapitálu</b>	14,79%	12,91%	7,50%	4,25%

Tab. 12. Ukazovatele rentability [Vlastné spracovanie]



Obr. 7. Vybrané ukazovatele rentability [Vlastné spracovanie]

Ukazovatele rentability ukazujú, že spoločnosť je vo všetkých sledovaných rokoch zisková. V roku 2010 klesla hodnota rentability tržieb aj rentability výnosov, čo je spôsobené najmä

poklesom zisku spoločnosti. Rentabilita celkového, úplatného aj vlastného kapitálu má v jednotlivých rokoch klesajúcu tendenciu. Z pohľadu rentability vlastného kapitálu sa vlastníkom čím ďalej, tým menej oplatí investovať svoj kapitál do spoločnosti. Tento výsledok je spôsobený poklesom zisku a miernym nárastom vlastného imania spoločnosti. Zisk v podniku klesal najmä v dôsledku svetovej hospodárskej krízy, keď firma nedostávala veľa zákaziek. V roku 2010 všetky ukazovatele rentability dosahujú kritických hodnôt a spoločnosť by mala zvážiť možnosti navýšenia jej zisku. Z analýzy odvetvia, ktorá bola uvedená v kapitole 7. Nastáva od roku 2010 pozitívny obrat v stavebnej produkcii, kedy sa dostáva na úroveň pred krízy. V nasledujúcich rokoch by už firma mala produkovať vyšší zisk a ukazovatele rentability by mali vykazovať pozitívny vývoj.

	2007	2008	2009	2010
<b>EBT/EBIT</b>	0,96	0,91	0,94	0,95
<b>A/VK</b>	3,21	2,38	1,88	2,16
<b>Multiplikátor</b>	<b>3,07</b>	<b>2,16</b>	<b>1,77</b>	<b>2,04</b>

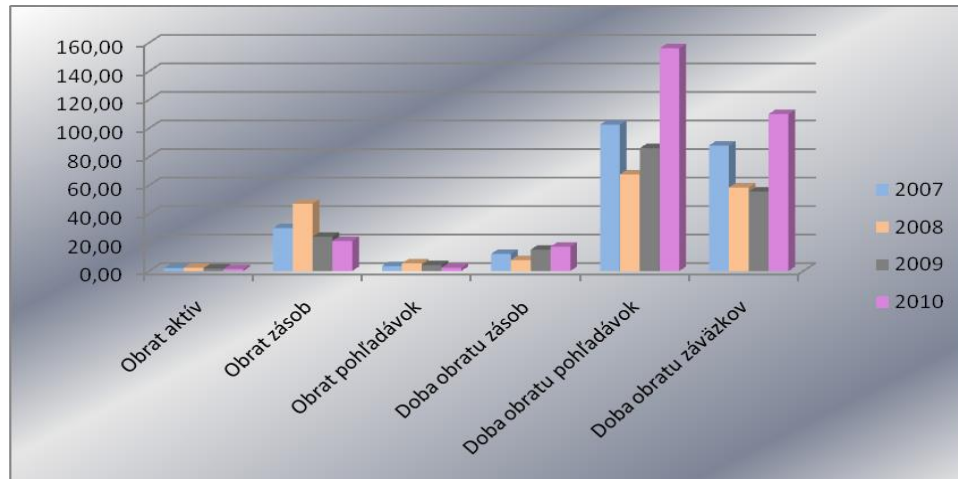
Tab. 13. Multiplikátor vlastného kapitálu [Vlastné spracovanie]

Po dosadení do vzorca  $\frac{EBT}{EBIT} * \frac{A}{VK} > 1$  vidíme, že nerovnica platí. To znamená, že zvyšovanie podielu cudzích zdrojov v kapitálovej štruktúre má pozitívny vplyv na rentabilitu vlastného kapitálu akcionárov.

#### 8.3.4 Analýza aktivity

	2007	2008	2009	2010
<b>Obrat aktív</b>	2,00	2,26	1,75	1,36
<b>Obrat zásob</b>	30,03	47,15	24,07	21,06
<b>Obrat pohľadávok</b>	3,51	5,32	4,18	2,31
<b>Doba obratu zásob</b>	11,99	7,64	14,96	17,10
<b>Doba obratu pohľadávok</b>	102,51	67,71	86,09	156,11
<b>Doba obratu záväzkov</b>	87,98	58,56	55,63	109,98

Tab. 14. Ukazovatele aktivity [Vlastné spracovanie]



Obr. 8. Vybrané ukazovatele aktivity [Vlastné spracovanie]

Ukazovateľ obratu aktív vykazuje vo všetkých sledovaných rokoch hodnotu vyššiu ako 1, ktorá predstavuje hraničnú hodnotu. Pre podnik je to teda pozitívny jav. Negatívne však je, že hodnota tohto ukazovateľa od roku 2009 klesá, čo je dané výrazným poklesom tržieb. Zjednodušene sa dá povedať, že jedno Euro vložené do majetku v roku 2007 zarobí 2 Eurá a v roku 2010 už len 1,36 Eur.

Obrat zásob hovorí, že v priebehu roku 2008 sa zásoby obrátia 47,15-krát, v roku 2010 je to už len 21,06-krát. Znamená to, že firma drží množstvo nadbytočných zásob, ktoré jej prinášajú nižšie výnosy. V prípade spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín je dôvod nízkej hodnoty ukazovateľa v celkovom znížení hodnoty tržieb.

Doba obratu zásob je najkratšia v roku 2008 a najdlhšia v roku 2010. Kým v roku 2008 doba potrebná na prechod peňazí cez výrobnú formu späť do peňažnej podoby bola 7,64 dní, v roku 2010 je to až 17,10 dní. Tento ukazovateľ nám potvrdzuje ukazovateľ obratu zásob, kedy sa v roku 2008 zásoby „točili“ rýchlejšia ako v roku 2010.

Doba obratu pohľadávok je najnižšia v roku 2008 a najvyššia v roku 2010. V roku 2010 je kapitál viazaný vo forme pohľadávok takmer polovicu roka. Pre podnik to môže znamenať nedostatok finančných zdrojov a potrebu ďalších úverov, ktoré jej prinesú náklad.

Ukazovateľ doby splatnosti záväzkov je najvyšší v roku 2010. Ani v jednom roku však nedosahuje hodnoty doby obratu pohľadávok. Firma teda musí platiť rýchlejšie, než jej je platené.

## 8.4 Súhrnné ukazovatele

### 8.4.1 Altmanov model (Z-skóre)

Zo súhrnných ukazovateľov som zvolila Altmanov model, pretože spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín ho využíva k meraniu výkonnosti.

	2007	2008	2009	2010
0,717 * ČPK/A	0,162	0,124	0,223	0,215
0,847 * ČZ/A	0,039	0,046	0,034	0,017
3,107 * EBIT/A	0,186	0,231	0,164	0,081
0,420 * VK/Cudzíe zdroje	0,200	0,340	0,524	0,373
0,998 * T/A	1,992	2,253	1,742	1,362
<b>Z-Skóre</b>	<b>2,579</b>	<b>2,994</b>	<b>2,687</b>	<b>2,048</b>

Tab. 15. Altmanovo Z-skóre [Vlastné spracovanie]

Vo všetkých sledovaných rokoch sa hodnota Z-skóre nachádza v intervale 1,81 až 2,99, čo pre podnik znamená, že má nevyhranenú finančnú situáciu. Hodnota Z sa nenachádza pod spodnou hranicou, takže firma nemá výrazné finančné problémy. Môžeme však sledovať, že jeho hodnota v priebehu rokov klesá. Je to dané vysokou hodnotou aktív, ktoré neprinášajú spoločnosti efekt v podobe vyšších tržieb a vyššieho zisku.

## 9 HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCOU EKONOMICKEJ PRIDANEJ HODNOTY (EVA)

V tejto kapitole je zhodnotená výkonnosť spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín pomocou ukazovateľa EVA, ktorý predstavuje moderný spôsob merania výkonnosti podniku založeného na maximalizácii hodnoty podniku. Na rozdiel od iných moderných ukazovateľov ovplyvňuje hospodárenie podniku na všetkých úrovniach. Zavedením správnych meradiel výkonnosti a motiváciou pracovníkov ich zapojením do tvorby hodnoty je možné dosiahnuť zvyšovanie výkonnosti podniku. Tento prístup sa nedá využiť pri iných moderných ukazovateľoch, ktoré vychádzajú z výkonov v rámci celého podniku. Ďalšie ukazovatele ako CFROI, DCF a SVA slúžia skôr pre rozhodovanie o budúcich investíciách, preto nie sú pre riadenie výkonnosti vhodné tak, ako EVA. Ukazovateľ EVA je založený na ekonomickom modeli, preto bude potrebné upraviť účtovné údaje na údaje zodpovedajúce ekonomickej realite podniku. Pri výpočte sa bude vychádzať zo vzťahu  $EVA = NOPAT - WACC * C$  (NOA). Pre porovnanie je uvedený aj účtovný model výpočtu EVA, ktorý používa Ministerstvo priemyslu a obchodu.

### 9.1 Vymedzenie čistých operatívnych aktív (NOA)

Pri vymedzení NOA je potrebné postupovať v nasledujúcich krokoch:

1. Aktivovať položky, ktoré nie sú v rozvahe zahrnuté
2. Vylúčiť neoperatívne aktíva
3. Znížiť aktíva o neúročený cudzi kapitál

#### *1. Aktivácia položiek nezahrnutých v rozvahe*

Do hodnoty aktív treba započítať položky, ktoré sa v rozvahe nenachádzajú, ale podnik ich využíva k svojej hlavnej podnikateľskej činnosti.

- **Leasing**

Spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín obstaráva formou leasingu iba automobily, a to od roku 2008. Spoločnosť využíva leasingové spoločnosti VB LEASING SK, s.r.o. a Caterpillar Financial Services ČR, s.r.o. Údaje k leasingu sú súčasťou prílohy P VII. Aktivácia leasingu prebieha formou prevedenia leasingových splátok na súčasnú

hodnotu za pomoci diskontnej miery, ktorá je stanovená pomocou alternatívneho spôsobu založeného na tržných dátach. Výsledky diskontnej miery sú uvedené v tabuľke 33. Pre výpočet súčasnej hodnoty budúcich leasingových splátok bola odhadnutá diskontná miera na ďalšie obdobie na základe vývoja minulých rokov vo výške 5%. Spoločnosť rozlišuje krátkodobé a dlhodobé platby, preto sa aktivácia leasingu premietne do dlhodobého aj obežného majetku a dlhodobých a krátkodobých záväzkov. V tabuľke 16 sú zhrnuté výsledky aktivácie leasingu v rokoch 2009-2011 a v tabuľkách 16, 17, 18 je zobrazený výpočet aktivácie leasingu za použitia prepočtu leasingových splátok na súčasnú hodnotu v rokoch 2008-2010.

v EUR	2008		2009		2010	
	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.
<b>Aktivácia leasingu</b>	226 569	186 889	140 772	45 987	45 709	143

Tab. 16. Súčasná hodnota leasingových splátok s ich členením na krátkodobé a dlhodobé [Vlastné spracovanie]

v EUR	2009		2010		2011		Celkom	
	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.
<b>Budúce leasingové splátky</b>	97 126	150 246	102 102	48 144	47 994	150		
<b>SH leasingových splátok</b>	92 501	143 091	92 610	43 668	41 459	130	<b>226 569</b>	<b>186 889</b>

Tab. 17. Výpočet SH leasingových splátok v roku 2008 [Vlastné spracovanie]

v EUR	2 010		2 011		Celkom	
	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.
<b>Budúce leasingové splátky</b>	102 102	48 144	47 994	150		
<b>SH leasingových splátok</b>	97 240	45 851	43 532	136	<b>140 772</b>	<b>45 987</b>

Tab. 18. Výpočet SH leasingových splátok v roku 2009 [Vlastné spracovanie]

v EUR	2 011		Celkom	
	Krátk.	Dlhod.	Krátk.	Dlhod.
<b>Budúce leasingové splátky</b>	47 994	150		
<b>SH leasingových splátok</b>	45 709	143	<b>45 709</b>	<b>143</b>

Tab. 19. Výpočet SH leasingových splátok v roku 2010 [Vlastné spracovanie]

- **Oceňovacie rozdiely u pohľadávok, u zásob, u dlhodobého majetku**

Dlhodobý hmotný, nehmotný aj finančný majetok spoločnosti je v účtovníctve oceňovaný obstarávacou cenou. Mal by byť precenený na reprodukčné ceny znížené

o reálne opotrebenie. V prípade spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín nebol zistený žiaden oceňovací rozdiel, preto sa aktíva nebudú v rámci oceňovacích rozdielov upravovať.

- **Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami**

Dôležitou položkou sú náklady na výskum a vývoj. Keďže sa spoločnosť nezaobráva výskumom a vývojom, aktivácia v tejto oblasti sa neuskutoční. Spoločnosť nevyňala ani žiadne iné výdaje, ktoré by mali dlhodobé účinky.

- **Goodwill**

Hodnota goodwillu nebola v spoločnosti zaznamenaná, preto aktivácia neprebehne.

## 2. *Vylúčenie neoperatívnych aktív*

Pre výpočet NOA je nutné zvážiť, ktoré aktíva nemajú operatívny charakter a nepodieľajú sa na hlavnej podnikateľskej činnosti. Ostatné položky sa musia z aktív vylúčiť. Medzi tieto položky patria:

- **Krátkodobé cenné papiere a podiely**

Spoločnosť nedisponuje žiadnymi krátkodobými cennými papiermi a podielmi, preto aktivácia neprebehne.

- **Peňažné prostriedky**

Pri analýze likvidity je vidieť, že hotovostná likvidita sa pohybuje na spodnej hranici hodnoty doporučenej podľa MPO, preto sa žiadne peňažné prostriedky nebudú vylučovať. Po konzultácii v spoločnosti mi bolo potvrdené, že celé množstvo peňažných prostriedkov sa využíva k hlavnej podnikateľskej činnosti.

- **Dlhodobý finančný majetok**

Hodnota DFM bude od NOA odpočítaná v plnej výške, pretože investície majú portfóliový charakter. Jedná sa o akcie v spoločnosti Agrokombinát a.s., Veľké Bierovce. V nasledujúcej tabuľke sú hodnoty DFM spoločnosti, ktoré budú vyčlenené.

v EUR	2007	2008	2009	2010
DFM	72 695	43 617	24 747	24 747

Tab. 20. Hodnota dlhodobého finančného majetku [Vlastné spracovanie]

- **Nedokončené investície**

Tento majetok je prevádzkovo nutný, ale nepodieľa sa na tvorbe súčasných výsledkov hospodárenia. Je nutné túto položku aktív odčítať.

v EUR	2007	2008	2009	2010
<b>Obstarávaný DHM</b>	492 840	4 063	4 063	4 063

Tab. 21. Hodnota nedokončených investícií [Vlastné spracovanie]

- **Iné aktíva**

Firma nedisponuje žiadnymi aktívami, ktoré by boli pre jej podnikanie zbytočné, všetky položky aktív používa k hlavnej podnikateľskej činnosti.

### 3. Zníženie aktív o neúročený cudzí kapitál

Aktíva je potrebné znížiť o neúročené cudzie zdroje, pretože pri výpočte EVA sa NOA násobia nákladmi na kapitál. Keďže neúročený cudzí kapitál nenesie žiadne náklady kapitálu, musí byť vylúčený. Položky pasív, o ktoré sa aktíva znížia sú uvedené v nasledujúcej tabuľke.

v EUR	2007	2008	2009	2010
<b>Rezervy</b>	315 694	440 130	403 419	346 103
<b>Dlhodobé záväzky</b>	258 050	447 704	460 225	381 692
<b>Krátkodobé záväzky</b>	7 297 274	4 257 764	2 651 687	4 887 681
<b>Časové rozlíšenie</b>	508 157	702 042	423 662	173 425
<b>Neúročený cudzí kapitál celkom</b>	<b>8 379 175</b>	<b>5 847 640</b>	<b>3 938 993</b>	<b>5 788 901</b>

Tab. 22. Hodnota neúročených cudzích zdrojov [Vlastné spracovanie]

Po vykonaní úprav pre účely vymedzenia čistých operatívnych aktív vzniká nová majetková štruktúra spoločnosti, ktorá je znázornená v tabuľke 23.

Dlhodobý majetok je znížený o dlhodobý finančný majetok a obstarávaný DHM a súčasne je zvýšený o hodnotu dlhodobého leasingu. O hodnotu leasingu je zvýšený aj obežný majetok, pretože spoločnosť rozdeľuje platby leasingu na dlhodobú a krátkodobú zložku. Ďalej boli vyčlenené neúročené cudzie zdroje.



v EUR	2007	2008	2009	2010
<b>Dlhodobý majetok</b>	2 976 920	3 953 238	3 473 464	3 061 014
DNM	7 662	752	10 515	7 815
DHM	2 969 258	3 952 486	3 462 949	3 053 199
DFM	0	0	0	0
<b>ČPK</b>	3 040 058	2 157 373	2 574 037	2 893 002
Zásoby	994 383	555 153	712 901	759 877
Pohľadávky	8 502 516	4 922 505	4 103 192	6 937 741
Krátkodobý finančný majetok	1 508 895	1 099 879	1 061 566	878 468
Aktivácia krátkodobého leasingu	0	226 569	140 772	45 709
Časové rozlíšenie	413 439	1 200 907	494 599	60 108
(-) neúročený cudzí kapitál	8 379 175	5 847 640	3 938 993	5 788 901
<b>NOA</b>	<b>6 016 978</b>	<b>6 110 612</b>	<b>6 047 501</b>	<b>5 954 015</b>

Tab. 23. Vymedzenie NOA (aktívnej časti rozvahy) [Vlastné spracovanie]

## 9.2 Vymedzenie NOPAT

Pri vymedzení NOPAT sa vychádza zo zásady dodržania symetrie medzi NOA a NOPAT. Pre výpočet NOPAT spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín sa bude vychádzať z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením, a tento výsledok hospodárenia sa bude nasledovne upravovať:

### a. Vylúčenie platených úrokov

Z finančných nákladov je potrebné vylúčiť nákladové úroky z úverov a implicitné úroky obsiahnuté v leasingových platbách, a to ich pričítaním k výsledku hospodárenia. Pri úveroch sa vychádza priamo z nákladových úrokov nachádzajúcich sa vo výkaze ziskov a strát. Implicitné úroky z leasingu sa vypočítajú pomocou odhadnutej alternatívnej úrokovej miery z tabuľky 33 a výškou leasingových záväzkov k začiatku daného obdobia.

	2007	2008	2009	2010
Nákladové úroky- úvery	38 467	79 419	31 794	16 293
Nákladové úroky- leasing	0	0	25 510	8 871

Tab. 24. Vývoj nákladových úrokov [Vlastné spracovanie]

### b. Vylúčenie mimoriadnych položiek

Z výsledku hospodárenia je treba vylúčiť položky, ktoré sa už nebudú opakovať. V prípade spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín sa jedná o vylúčenie výsledku hospo-

dárenia z predaja dlhodobého majetku, ktorý dostaneme ako rozdiel tržieb z jeho predaja a jeho zostatkovej ceny. Hodnota výsledku hospodárenia z predaja DM v jednotlivých rokoch je uvedená v nasledujúcej tabuľke.

v EUR	2007	2008	2009	2010
VH - predaj dlhodobého majetku	204 367	358 193	91 738	73 347

Tab. 25. Vývoj VH z predaja dlhodobého majetku [Vlastné spracovanie]

#### c. Započítanie vplyvu zmien vlastného kapitálu

Do NOPAT je potrebné započítať vplyv zmien vlastného kapitálu ako dôsledok výpočtu NOA. Jedná sa o vplyv aktivácie, vylúčenie neoperatívnych aktív, výnosy z DFM, ktorý bol v rámci výpočtu NOA vyčlenený, atď. V prípade spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín však tento majetok výnosy neprinášal, preto neprebehne žiadna úprava.

#### d. Úprava daní

Pri výpočte je dôležité brať ohľad aj na úpravu daní. Je potrebné zistiť upravenú daň, ktorá by mala byť platená z operatívneho výsledku hospodárenia. Táto daň je teoretická. Tú zistíme tak, že splatná daň pre daný rok sa zvýši alebo zníži o daňovú povinnosť alebo o daňové úspory z nákladov, o ktoré sa upravený výsledok hospodárenia NOPAT líši od výsledku hospodárenia vo výkaze ziskov a strát. Tento rozdiel sa vynásobí daňovou sadzbou platnou v danom roku a získa sa tak dodatočná daň. Odčítaním pôvodnej a dodatočnej dane od upraveného výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením získame NOPAT.

v EUR	2007	2008	2009	2010
VH z bežnej činnosti pred zdanením- pôvodný	857 196	781 799	486 370	289 149
VH z bežnej činnosti pred zdanením- po úpravách	691 296	503 025	451 936	240 966
Rozdiel (VH pôvodný - VH po úpravách)	-165 900	-278 774	-34 434	-48 183
Pôvodne platená daň	168 420	152 795	94 689	57 992
Dodatočne vypočítaná daň	-31 521	-52 967	-6 542	-9 155
<b>NOPAT</b>	<b>554 397</b>	<b>403 197</b>	<b>363 790</b>	<b>192 129</b>

Tab. 26. Vymedzenie NOPAT [Vlastné spracovanie]

Predchádzajúca tabuľka zobrazuje výpočet čistého operatívneho zisku NOPAT. V prvom riadku je VH z bežnej činnosti pred zdanením. Ten sa upraví pričítaním nákladových úrokov z úverov a leasingu, a odčítaním VH z predaja dlhodobého majetku. Rozdiel medzi VH pô-

vodným a VH upraveným vynásobíme sadzbou dane z príjmu platnou v danom období, ktorá je pre všetky sledované roky 19%. Takto získanú dodatočnú daň spolu s pôvodnou daňou odčítame od upraveného VH pred zdanením a získame NOPAT.

Súčasne s úpravou majetkovej štruktúry je potrebné upraviť aj kapitálovú štruktúru, ktorá má vplyv na výpočet WACC a ktorej úprava je znázornená v nasledujúcej tabuľke.

v EUR	2007	2008	2009	2010
<b>Vlastný kapitál</b>	<b>4 091 731</b>	<b>4 823 091</b>	<b>5 192 252</b>	<b>5 406 798</b>
Základné imanie	1 830 910	1 830 910	1 830 694	1 830 694
Kapitálové fondy	74 490	45 412	26 758	26 758
Fondy zo zisku	1 723 824	2 026 179	2 192 149	2 324 929
VH minulých rokov	339 266	339 266	779 780	1 022 070
VH za účtovné obdobie po zdanení	688 776	629 004	391 681	231 157
Ekvivalenty VK	-565 535	-47 680	-28 810	-28 810
<b>Cudzí zdroje</b>	<b>1 925 247</b>	<b>1 287 521</b>	<b>855 249</b>	<b>547 217</b>
Bankové úvery a výpomoci	1 925 247	874 062	668 490	501 366
Krátkodobý leasing	0	226 569	140 772	45 709
Dlhodobý leasing	0	186 889	45 987	143
<b>Kapitál celkom</b>	<b>6 016 978</b>	<b>6 110 612</b>	<b>6 047 501</b>	<b>5 954 015</b>

Tab. 27. Vymedzenie C (pasívnej časti rozvahy) [Vlastné spracovanie]

Pri úprave pasívnej časti rozvahy boli v cudzích zdrojoch ponechané iba bankové úvery a výpomoci. Všetky ostatné položky (v NOA neúročený cudzí kapitál) boli vylúčené. Naopak pribudli krátkodobého a dlhodobého záväzky z leasingu, ktorý bol do rozvahy aktivovaný. V rámci vlastného imania nebudla žiadna položka, ale pribudla položka ekvivalenty VK, ktorá slúži k vyrovnaní aktív a pasív.

### 9.3 Výpočet nákladov na kapitál (WACC)

Po vymedzení NOA a NOPAT ako upravenej kapitálovej štruktúry a upraveného výsledku hospodárenia je potrebné stanoviť vážené priemerné náklady na kapitál, a jednotlivým druhom kapitálu priradiť súvisiace náklady.

#### 9.3.1 Stanovenie nákladov na cudzí kapitál

Spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín využíva pre dlhodobé financovanie úvery a leasing, z ktorých plynú náklady.

### 1. Bankový úver

Existuje niekoľko metód pre vymedzenie nákladov na bankový úver.

Najjednoduchší a najpresnejší spôsob ich vymedzenia je, pokiaľ je známa úroková sadzba jednotlivých bankových úverov. Spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín disponuje revolvingovým, kontokorentným a investičným úverom. Úrokovú sadzbu z úveru som vypočítala váženým aritmetickým priemerom jednotlivých úverov, pričom každej úrokovej sadzbe bola pridelená váha 1.

	2007	2008	2009	2010
VÚB revolvingový úver	5,01%	5,03%		
VÚB kontokorentný úver		0,80%	1,30%	2,31%
VÚB termínovaný úver			1,56%	
VÚB investičný úver				1,90%
<b>Úroková sadzba z úveru</b>	<b>5,01%</b>	<b>2,92%</b>	<b>1,43%</b>	<b>2,11%</b>

Tab. 28. Náklady na bankové úvery – skutočné [Vlastné spracovanie]

Ďalšou možnosťou je, keď sa úroková sadzba odvodí od úrokovej sadzby PRIBOR, ku ktorej je pričítaná riziková prirážka. Tú si spoločnosť na základe svojej finančnej stability a zadlženosti stanovila vo výške 1,50 %. Nasledujúca tabuľka zobrazuje výpočet úrokovej sadzby z úveru za použitia sadzby PRIBOR a rizikovej prirážky.

	2007	2008	2009	2010
PRIBOR	3,42%	4,20%	2,63%	1,86%
Riziková prirážka	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
<b>Nominálna úroková sadzba z úveru</b>	<b>4,92%</b>	<b>5,70%</b>	<b>4,13%</b>	<b>3,36%</b>

Tab. 29. Náklady na bankové úvery – 1. Alternatíva [Vlastné spracovanie]

Ak nie je známa úroková sadzba úverov, je vhodné použiť vzťah *nákladové úroky/bankové úvery*. Pri prípadných problémoch so splatením úveru v priebehu roka sa využíva presnejší vzťah *nákladové úroky / [(stav bankových úverov na začiatku roku + stav bankových úverov na konci roku)/2]*. Nasledujúca tabuľka zobrazuje výpočet úrokovej sadzby na úver za použitia vzťahu nákladových úrokov a bankových úverov.

	2007	2008	2009	2010
Stav BÚ na konci roku	1 925 247	874 062	668 490	501 366
Priemerný stav BÚ	1 097 059	1 399 655	771 276	584 928
Nákladové úroky	38 467	79 419	31 794	16 293
Úroková sadzba úveru - stav BÚ na konci roku	2,00%	9,09%	4,76%	3,25%
<b>Úroková sadzba úveru - priemerný stav BÚ</b>	<b>3,51%</b>	<b>5,67%</b>	<b>4,12%</b>	<b>2,79%</b>

Tab. 30. Náklady na bankové úvery – 2. Alternatíva [Vlastné spracovanie]

Ďalšou možnosťou výpočtu nákladov na bankové úvery je alternatívny spôsob založený na tržných dátach. Pri tomto postupe treba určiť bezrizikovú úrokovú mieru, ktorú predstavuje výnosnosť štátnych dlhopisov a rating úverov pomocou ukazovateľa úrokového krytia. Rating stanovíme podľa Damodaranu, a na základe neho priradíme rizikovú prirážku, takisto podľa Damodaranu. Tieto informácie nájdeme na stránke [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com). Odhadnutú úrokovú sadzbu získame sčítaním bezrizikovej úrokovej prirážky a rizikovej prirážky odpovedajúcej ratingu.

	2007	2008	2009	2010
Bezriziková úroková miera	4,28%	4,55%	4,92%	3,50%
EBIT/NÚ	23,28	10,84	16,30	18,75
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA
Riziková prirážky	0,35%	0,35%	1,25%	1,25%
<b>Odhadnutá úroková sadzba BÚ</b>	<b>4,63%</b>	<b>4,90%</b>	<b>6,17%</b>	<b>4,75%</b>

Tab. 31. Náklady na bankové úvery - 3. Alternatíva [Vlastné spracovanie]

Pre potreby tejto práce budem vychádzať z tabuľky 28, ktorá poskytuje presné hodnoty nákladov na bankové úvery, vychádzajúce zo skutočných úrokových sadziieb pre konkrétne úvery spoločnosti. Pre získanie nákladov na cudzí kapitál je potrebné vziať do úvahy pôsobenie daňového štítu, a to úpravou úrokovej sadzby o daň z príjmu právnických osôb, ako je možné vidieť v nasledujúcej tabuľke. Daň z príjmov právnických osôb bola v každom roku 19%.

	2007	2008	2009	2010
Daň z príjmu PO	19%	19%	19%	19%
Úroková sadzba z úveru	5,01%	2,92%	1,43%	2,11%
<b>Náklady na bankový úver</b>	<b>4,06%</b>	<b>2,36%</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,71%</b>

Tab. 32. Náklady na bankový úver [Vlastné spracovanie]

## 2. Leasing

Náklady na leasing je možné určit použitím alternatívneho spôsobu stanovenia nákladov na základe tržných dát, ktorý je prezentovaný ako 3. alternatíva pri určení nákladov na bankové úvery. Výsledky nákladov na leasing, ktoré sú upravené o daňový štít sú uvedené v nasledujúcej tabuľke.

	2007	2008	2009	2010
Daň z príjmu PO	19%	19%	19%	19%
Odhadnutá úroková sadzba leasingu	4,63%	4,90%	6,17%	4,75%
<b>Náklady na leasing</b>	<b>3,75%</b>	<b>3,97%</b>	<b>5,00%</b>	<b>3,85%</b>

Tab. 33. Odhadnutá úroková sadzba leasingu [Vlastné spracovanie]

S vypočítanými nákladmi na bankové úvery a leasing je možné stanoviť vážené priemerné náklady cudzieho kapitálu. Ich výpočet je znázornený v nasledujúcej tabuľke, z ktorej je viditeľná klesajúca výška nákladov dlhu.

	2007	2008	2009	2010
Bankové úvery (počiatok roku)	268 871	1 925 247	874 062	668 490
Leasing (počiatok roku)	0	0	413 459	186 759
Náklady na bankové úvery	4,06%	2,36%	1,16%	1,71%
Náklady na leasing	3,75%	3,97%	5,00%	3,85%
<b>Priemerné náklady dlhu <math>N_{CK}</math></b>	<b>4,06%</b>	<b>2,36%</b>	<b>2,39%</b>	<b>2,17%</b>

Tab. 34. Priemerné náklady dlhu [Vlastné spracovanie]

### 9.3.2 Stanovenie nákladov na vlastný kapitál

Pre stanovenie nákladov na vlastný kapitál existuje niekoľko spôsobov, niektoré z nich sú uvedené v teoretickej časti tejto práce. Určenie nákladov na vlastný kapitál za použitia priemernej rentability v odvetví nebude v práci využitá pre nedostatok dostupných informácií.

#### 1. Model oceňovania kapitálových aktív CAPM s náhradnými odhadmi $\beta$

Pri použití modelu CAPM budeme vychádzať zo vzorca :

$$n_{VK} = r_f + \beta * [E(R_m) - r_f]$$

Ako **bezriziková úroková miera** sa použije úroková miera štátnych dlhopisov, pretože sa považujú za najmenej rizikové. Pre stanovenie **koeficientu  $\beta$**  som použila stránku [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), kde boli koeficienty  $\beta$  uvedené. Rizikovú prémie som opäť čerpala

zo stránky [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) a je uvedená podľa ratingu danej krajiny. Ďalej je potrebné stanoviť si  $\beta$  zadlženú, a to podľa vzorca:

$$\beta_Z = \beta_N * \left( 1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right),$$

kde:  $\beta_Z$   $\beta$  vlastného kapitálu u zadlženého podniku

$\beta_N$   $\beta$  vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení

T sadzba dane z príjmu

Výpočet nákladov na kapitál pomocou metódy CAPM s náhradnými odhadmi  $\beta$  je zobrazený v nasledujúcej tabuľke.

	2007	2008	2009	2010
$r_f$	4,28%	4,55%	4,92%	3,50%
$\beta$ - nezadlžená	0,80	0,80	1,39	1,39
$\beta$ - zadlžená	0,84	1,10	1,69	1,58
Riziková prémie	6,27	6,27	7,10	7,10
$r_e$	<b>9,56%</b>	<b>6,97%</b>	<b>12,05%</b>	<b>11,22%</b>

Tab. 35. Výpočet nákladov na kapitál metódou CAPM [Vlastné spracovanie]

## 2. Odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu

Pri použití tejto metódy sa vychádza z predpokladu, že náklady vlastného kapitálu sú väčšie než náklady cudzieho kapitálu. Dajú sa jednoducho vyjadriť pričítaním rizikovej prirážky k nákladom na cudzí kapitál. Odporúčaná hodnota tejto prirážky sa pohybuje v rozmedzí 2-3%. Pre potreby stanovenia nákladov na vlastný kapitál spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín bola stanovená prirážka v hodnote 2,50%. A to z toho dôvodu, že pri analýze zadlženosti ukazovateľ celkovej zadlženosti každoročne vykazoval hodnotu okolo 50%, čo znamená, že podnik je rovnako financovaný vlastným kapitálom, ako aj cudzími zdrojmi. Preto som zvolila prirážku v hodnote 2,50%, pretože sa nachádza v strede doporučeného intervalu. Nemôže sa nachádzať na spodnej, ani na hornej hranici intervalu, pretože by to znamenalo, že spoločnosť viac uprednostňuje financovanie vlastným alebo cudzím kapitálom. Ako úrokovú sadzbu bankových úverov budú použité konkrétne hodnoty úrokových sadzieb, ktoré sú uvedené v tabuľke 33.

	2007	2008	2009	2010
Úroková sadzba BÚ	5,01%	2,92%	1,43%	2,11%
Prirážka	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
<b><math>r_e</math></b>	<b>7,51%</b>	<b>5,42%</b>	<b>3,93%</b>	<b>4,61%</b>

Tab. 36. Odvodenie nákladov na vlastný kapitál z nákladov na cudzí kapitál  
[Vlastné spracovanie]

### 3. Stavebnicový model

Tento model využíva aj Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR. Princípom stavebnicového modelu pre určenie nákladov na vlastný kapitál je pripočítanie prirážky na riziko k bezrizikovej úrokovej miere. Ako bezriziková sadzba je použitá úroková miera štátnych dlhopisov. Rizikové prirážky sú vypočítané podľa modelu INFA navrhnutého manželmi Neumaierovými, ktorý je k dispozícii na stránkach Ministerstva priemyslu a obchodu ČR. Pre stanovenie rizikových prirážok som vychádzala z údajov na českej stránke, pretože slovenské neposkytujú dostatočné informácie.

	2007	2008	2009	2010
Bezriziková sadzba	4,28%	4,55%	4,92%	3,50%
$r_{LA}$	0,00%	0,00%	4,80%	4,80%
$r_{obchodné}$	2,91%	3,38%	2,85%	1,65%
$r_{finstab.}$	0,89%	5,16%	0,00%	0,00%
$r_{finstr.}$	2,95%	2,45%	2,40%	2,36%
<b><math>r_e</math></b>	<b>11,03%</b>	<b>15,54%</b>	<b>14,97%</b>	<b>12,31%</b>

Tab. 37. Výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou [Vlastné spracovanie]

Výsledky nákladov na vlastný kapitál zistené všetkými metódami použitými v tejto práci sumarizuje nasledujúca tabuľka. Pre potreby ďalších výpočtov bude použitý vážený aritmetický priemer výsledkov všetkých metód, pričom každej metóde je pridelená váha 1.

	2007	2008	2009	2010
CAPM	9,56	6,97	12,05	11,22
Odvodenie z $N_{CK}$	7,51%	5,42%	3,93%	4,61%
Stavebnicový model	11,03%	15,54%	14,97%	12,31%
<b>Priemerná hodnota nákladov na vlastný kapitál</b>	<b>9,37%</b>	<b>9,31%</b>	<b>10,32%</b>	<b>9,38%</b>

Tab. 38. Prehľad nákladov na vlastný kapitál vypočítaný rôznymi metódami  
[Vlastné spracovanie]



### 9.3.3 Stanovenie vážených priemerných nákladov na kapitál (WACC)

Priemerné náklady na kapitál získame váženým aritmetickým priemerom nákladov na cudzí a vlastný kapitál, ktorým je priradená váha podľa ich podielu na celkovom kapitále. Pre výpočet nákladov na vlastný kapitál je použitý výsledok získaný modelom CAPM a vychádza sa zo stavu kapitálu na začiatku daného roku.

	2007	2008	2009	2010
$N_{CK}$	4,06%	2,36%	2,39%	2,17%
$N_{VK}$	9,56	6,97	12,05	11,22
CK/C (počiatok roku)	6,07%	32,00%	21,07%	14,14%
VK/C (počiatok roku)	93,93%	68,00%	78,93%	85,86%
<b>WACC</b>	<b>9,23%</b>	<b>5,49%</b>	<b>10,01%</b>	<b>9,94%</b>

Tab. 39. Výpočet WACC [Vlastné spracovanie]

Z tabuľky je viditeľné, že firma výrazne uprednostňuje financovanie vlastným kapitálom, ktorý je drahší. Keďže väčší podiel na celkovom kapitále tvorí vlastný kapitál, vážené priemerné náklady na kapitál odzrkadľujú náklady na vlastný kapitál. WACC majú v jednotlivých rokoch kolísavý charakter. Pokles predstavujú v roku 2008, kedy z hodnoty 9,22% klesli na hodnotu 5,49%. Je to dané nižším podielom vlastného kapitálu na celkovom kapitále, ktorého financovanie je podstatne drahšie. V roku 2009 hodnota WACC opäť stúpa, pretože sa zvýšil podiel vlastného kapitálu a tiež hodnota nákladov na tento kapitál.

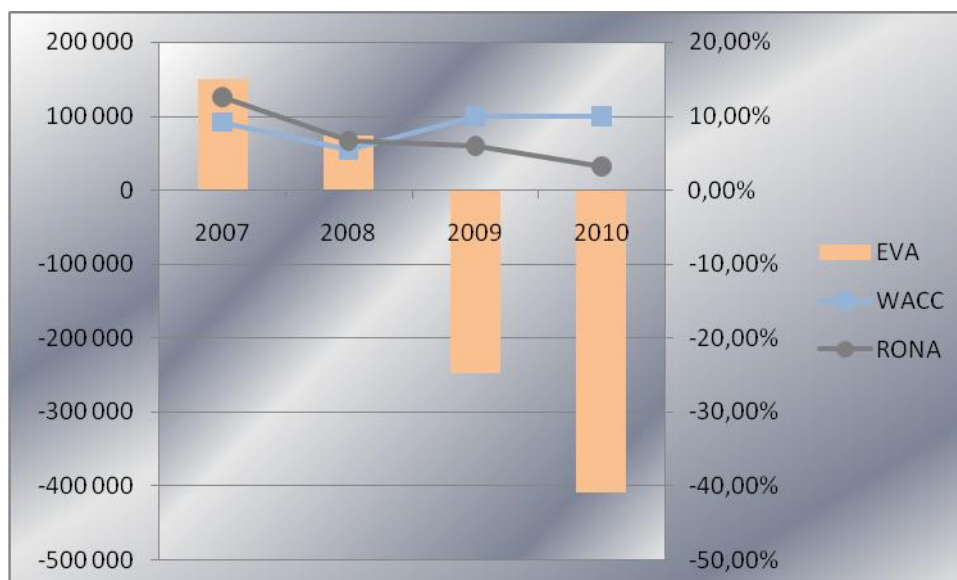
## 9.4 Výpočet EVA

### 9.4.1 Výpočet EVA podľa ekonomického modelu

V nasledujúcej tabuľke sú zachytené vstupné veličiny pre výpočet NOA a hodnota EVA je vypočítaná podľa vzťahu  $EVA = NOPAT - WACC * C$ . Vývoj ukazovateľa EVA znázorňuje nasledujúci graf, ktorý vychádza zo vzťahu  $EVA = (RONA - WACC) * C$ .

v EUR	2007	2008	2009	2010
NOA (počiatok obdobia)	4 429 331	6 016 978	6 110 612	6 047 501
NOPAT	554 397	403 197	363 790	192 129
WACC	9,23%	5,49%	10,01%	9,94%
<b>EVA</b>	<b>145 570</b>	<b>72 865</b>	<b>-247 882</b>	<b>-408 993</b>

Tab. 40. Výpočet EVA podľa ekonomického modelu [Vlastné spracovanie]



Obr. 9. Vývoj EVA a vstupných veličín pre výpočet ekonomického modelu EVA  
[Vlastné spracovanie]

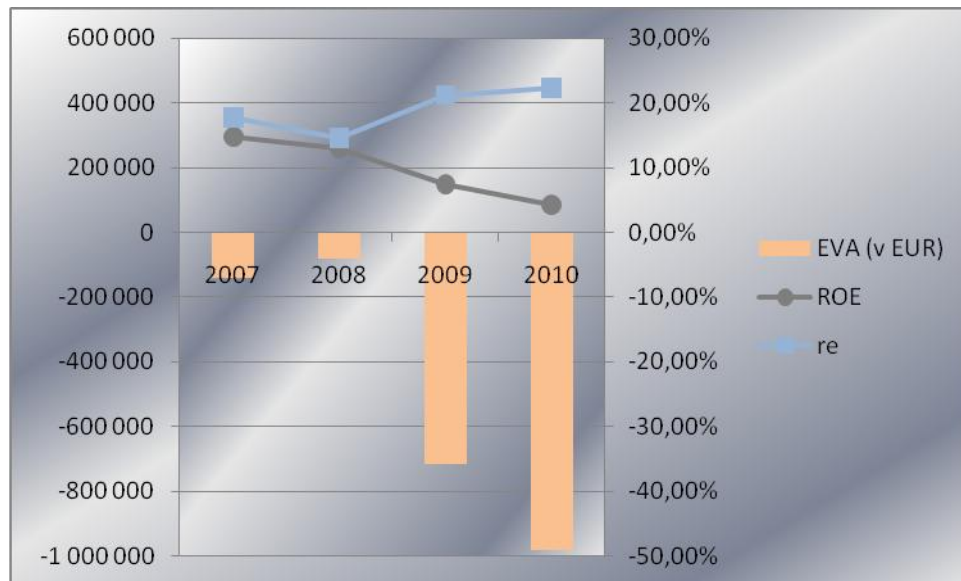
Tabuľka aj graf vypovedajú o tom, že hodnota ukazovateľa EVA je od roku 2009 záporná a jej záporná hodnota sa v roku 2010 prehľbuje, spoločnosť tak nevytvára hodnotu pre svojich vlastníkov, dokonca ju ničí. Je to spôsobené stále sa znižujúcim ukazovateľom RONA, ktorý predstavuje rentabilitu čistých operatívnych aktív. Pre spoločnosť to znamená, že nedokáže efektívne zhodnotiť úplatný kapitál. Keďže od roku 2008 sú náklady na kapitál vyššie ako ukazovateľ RONA, spôsobuje to znižovanie hodnoty EVA.

#### 9.4.2 Výpočet EVA podľa účtovného modelu

Účtovný model je používaný Ministerstvom průmyslu a obchodu ČR a vychádza z neupravených dát. Vstupné hodnoty pre výpočet aj samotný výpočet je uvedený v nasledujúcej tabuľke. Vývoj ukazovateľa EVA znázorňuje nasledujúci graf.

	2007	2008	2009	2010
$r_e^*$ (stavebnicová metóda- metodika MPO)	17,82%	14,58%	21,18%	22,31%
Čistý zisk (v EUR)	688 776	629 004	391 681	231 157
VK (v EUR)	4 657 266	4 870 771	5 221 062	5 435 608
<b>EVA (v EUR)</b>	<b>-141 149</b>	<b>-81 154</b>	<b>-714 140</b>	<b>-981 527</b>

Tab. 41. Výpočet EVA podľa účtovného modelu [Vlastné spracovanie]



Obr. 10. Vývoj EVA a vstupných veličín pre výpočet účtovného modelu EVA  
[Vlastné spracovanie]

Podľa účtovného modelu dosahuje ukazovateľ EVA záporné hodnoty vo všetkých sledovaných rokoch, a v rokoch 2009-2010 výraznejšie záporné hodnoty oproti výpočtu EVA podľa ekonomického modelu. Tento výrazný rozdiel je spôsobený najmä vysokým rozdielom v hodnote nákladov na kapitál. Z porovnania týchto dvoch metód výpočtu EVA je zrejmé, že hodnotenie výkonnosti podľa účtovného modelu môže byť zavádzajúce a takto získané hodnoty sú nepresné.

## 9.5 Identifikácia generátorov hodnoty

Pre motivovanie všetkých zložiek na zlepšenie EVA je treba nájsť generátory hodnoty, ktoré pomáhajú vyjadriť ako sa aj manažéri na nižších úrovniach riadenia môžu zainteresovať na tvorbe hodnoty. Slúžia pre vytipovanie meradiel, ktoré predstavujú činnosti vedúce k zvýšeniu EVA. Pre účely tejto práce bude použitý pyramídový rozklad.

### 9.5.1 Pyramídový rozklad

Cieľom je zistiť väzby medzi jednotlivými ukazovateľmi a ich vplyv na ukazovateľ EVA.

Pyramídový rozklad je vhodný pre identifikáciu generátorov hodnoty, ktoré zachycujú čo sa v podniku deje. Ich princíp spočíva v postupnom rozkladaní vrcholového ukazovateľa na menšie ukazovatele, ktoré sú vzájomne previazané. Cieľom je teda identifikácia jednotlivých zložiek, ich väzieb, a tým ich vplyv na vrcholový ukazovateľ. Súčasťou tejto podkapitoly

bude pyramidový rozklad ukazovateľa EVA v rokoch 2007-2010 spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín. Celkový pyramidový rozklad je súčasťou prílohy P VIII.

Rozklad začína u vrcholového ukazovateľa EVA, kde je sledovaná jeho zmena oproti predchádzajúcemu roku. Pyramidový rozklad zahŕňa všetky sledované roky 2007-2010. Každoročne sledujeme pokles hodnoty EVA a od roku 2009 sa dostáva do záporných hodnôt a tak nevytvára hodnotu pre svojich vlastníkov. Cieľom tohto rozkladu je zistiť, čo spôsobilo zníženie hodnoty EVA v každom roku až do záporných hodnôt. Na EVU pôsobí najmä spread, tvorený rozdielom RONA-WACC a investovaný kapitál. Hodnota spreadu každoročne klesá, čo sa prejavilo na znížení hodnoty EVA. Hodnota investovaného kapitálu vzrastala v roku 2007 a 2008, naopak v roku 2009 klesla. Napriek nárastu investovaného kapitálu, spread klesol výraznejšie a spôsobil celkový pokles hodnoty EVA.

EVA			=	EVA		
145 570	72 865	-72 705		rok 2007	rok 2008	prírastok EVA
72 865	-247 882	-320 747		rok 2008	rok 2009	prírastok EVA
-247 882	-408 993	-161 110		rok 2009	rok 2010	prírastok EVA

RONA-WACC			*	C (NOA)		
3,29%	1,21%	-		4 429 331	6 016 978	+
1,21%	-4,06%	-		6 016 978	6 110 612	+
-4,06%	-6,76%	-		6 110 612	6 047 501	-

Spread tvorí rozdiel medzi výnosnosťou investovaného kapitálu (RONA) a váženými priemernými nákladmi na kapitál (WACC). Spread bude tým väčší, čím väčšia bude RONA a čím menšie budú WACC. Ukazovateľ RONA sa každoročne znižoval, najväčší pokles zaznamenal v roku 2008 a 2010 a to až o polovicu oproti hodnote z predchádzajúceho roku. Tento pokles pôsobil negatívne na vývoj ukazovateľa EVA. Takisto negatívne pôsobil nárast WACC v roku 2008. V roku 2009 hodnota WACC síce poklesla, ale len nepatrne, z hodnoty 10,01% na 9,94%. RONA je ovplyvnená ziskovou maržou (NOPAT/Tržby) a obratovosťou investovaného kapitálu (Tržby/Investovaný kapitál). Pri ziskovej marži sledujeme pokles v roku 2007 a 2009, čo negatívne pôsobí na ukazovateľ RONA, a tým pádom aj na ukazovateľ EVA. Takisto negatívne pôsobí obratovosť investovaného kapitálu, ktorá každoročne klesá.

RONA		
12,52%	6,70%	-
6,70%	5,95%	-
5,95%	3,18%	-

NOPAT/Tržby			*	Tržby/C		
1,94%	1,62%	-		6,45	4,14	-
1,62%	2,19%	+		4,14	2,72	-
2,19%	1,23%	-		2,72	2,57	-

Pokles ziskovej marže v roku 2007 je spôsobený nárastom osobných nákladov a odpisov. V roku 2009 napriek tomu, že osobné náklady aj odpisy vzrástli a rozdiel medzi ostatnými výnosmi a ostatnými nákladmi klesli, zisková marža vzrástla. Je to dané výrazne väčším nárastom pridanej hodnoty oproti negatívnemu pôsobeniu ostatných zložiek, a to z hodnoty 19,8% na 27,67%. Pokles ziskovej marže v roku 2009 je daný poklesom pridanej hodnoty a nárastom osobných nákladov a odpisov.

NOPAT/Tržby		
1,94%	1,62%	-
1,62%	2,19%	+
2,19%	1,23%	-

PH/T			-	Osobné Ná/T			-	Odpisy/T			+	Ost.Vý-ost.Ná / T		
17,62%	19,79%	+		13,43%	15,70%	-		1,13%	1,68%	-		-1,12%	-0,79%	+
19,80%	27,67%	+		15,70%	16,55%	-		1,68%	2,53%	-		-0,79%	-6,40%	-
27,67%	23,53%	-		16,55%	18,21%	-		2,53%	2,58%	-		-6,40%	-1,51%	+

Na veľkosť RONA pôsobí aj obratovosť investovaného kapitálu, ktorá je závislá na výške aktív a výnosov. Veľkosť aktív (NOA) v roku 2007 a 2008 vzrástla. Na náraste aktív sa podieľa v roku 2007 nárast čistého pracovného kapitálu a nárast dlhodobého majetku aj časového rozlíšenia. V roku 2008 Napriek výraznému poklesu ČPK hodnota aktív vzrástla, a to z dôvodu výrazného nárastu časového rozlíšenia. V roku 2009 hodnota aktív klesla vďaka poklesu dlhodobého majetku a poklesu časového rozlíšenia, čo na ukazovateľ EVA pôsobí pozitívne.

C (NOA)		
4 429 331	6 016 978	-
6 016 978	6 110 612	-
6 110 612	6 047 501	+

ČPK			+	Dlhodob.majetok			+	Časové rozlíšenie		
1 330 678	2 626 619	-		2 971 819	2 976 920	-		126 834	413 439	-
2 626 619	729 897	+		2 976 920	3 953 238	-		413 439	1 200 907	-
729 897	1 938 666	-		3 953 238	3 473 464	+		1 200 907	494 599	+

Nárast dlhodobého majetku v roku 2007 a 2008 je ovplyvnený nárastom dlhodobého hmotného majetku a poklesom dlhodobého nehmotného majetku. V roku 2010 dlhodobý majetok zaznamenal pokles, a to z dôvodu poklesu dlhodobého hmotného majetku.

Dlhodob.majetok		
2 971 819	2 976 920	-
2 976 920	3 953 238	-
3 953 238	3 473 464	+

DHM			+	DNM			+	DFM		
2 951 139	2 969 258	-		20 680	7 662	+		0	0	x
2 969 258	3 952 486	-		7 662	752	+		0	0	x
3 952 486	3 462 949	+		752	10 515	-		0	0	x

Čistý pracovný kapitál narastá a pôsobí na ukazovateľ EVA negatívne v roku 2007 a 2009. V roku 2007 narastá z dôvodu navýšenia pohľadávok a krátkodobého finančného majetku. V roku 2009 je nárast spôsobený nárastom zásob a krátkodobého cudzieho kapitálu. Pokles v roku 2008 pozitívne pôsobí na tvorbu hodnoty a je spôsobený poklesom zásob, pohľadávok a krátkodobého finančného majetku.

ČPK		
1 330 678	2 626 619	-
2 626 619	729 897	+
729 897	1 938 666	-

Pohľadávky			+	KFM			-	Krátkodob. CK		
4 633 473	8 502 516	-		401 713	1 508 895	-		5 136 261	8 379 175	+
8 502 516	4 922 505	+		1 508 895	1 099 879	+		8 379 175	5 847 640	-
4 922 505	4 103 192	+		1 099 879	1 061 566	+		5 847 640	3 938 993	-

Tržby sú faktorom pozitívne pôsobiacim na hodnotu EVA. Tie však každoročne klesajú a spolu s nárastom aktív v roku 2007 a 2008 negatívne pôsobia na obratovosť investovaného kapitálu a tým pádom aj na hodnotu EVA.

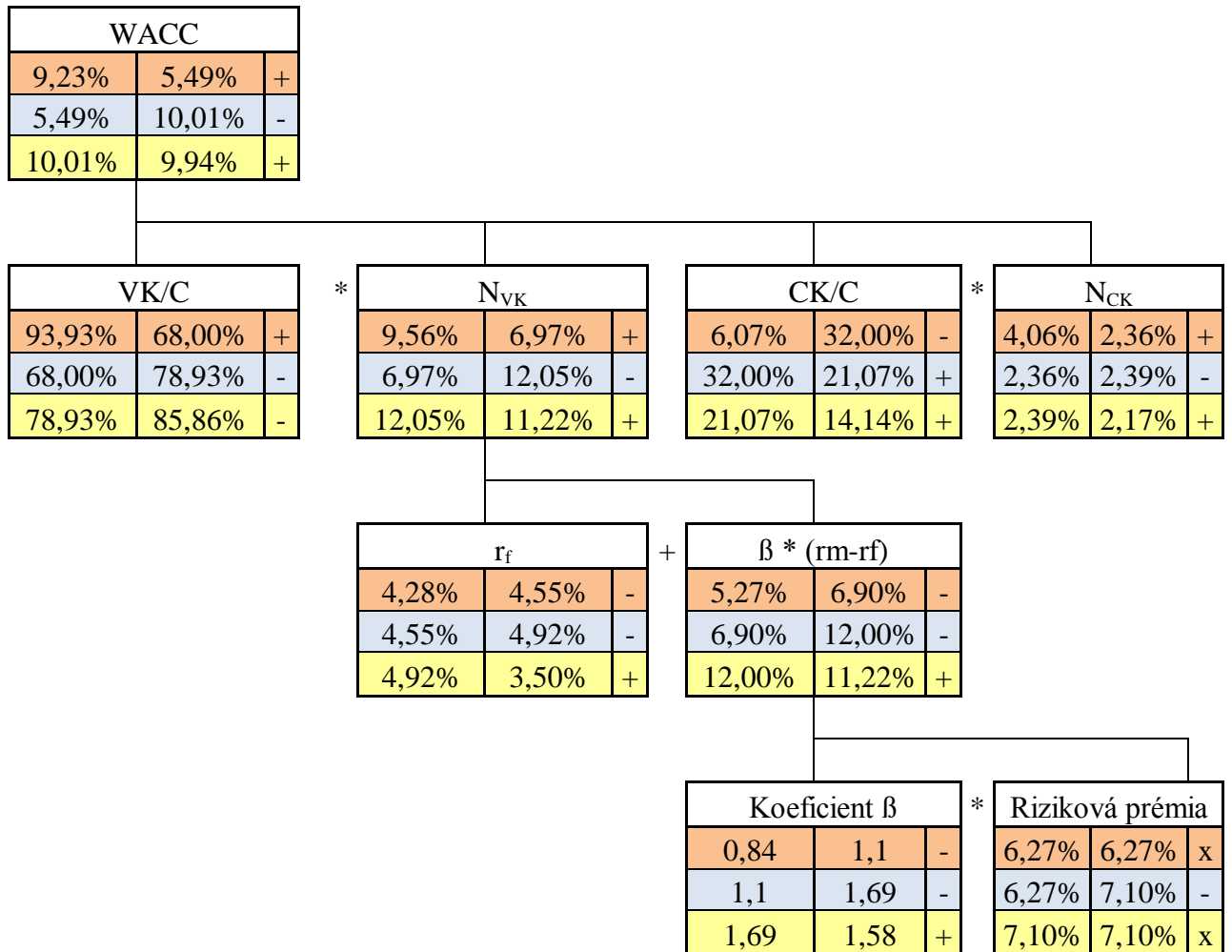
Tržby/C		
6,45	4,14	-
4,14	2,72	-
2,72	2,57	-

Tržby			/	C (NOA)		
28 555 883	24 930 483	-		4 429 331	6 016 978	-
24 930 483	16 625 515	-		6 016 978	6 110 612	-
16 625 515	15 567 663	-		6 110 612	6 047 501	+

Spread okrem RONA tvoria aj vážené priemerné náklady na kapitál (WACC). Čím nižšia je hodnota WACC, tým pozitívnejšie to pôsobí na spread a zároveň na ukazovateľ EVA. WACC pôsobí na EVA pozitívne v roku 2008, kedy hodnota klesla z 9,23% na 5,49% a tiež v roku 2010, kedy klesla z 10,01% na 9,94%. Tento pokles spôsobili pozitívne sa vyvíjajúce náklady na vlastný a cudzí kapitál v týchto rokoch. Podiel vlastného kapitálu k celkovému kapitálu pôsobí na EVA pozitívne v roku 2008, kedy z hodnoty 93,93% klesol na hodnotu 68,00%. V ostatných rokoch tento podiel pôsobí na EVA negatívne, a to zvýšením hodnoty podielu. Naopak podiel cudzieho kapitálu k celkovému kapitálu pôsobí pozitívne v rokoch 2009 a 2010, kedy postupne zaznamenáva nárast z 32,00% na 21,07%, až na 14,14%. Náklady na vlastný kapitál boli vypočítané metódou CAPM, ktorá vychádza z bezrizikovej úrokovej miery  $r_f$ , ktorá je daná výnosnosťou štátnych dlhopisov a koeficien-

tom  $\beta$  vynásobeným rizikovou prémieu. Bezriziková úroková miera pôsobí negatívne v roku 2008 a 2009, kedy jej hodnota vzrástla. Spolu s ňou v týchto rokoch negatívne pôsobí na vývoj nákladov na vlastný kapitál a tým aj na ukazovateľ EVA riziková prirážka a koeficient  $\beta$ , ktorý v daných rokoch narastal. Naopak všetky zložky tvoriace náklady na vlastný kapitál majú pozitívny vývoj v roku 2010 oproti roku 2009 a tým pôsobia kladne na hodnotu nákladov na vlastný kapitál a hodnotu EVA.



Na záver sa dá konštatovať, že hodnota EVA v jednotlivých rokoch klesá a od roku 2008 sa dostáva do záporných hodnôt, čím spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín netvorí hodnotu pre svojich vlastníkov. Jej znižujúca sa hodnota je zapríčinená najmä negatívnym pôsobením spreadu, ako rozdiel výnosnosti investovaného kapitálu (RONA) a WACC. Na negatívnom pôsobení RONA sa podpísal najmä negatívny vývoj tržieb, osobných nákladov a odpisov a vzrastajúca úroveň aktív. Na negatívne hodnoty WACC má vplyv najmä vysoká hodnota nákladov na vlastný kapitál a podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále.



## 9.6 Závěr k ekonomickej pridanej hodnote

Spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín vytvára hodnotu pre vlastníkov len v rokoch 2007 a 2008, pričom od roku 2007 sa jej hodnota znižuje, až sa v roku 2009 dostáva na zápornú hodnotu, ktorá sa v roku 2010 ešte viac prehľbuje. V posledných dvoch sledovaných rokoch spoločnosť znižuje hodnotu pre vlastníkov, resp. túto hodnotu ničí.

Na základe pyramídového rozkladu, ktorým boli identifikované kľúčové faktory ovplyvňujúce ukazovateľ EVA vyplýva, že spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín sa musí pre vytváranie hodnoty pre vlastníka zamerať na nasledujúce faktory:

1. **Zvýšiť spread**, ktorý je tvorený rozdielom investovaného kapitálu (RONA) a WACC. Hodnota spreadu každoročne klesá a v roku 2009 sa dostáva do zápornej hodnoty. Pre zvýšenie hodnoty spreadu je potrebné zvýšiť ukazovateľ RONA a znížiť hodnotu WACC.
2. Pre **zvýšenie RONA** je potrebné **zvýšiť ziskovú maržu**, pričom sa treba zamerať na nasledujúce faktory:
  - **Zvýšenie tržieb** – v spoločnosti klesli výrazne najmä tržby za vlastné výrobky a služby. Pre zvyšovanie hodnoty EVA by bolo vhodné, keby tržby spoločnosti rástli, pričom náklady by ostali nezmenené. Možnosťou je zvýšenie cien, čo by ale pre firmu nemuselo byť prínosné pre existenciu značnej konkurencie na trhu. Spoločnosť, ktorá je pôsobiaca v oblasti stavebníctva, je do istej miery závislá na trhu a na aktuálnych ponúkaných zákazkách. Ako najlepšie riešenie prichádza do úvahy zníženie nákladov.
  - **Zníženie nákladov** – v spoločnosti sa to týka najmä osobných nákladov. Ich zníženie je možné dosiahnuť znižovaním počtu zamestnancov. Napriek tomu, že spoločnosť v roku 2009 ich počet znížila, pomer osobných nákladov na tržbách sa zvýšil. V tomto prípade ide najmä o potrebu zvyšovania tržieb, ďalšie znižovanie počtu zamestnancov by mohlo spoločnosti uškodiť.
3. **Znížiť WACC** – v rámci znižovania WACC by sa spoločnosť mala snažiť najmä na znižovaní nákladov na vlastný kapitál a na znižovaní podielu vlastného kapitálu na celkovom kapitále. Spoločnosť disponuje príliš vysokým podielom vlastného kapitálu, ktorý by sa mala snažiť nahradiť cudzím kapitálom, ktorý je podstatne lacnejší.

Podnik môže ovplyvniť výšku podnikateľského rizika, ktorá je odvodené od rentability celkového kapitálu, ktorú by mala firma zvyšovať.

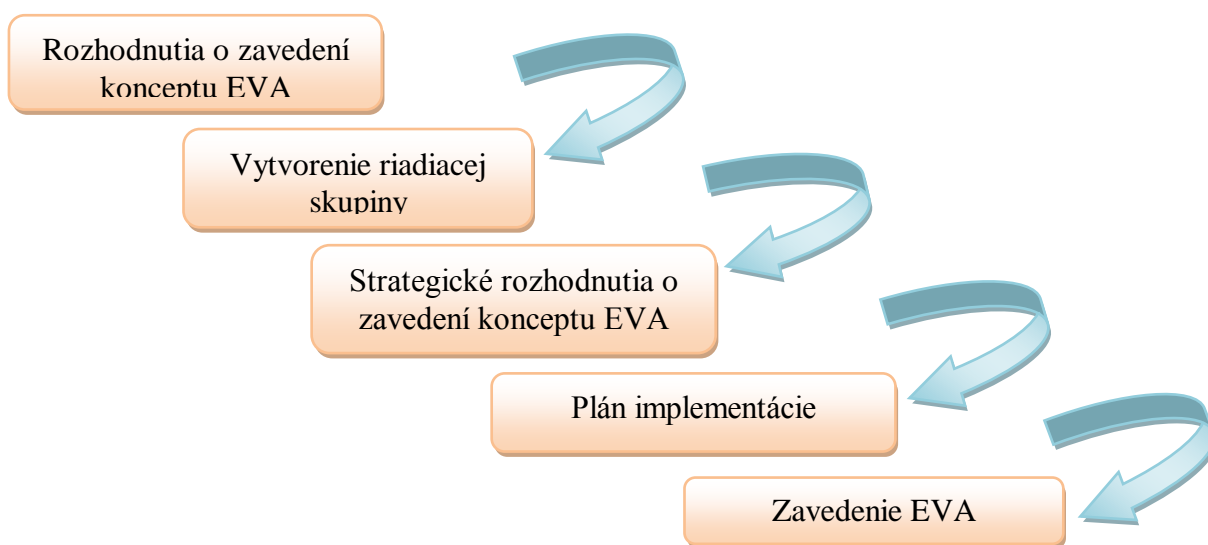
4. **Znížiť NOA** – V prípade spoločnosti je vysoké NOA tvorené vysokým dlhodobým majetkom a ČPK. Firma by mala zvážiť, či všetok majetok, ktorý vlastní, naozaj využíva a potrebuje. Nepotrebný majetok by mala zo svojho vlastníctva vylúčiť, napr. predajom. V rámci vysokého ČPK by mala zvážiť krátkodobé pohľadávky a ich splatnosť. Mala by sa snažiť o ich zaplatenie v danom termíne, poprípade skoršom, a takto získané prostriedky môže investovať do projektov, ktoré jej budú prinášať zisk. O prijatí či neprijatí projektu by mala spoločnosť rozhodnúť na základe čistej súčasnej hodnoty budúcich príjmov plynúcich z investície.

## 10 PROJEKT IMPLEMENTÁCIE KONCEPTU EVA DO RIADENIA PODNIKU VOD-EKO A.S. TRENČÍN

Po predchádzajúcich analýzach a hodnoteniach výkonnosti podniku pomocou konceptu EVA a identifikácie jednotlivých faktorov, ktoré ukazovateľ ovplyvňujú, v tejto časti sa budem zaoberať samotnou implementáciou konceptu EVA do riadenia podniku. Pri porovnaní výsledkov získaných z analýzy výsledku hospodárenia a z výpočtu hodnoty EVA je viditeľné, že napriek tomu, že spoločnosť z analýzy výsledku hospodárenia vo všetkých sledovaných rokoch dosahuje čistý zisk, pri výpočte EVA je zjavné, že v rokoch 2009 a 2010 netvorí hodnotu pre vlastníkov. Ukazovatele, ktoré firma používa vychádzajú z účtovných údajov a nezobrazujú skutočnú tvorbu hodnoty. Preto by bolo účinnejšie zaviesť do spoločnosti koncept EVA ako meradlo výkonnosti, ktorý prepája všetky činnosti a ľudí v podniku, dokáže identifikovať faktory výkonnosti a dáva managementu signály pre prijatie iba tých rozhodnutí, ktoré vedú k tvorbe hodnoty.

Proces implementácie konceptu EVA prebieha v niekoľkých fázach a nie je zavedená fixná šablóna. Každá spoločnosť je iná, preto aj zavádzanie konceptu EVA bude v každom podniku prebiehať inak. Do úvahy sa berie niekoľko faktorov, ako je organizačná štruktúra podniku, počet zamestnancov, veľkosť firmy a vedomosti a schopnosti managementu. Postup zavádzania konceptu EVA do spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín bude prebiehať v krokoch, ktoré odporúčajú Young a O'Byrne a tiež podľa postupov známych ako 4M.

Jednotlivé kroky zavádzania konceptu EVA do riadenia podniku VOD-EKO a.s. sú znázornené na nasledujúcom obrázku.



Obr. 11. Postup pri implementácii konceptu EVA [Vlastné spracovanie]

### **10.1 Rozhodnutie o zavedení konceptu EVA na úrovni top managementu**

Rozhodnúť o zavedení konceptu EVA do riadenia spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín môžu vlastníci, generálny riaditeľ, ekonomická riaditeľka, výrobnotechnický riaditeľ, manažér prípravy a manažér výroby. Pre efektívne zavedenie konceptu EVA je potrebné, aby títo ľudia pochopili výhody a užitočnosť ukazovateľa EVA, a aby boli presvedčení o potrebe jeho zavedenia. Samotné rozhodnutie o zavedení je už v rukách generálneho riaditeľa. Zmena teda postupuje od vedenia až k zamestnancom. Je dôležité, aby aj zamestnanci boli oboznámení s novou metódou.

EVA pre firmu nie je len nový ukazovateľ slúžiaci k meraniu výkonnosti, ale predstavuje tiež zmenu manažérskeho myslenia a správania sa, mení sa teda kultúra spoločnosti.

### **10.2 Vytvorenie riadiacej skupiny**

Keď sa spoločnosť rozhodne pre implementáciu konceptu EVA do riadenia spoločnosti, musí byť vytvorená riadiaca skupina pracovníkov, ktorú predstavujú členovia vrcholového vedenia podniku, to znamená generálny riaditeľ, výrobnotechnický riaditeľ, manažér prípravy, manažér výroby, ekonomická riaditeľka, členovia ekonomického a personálneho oddelenia. Vo vytvorenej skupine sa musí určiť vedúci skupiny. Členovia tímu by mali mať znalosti o metóde EVA, no napriek tomu je dôležité ich ďalšie preškolenie pre ich dostatočné znalosti potrebné k implementácii EVA do riadenia podniku. Výhodou by pre podnik bolo, keby bol do tímu zaradený pracovník, ktorý má s používaním ukazovateľa EVA skúsenosti z praxe.

### **10.3 Strategické rozhodnutia o zavedení konceptu EVA**

Úlohou členov riadiacej skupiny je prijatie rozhodnutí o zavedení konceptu EVA. Tieto rozhodnutia sa týkajú definície ekonomickej pridanej hodnoty, metódy jej merania, úpravy účtovných údajov, hodnotenia investičných projektov, odmeňovacieho systému a školenia zamestnancov.

### 10.3.1 Measurement

Pri implementácii konceptu EVA do riadenia podniku je prvým krokom v rámci Stern Stewart's 4M postupu measurement. Tento krok obsahuje návrh spôsobu a postupov merania tvorby hodnoty a rieši nasledujúce otázky:

#### *Aký model výpočtu EVA by mala firma používať*

Pri výpočte EVA podľa ekonomického a účtovného modelu sa výsledky výpočtov výrazne líšili. Preto odporúčam spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín používať ekonomický model výpočtu EVA, pretože poskytuje presnejšie výsledky napriek tomu, že jeho výpočet a prevedenie účtovných dát je zložitejšie a vyžaduje viac úprav.

#### *Aké úpravy budú potrebné pre výpočet EVA*

Pre spoločnosť odporúčam minimálny počet úprav na úrovni použitých úprav v kapitole 9, maximálny počet závisí na rozhodnutí riadiacej skupiny. Čím väčšie množstvo úprav bude urobených, tým bude výpočet presnejší, ale tiež náročnejší. Firma by sa mala zamerať len na obmedzený počet úprav, aby to viedlo k motivácii zamestnancov. Vybrané úpravy by sa nemali často meniť a mali by sa stabilne používať aspoň počas troch po sebe idúcich rokov.

Pre úpravu čistých operatívnych aktív odporúčam vychádzať z majetkovej štruktúry, ktorú je treba aktivovať o položky nenachádzajúce sa v rozvahe, vylúčiť z rozvahy aktíva nepodliehajúce sa na hlavnej podnikateľskej činnosti a tiež vylúčiť neúročené cudzie zdroje. To znamená aktivovať leasing v súčasnej hodnote budúcich splátok, ktorý má spoločnosť rozdelený na krátkodobý a dlhodobý, a podľa toho ho zahrnúť do dlhodobého majetku a obežných aktív. Ďalej je potrebné vylúčiť nedokončené investície, dlhodobý finančný majetok, pretože slúži iba ako portfólio a pohľadávky po dobe splatnosti. Pre potreby tejto práce som pohľadávky po dobe splatnosti nevyklúčovala, pretože po konzultácii vo firme bolo uvedené, že žiadne pohľadávky po dobe splatnosti nie sú rizikové a splatené budú. Spoločnosť by si mala stanoviť systém, podľa ktorého by tieto pohľadávky z hodnoty aktív vylúčila. A to buď stanovením určitej doby, po ktorej sa stávajú rizikovými a mali by sa vylúčiť, alebo ohodnotením rizika nesplatenia každej pohľadávky zvlášť. Pre jednoduchosť navrhujem stanovenie určitej časovej hranice, a to 1 rok, kedy sa nesplatené pohľadávky stávajú rizikovými a mali by byť z aktív vyčlenené. Z aktív by sa mali vylúčiť aj peňažné prostriedky, ktoré sú nad hranicou potrebnosti pre hlavnú podnikateľskú činnosť. Preto by firma mala sledovať stav bežnej likvidity a určiť, či všetky držané prostriedky sú prevádzko-

vo nutné. Ďalej je treba vylúčiť neúročený cudzí kapitál, ktorý je tvorený krátkodobými a dlhodobými záväzkami, rezervami a časovým rozlíšením.

Pri vymedzení čistého operatívneho zisku odporúčam vychádzať v výsledku hospodárenia z bežnej činnosti, čím sa automaticky vylúčia určité mimoriadne náklady a výnosy. Tento zisk je treba upraviť o úroky z úverov a leasingu, ktoré treba vylúčiť ich pričítaním späť k výsledku hospodárenia. Ďalej je potrebné spraviť úpravy o náklady a výnosy, ktoré sa svojou výškou nebudú opakovať. V prípade spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín je to VH z predaja dlhodobého majetku. Novo zistený zisk je treba upraviť o dane.

Pri stanovení nákladov na cudzí kapitál by mala firma vychádzať zo skutočných úrokových sadzieb úverov, pretože tak má firma pre výpočet EVA k dispozícii presné údaje, a pri finančnom leasingu z alternatívneho spôsobu stanovenia nákladov na základe tržných dát. Pri stanovení nákladov na vlastný kapitál odporúčam vychádzať z modelu CAPM s náhradnými odhadmi  $\beta$ , pretože v sebe obsahuje rizikovosť oboru a zadlženosť podniku, a považuje sa za najpresnejší.

#### ***Na akej úrovni bude EVA meraná***

Pre spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín je vhodné merať ukazovateľ EVA na celopodnikovej úrovni. Je to z dôvodu jednoduchšieho prepočtu a tiež z dôvodu náročnosti rozvrhnutia spoločných aktív na jednotlivé výrobné činnosti.

#### ***Ako často sa bude EVA merať***

Spoločnosti by som odporučila merať hodnotu EVA štyrikrát ročne, teda za každý štvrtý rok a na konci roku za celý rok. Faktory, ktoré ovplyvňujú hodnotu EVA by sa mali sledovať častejšie, a to raz za mesiac pomocou pyramídového rozkladu, aby firma videla, ktoré faktory pôsobia na tvorbu hodnoty pozitívne, a ktoré negatívne. Pri identifikovaní negatívneho faktora by sa mala spoločnosť zaujímať o dôvod jeho vzniku u pracovníka zodpovedného za daný faktor. Je treba prijať opatrenia, aby v ďalšom mesiaci faktor dosahoval uspokojivejšie výsledky.

### **10.3.2 Management**

Druhým krokom v procese implementácie EVA do podniku je vytvorenie politiky, postupov a nástrojov, ktoré by v sebe prepájali rozhodovacie procesy s meraním tvorby hodnoty. Implementácia bude úspešná iba vtedy, pokiaľ management bude považovať za hlavný cieľ

podnikania maximalizáciu hodnoty, a tento cieľ bude oznámený zamestnancom, ktorí budú oboznámení aj s tým, aká je ich úloha pri tvorbe hodnoty. Manažéri musia rozumieť ekonomickej pridanej hodnote a vedieť, ako sa hodnota vytvára. Len takto budú môcť prijímať také rozhodnutia, ktoré budú tvoriť hodnotu. Na základe toho budú odmeňovaní. Tu sa prepájajú záujmy vlastníkov a manažérov, pretože obidve skupiny majú záujem na tom istom, teda na tvorbe hodnoty.

Táto etapa v rámci implementácie je prepojená so všetkými troma ďalšími etapami. S etapou Measurement je prepojená stanovením presného spôsobu výpočtu EVA. Tento spôsobom bol popísaný vyššie, v podkapitole 10.3.1. Manažéri a vedúci pracovníci musia byť dostatočne oboznámení s presným výpočtom a s faktormi, ktoré ukazovateľ ovplyvňujú. Takisto musia mať znalosti ohľadne výpočtu na kapitál, ktoré sú dôležité pri rozhodovaní o investičných príležitostiach spoločnosti. Ohľadom investičného rozhodovania by som odporučila vychádzať z čistej súčasnej hodnoty investície, ktorá spoločnosti napovie, či má danú investíciu uskutočniť, alebo nie.

Ako som už spomínala, výpočty EVA by sa mali robiť každé tri mesiace a na konci roku za celý rok. Dôležité faktory ovplyvňujúce hodnotu EVA by sa mali sledovať každý mesiac. Výsledky týchto výpočtov budú vo forme reportov, a vždy po vyhotovení reportu sa odovzdajú ekonomickej riaditeľke. Výpočet EVA spolu s vytvorením reportu bude mať na starosti ekonomicou riaditeľkou poverená osoba z ekonomického úseku. Report bude obsahovať výpočet EVA, pyramídový rozklad pre identifikáciu faktorov a komentár ako k celkovému výsledku, tak k jednotlivým dielčím výsledkom potrebným pre výpočet, ako je NOA, NOPAT a náklady cudzieho a vlastného kapitálu. Takisto budú identifikované hlavné faktory ovplyvňujúce hodnotu EVA, ich zrovnanie s minulým obdobím a vyhodnotenie situácie. Faktory, ktoré negatívne pôsobia na hodnotu EVA budú popísané spolu s príčinou ich negatívneho pôsobenia, založeného na konzultácii s vedúcim pracovníkom, ktorého oddelenie sa podieľa na danom ukazovateli. V prípade takýchto negatívnych ukazovateľov bude report obsahovať návrh na zlepšenie. V prípade pozitívne pôsobiacich faktorov na hodnotu EVA by mali byť uvedené dôvody ich pozitívneho vykazovania a návrh na ich udržanie. Po schválení reportov ekonomicou riaditeľkou budú reporty predložené generálnemu riaditeľovi a rozoslané výrobnotechnickému riaditeľovi, manažérovi prípravy, manažérovi výroby a ostatným vedúcim pracovníkom. Každý zamestnanec bude mať možnosť si správu prezrieť.

Okrem toho bude všetkým zamestnancom sprístupnený dokument obsahujúci informácie o spôsobe výpočtu EVA, osobách zodpovedných za jednotlivé faktory ovplyvňujúce ukazovateľ EVA, o spôsobe odmeňovania, školení, pracovných postupoch a dodržiavaní filozofie a hlavného cieľu podnikania, ktorým je tvorba hodnoty. Zamestnanci si tak môžu overiť, či jednajú v súlade s podnikovými cieľmi.

### 10.3.3 Motivation

Tretím krokom v rámci implementácie konceptu EVA do riadenia podniku je systém motivácie a odmeňovania pracovníkov na základe ich podielu na tvorbe hodnoty. Systém odmeňovania na základe tvorby hodnoty je predpokladom pre úspešnú implementáciu. Pokiaľ budú manažéri odmeňovaní na základe EVA, budú prijímať iba také rozhodnutia, ktoré zaisťujú tvorbu hodnoty, čím dosiahnu súlad s vlastníkami, pre ktorých je hodnota prvoradým cieľom.

#### *Systém odmeňovania*

Je potrebné vytvoriť plán odmeňovania manažérov. Tí by mali byť odmenení v prípade vytvorenia hodnoty pre vlastníkov. Pokiaľ chcú manažéri tvoriť hodnotu, mali by do programu odmeňovania na základe EVA zahrnúť aj pracovníkov. Mzda by mala byť rozčlenená na dve zložky, a to fixnú časť a variabilnú časť, ktorá sa bude odvíjať od tvorby hodnoty.

Systém odmeňovania na základe EVA si vyžaduje prepracovanie doterajšieho spôsobu odmeňovania. Nový systém by mal byť založený na jednoduchom a pre všetkých pracovníkov zrozumiteľnom systéme bonusov. Zo systému odmeňovania podľa EVA by mali byť vylúčení pracovníci, ktorí svojou prácou nemôžu tvorbu hodnoty nijak, alebo len veľmi málo ovplyvniť. Pre týchto zamestnancov by mal byť ponechaný doterajší spôsob odmeňovania.

Pre zamestnancov, ktorých sa týka nový spôsob odmeňovania by mal byť zavedený bonusový účet. V prípade, že pre podnik vytvorí hodnotu, bude im na tento účet pripísaná čiastka, ktorá nebude vyplatená v plnej výške, ale len časť (jedna tretina), a to pre prípad, že by v nasledujúcom období hodnotu nevytvorili. Slúži to ako istá poisťka pre spoločnosť a tiež ako neustála motivácia pre manažérov a zamestnancov. Tí by mali byť oboznámení, aký podiel z bonusu obdržia a aký podiel sa uchová na účte pre prípad budúceho obdobia. Bonusy by mali byť vyplácané pravidelne, napr. raz za štvrtýrok, pričom by v bonusovej banke mala byť ponechaná určitá čiastka, a to buď fixná, alebo určité percento. Fixnú čiastku ne-



odporúčam, pretože v niektorých obdobiach môže byť príliš vysoká, inokedy príliš nízka v závislosti na tvorbe hodnoty. Vyplatenie bonusov by malo byť podriadené aj organizačnej štruktúre. Stanovila by som vyplatenie z bonusovej banky v nasledujúcom roku v prípade, že bola dosiahnutá kladná hodnota EVA, a to: manažérom 50% jednej tretiny, 30% jednej tretiny vedúcim pracovníkom a pracovníkom ekonomického oddelenia, ostatným pracovníkom 20% jednej tretiny. Tento bonus by bol vyplácaný štvrt'ročne, teda každý štvrt'rok 25% z celkovej čiastky, ktorá má byť vyplatená. Tá sa vzťahuje k predchádzajúcemu obdobiu.

Firme odporúčam bonusový systém XY, teda nevyplácať bonusy podľa výšky hodnoty EVA, ale na základe jej zlepšenia oproti predchádzajúcemu roku. V prípade, že by bola EVA záporná, a v nasledujúcom období by sa podarilo spoločnosti hodnotu zvýšiť, napriek tomu, že by bola stále záporná, a manažérom a zamestnancom by z toho neplynuli žiadne bonusy, stratili by motiváciu. Tiež je predpoklad, že spoločnosti sa nemusí podať zvýšiť hodnotu zo zápornej na kladnú v priebehu jedného obdobia. Vyžaduje to dlhší proces, a keby zamestnanci neboli ohodnotení napriek jej zvýšeniu, ale nedosiahnutiu kladnej hodnoty, protestovali by proti tomuto systému odmeňovania, ich práca by bola menej efektívna, a vzťahy v spoločnosti by sa narušili. V konečnom dôsledku by to mohlo spôsobiť ešte väčší pokles hodnoty. Preto by mal byť systém motivácie a odmeňovania založený na absolútnych prírastkoch EVA. Vzorcom to môžeme znázorniť nasledovne:

$$\text{Bonus} = (x\% * EVA) + (y\% * \Delta EVA)$$

Výška bonusu sa teda skladá z percenta z hodnoty EVA a z percenta z rozdielu EVA súčasného a minulého obdobia. Spoločnosti by som odporučila za x dosadzovať hodnotu 3% a za y, ktoré je dôležitejšie, hodnotu 6%.

Keď bude spoločnosť dostatočne oboznámená s bonusovým systémom XY, môže prejsť na modernú verziu bonusového systému, ktorá je pre manažérov viac motivujúca. Spočíva v bonuse obsahujúcom cieľový bonus získaný pri dosiahnutí očakávanej zmeny EVA a fixné percento z rozdielu medzi prírastkom a očakávaným zlepšením EVA. Vzorcom to vyjadríme nasledovne:

$$\text{Bonus} = \text{cieľový bonus} + y\% (\Delta EVA - \text{očakávané zlepšenie EVA})$$

V nasledujúcej tabuľke je zobrazený výpočet výšky bonusu, ktorý by zamestnanci dosiahli pri odmeňovaní na základe verzie XY. Vychádzala som zo vzorca, ktorý je po dosadení hodnôt nasledovný:  $\text{Bonus} = (3\% * EVA) + (6\% * \Delta EVA)$

v EUR	2007	2008	2009	2010
EVA	145 570	72 865	-247 882	-408 993
EVA * 3%	149 937	75 051	-255 319	-421 263
$\Delta$ EVA	-	-72 705	-320 747	-656 875
$\Delta$ EVA*6%	-	-77 067	-339 992	-696 288
Bonus	-	-2 016	-595 311	-1 117 550
Bonus bank	-	-2 016	-597 327	-1 714 878
<b>Vyplatený bonus</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Tab. 42. Prepočet bonusu manažérov podľa verzie XY [Vlastné spracovanie]

Keďže spoločnosť nedosahuje prírastky EVA, nevytvára sa bonus a prehlbuje sa záporná hodnota na bonusovom účte. Zavedenie nového systému odmeňovania by bolo pre zamestnancov motivujúce a spoločnosť by v nasledujúcich obdobiach mohla tvoriť hodnotu.

#### 10.3.4 Mindset

Ako posledný krok v rámci implementácie konceptu EVA do riadenia podniku je zaškolenie pracovníkov a zvýšenie ich vedomostí o využití a užitočnosti EVA ako meradla výkonnosti. Táto oblasť implementácie odpovedá na otázky:

##### *Ktorí pracovníci budú zaškolení*

Získať vedomosti o metóde EVA potrebujú všetci pracovníci, ktorí sa budú na tvorbe hodnoty podieľať. V prvom rade musí byť zaškolená riadiaca skupina, ktorá bude prijímať dôležité strategické rozhodnutia o zavedení EVA. Zaškolenie ďalších vedúcich pracovníkov a ostatných pracovníkov by malo prebehnúť až po prijatí rozhodnutí riadiacim tímom. Ten totiž určuje akým štýlom a ako často sa bude EVA počítať a jej výsledky zverejňovať a akým spôsobom budú zamestnanci odmeňovaní. Je totiž zbytočné zaťažovať všetkých pracovníkov príliš veľkými informáciami o metóde EVA. Stačí sa zamerať na vybranú časť informácií, ktoré budú reálne potrebovať a využívať.

##### *Akým spôsobom bude školenie prebiehať*

Pracovníkov by mal zaškolovať niekto, kto má dostatočné znalosti o používaní metódy EVA. Spoločnosť môže využiť poradenskú firmu, ako sú napr. GRADIENT5 alebo PARTNER Consulting s.r.o. Tieto spoločnosti sú zaregistrované ako poradenské a dokážu pre firmu VOD-EKO a.s. Trenčín pripraviť semináre a školenia. Tieto semináre a školenia by som odporúčala pripraviť len pre členov riadiacej skupiny a ostatných pracovníkov zaškoliť v rámci porady, seminára, alebo školenia členmi riadiaceho tímu. Ten poskytne len

potrebné informácie, ktoré budú pracovníci potrebovať a využívať. Je dôležité všetkým pracovníkom zdôrazniť zmenu podnikového cieľa z maximalizácie zisku na maximalizáciu hodnoty a vysvetliť im, akým spôsobom sa budú na tomto ciele zúčastňovať a ako budú za to ohodnotení. Zamestnanci by zo školenia mali mať postačujúce vedomosti o EVA a byť dostatočne motivovaní k tvorbe hodnoty.

Druhou možnosťou zaškolenia je, že spoločnosť nebude využívať žiadnu poradenskú spoločnosť a zaškolí sa sama. Ako som už spomínala, v tíme by mal byť zastúpený človek, ktorý má s metódou EVA skúsenosti, a ten by mohol viesť skupinu a zaškoliť ju. Ostatným pracovníkom už nie je potrebné podávať podrobné informácie, postačujúce budú len tie, ktoré sú nevyhnutné pre pochopenie EVA. Informácie na tejto úrovni už môžu poskytnúť aj členovia riadiaceho tímu.

Školenie pracovníkov by malo prebiehať v pravidelnej dobe, odporúčam 8 dní po 8 hodinách. Pracovníkom na nižších úrovniach postačí jednorazové zaškolenie, kde im bude vysvetlená iba hlavná myšlienka EVA, dôvody jej zavedenia, účasť pracovníkov na jej zvyšovaní a spôsob odmeňovania.

Všetkým zamestnancom by mali byť rozdane materiály v papierovej podobe pre prípadné doštudovanie alebo záujem zamestnancov.

#### **10.4 Plán implementácie**

Pri zavádzaní konceptu EVA do riadenia podniku treba vytvoriť plán, pretože implementácia si vyžaduje dlhšie časové obdobie. Pre jednotlivé časti implementačného plánu budú poverené konkrétne osoby, ktoré budú za aktivity zodpovedné, pričom za celý proces implementácie bude zodpovedný generálny riaditeľ. Dá sa predpokladať, že proces implementácie bude trvať približne 6 mesiacov. Tento čas sa môže samozrejme skrátiť alebo natiahnuť. Nie je možné zostaviť presný implementačný plán, pretože proces zavádzania záleží na rôznych faktoroch, ako sú schopnosti členov riadiacej skupiny a komunikácia medzi nimi.

Spoločnosť si musí stanoviť, na akej úrovni bude implementácia prebiehať. Či sa rozhodne pre poradenskú firmu alebo si implementačný proces spraví sama. Firme by som odporučila si implementačný plán spraviť vo vlastnej réžii, pretože to spoločnosť vyjde lacnejšie. Keďže v spoločnosti nie je pracovník, ktorý by disponoval dostatočnými vedomosťami a znalosťami o koncepte EVA, mala by si firma prizvať externú osobu so skúsenosťami

s metódou EVA. Táto osoba by sa mohla zúčastniť aj procesu zaškolenia riadiacej skupiny. Zaškolenie ostatných pracovníkov by prebiehalo členmi tejto skupiny.

Časový harmonogram procesu implementácie je znázornený v nasledujúcej tabuľke.

Aktivity/mesiac	1	2	3	4	5	6
Rozhodnutie o implementácii EVA						
Vytvorenie riadiacej skupiny						
Voľba externého poradcu						
Školenie riadiacej skupiny						
Measurement						
Management						
Motivation						
Školenie zamestnancov						
Kontrola						
Zavedenie konceptu EVA						

Tab. 43. Časový harmonogram implementačného procesu [Vlastné spracovanie]

Vyššie uvedený časový harmonogram implementácie by mal slúžiť pre firmu ako orientačný, pretože dĺžka jednotlivých častí sa nedá presne stanoviť. Každopádne najviac času bude venovaného školeniu riadiacej skupiny a následne pracovníkov, a tiež tvorbe strategických rozhodnutí, pričom dĺžka trvania implementácie vychádza na 6 mesiacov. Zavedenie konceptu EVA do riadenia podniku by začalo k 1.1. Preto je treba začať s tvorbou implementačného plánu najmenej 6 mesiacov predtým, odporúčam však dlhšiu dobu, a to 8 mesiacov, pre prípad náhodných udalostí, ktoré by projekt implementácie zdržali. Pred samotným zavedením konceptu EVA je potrebné spraviť kontrolu všetkých aktivít plánu implementácie. Je potrebné skontrolovať, či riadiaca skupina prediskutovala všetky dôležité otázky a stanovila rozhodnutia, či boli všetci zamestnanci zaškolení a začlenení do systému odmeňovania na základe tvorby hodnoty, a či sú všetky prijaté rozhodnutia v súlade s víziou a stratégiou spoločnosti. Po kontrole týchto aktivít môže spoločnosť prejsť k samotnej implementácii konceptu EVA.

Za jednotlivé časti implementačného plánu je treba stanoviť zodpovedné osoby, ktoré sú uvedené v nasledujúcej tabuľke. Za celý proces implementácie je potom zodpovedný generálny riaditeľ.

Aktivity	Zodpovednosť
Rozhodnutie o implementácii EVA	generálny riaditeľ
Vytvorenie riadiacej skupiny	generálny riaditeľ
Voľba externého poradcu	vedúci riadiacej skupiny
Školenie riadiacej skupiny	externý poradca
Measurement	riadiaca skupina
Management	riadiaca skupina
Motivation	riadiaca skupina
Kontrola	riadiaca skupina
Školenie zamestnancov	manažéri a vedúci oddelení
Zavedenie konceptu EVA	ekonomická riaditeľka

Tab. 44. Zodpovedné osoby za jednotlivé časti implementačného plánu [Vlastné spracovanie]

## 10.5 Zhodnotenie projektu implementácie

Záverom zhodnotím projekt implementácie konceptu EVA do spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín, vymedzím prínosy, ktoré plynú z implementácie a náklady, ktoré si implementácia vyžaduje, a tiež riziká, ktoré sú spojené so zavedením.

### 10.5.1 Prínosy

Na základe hodnotenia spoločnosti pomocou ekonomickej pridanej hodnoty je zjavné, že podnik nevytvára hodnotu pre svojich vlastníkov a túto hodnotu každoročne znižuje až do záporných čísel. Implementáciou EVA do riadenia podniku by spoločnosť VOD-EKO a.s. Trenčín mohla lepšie riadiť tvorbu hodnoty a pri identifikácii faktorov podieľajúcich sa na jej tvorbe pomocou pyramídového rozkladu lepšie určiť faktory, ktoré pôsobia pozitívne, a ktoré naopak negatívne na tvorbu hodnoty. Ich identifikáciou ich môže firma lepšie riadiť a usmerňovať. Zavedením motivačného nástroja založeného na účasti zamestnancov na vytvorenej hodnote sa zlúčia ciele všetkých zainteresovaných strán, pretože zamestnanci sa budú snažiť o maximalizáciu hodnoty, ktorú požadujú vlastníci.

Spoločnosť v súčasnosti nevie presne odhadnúť budúci vývoj prínosov po implementácii EVA do riadenia podniku, pretože nepozná budúci vývoj situácie na trhu.

### 10.5.2 Náklady

Nasledující tabulka zobrazuje časovou náročnost implementace konceptu EVA v hodinách. Jednotlivým aktivitám je přidán určitý počet hodin, které budou potřebovat.

Aktivity	Časový rámec (hod.)
Rozhodnutí o implementaci EVA	4
Vytvoření řídicí skupiny	7
Volba externího poradce	4
Školení řídicí skupiny	80
Measurement	80
Management	50
Motivation	50
Školení zaměstnanců	88
Kontrola	16
Zavedení konceptu EVA	8
<b>Celkem</b>	<b>387</b>

Tab. 45 Časový rámec pro aktivity implementace v hod. [Vlastné zpracování]

V následující tabulce je podrobněji popsán časový rámec školení jednotlivých skupin zaměstnanců.

Aktivity	Počet dní	Počet hodin	Celkem
Školení členů řídicí skupiny	10	8	80
Školení vedoucích pracovníků, pracovníků ekonomického a personálního oddělení	8	8	64
Školení zaměstnanců na nižší úrovni	4	6	24
<b>Celkem</b>			<b>168</b>

Tab. 46. Časový rámec školení pracovníků [Vlastné zpracování]

Celkový potřebný čas potřebný na implementaci EVA do řízení podniku VOD-EKO a.s. Trenčín je 387 hodin a předpokládaná doba trvání je 6 měsíců. Nejvíce času zabere zaškolení pracovníků. V prvním řádku budou zaškoleni členové řídicího týmu, přičemž školení bude trvat 2 týdny, tedy 10 pracovních dní po 8 hodinách. Tí musí kompletně pochopit koncept EVA, jeho výpočty, využití a užitočnost. Pracovníci budou školeni externím poradcem způsobem seminářů, případových studií, příklady z praxe a dotazy pracovníků. V rámci těchto školení bude externí poradce pracovníkům nápomocný při tvorbě strategických rozhodnutí, které se mohou stát součástí školení. Potom budou zaškoleni vedoucí pracovníci, a pracovníci ekonomického a personálního oddělení, přičemž školení bu-

de trvať 8 dní po 8 hodinách. Na záver budú zaškolení pracovníci na nižších úrovniach a tí, ktorí nepotrebujú podrobnú znalosť o EVA. Budú rozdelení do tímov po 15 členoch. Takto nám vyjde 12 tímov. Pre týchto pracovníkov bude školenie prebiehať jednorázovo, počas dvoch hodín. Za deň sa stihnú preškoliť 3 skupiny a za 4 dni budú preškolené všetky skupiny. Vedúcich pracovníkov, pracovníkov ekonomického a personálneho oddelenia a zamestnancov na nižšej úrovni budú preškoľovať členovia riadiacej skupiny.

Predpokladané náklady spojené s implementáciou EVA do riadenia podniku VOD-EKO a.s. Trenčín sú uvedené v nasledujúcej tabuľke, ktoré sú členené podľa ich väzby na jednotlivé aktivity.

Položka	Výška nákladov (v EUR)
Školenie riadiacej skupiny	2 400
Školenie ostatných pracovníkov (oportunitné náklady)	148
Software	2 000
Náklady na tvorbu dokumentu a brožúr	190
<b>Celkom</b>	<b>4 738</b>

*Tab. 47. Náklady na implementáciu EVA podľa jednotlivých aktivít [Vlastné spracovanie]*

Riadiaca skupina bude zaškolená externým poradcom, čo pre firmu znamená náklad v hodnote 2400 Eur. Toto zaškoľovanie bude trvať 80 hodín, pričom cena externého poradcu je 40 Eur na hodinu. Táto čiastka však nie je konečná, pretože sa môže meniť v závislosti od miesta bydliska poradcu, kedy je potrebné zvážiť úhradu jeho ubytovania, stravovania, a dochádzania.

Školenie ďalších pracovníkov bude prebiehať v podniku a bude sprostredkované členom riadiacej skupiny. Náklady na toto školenie predstavujú oportunitné náklady, ktoré firma reálne nevyvalozí, ale vlastník sa školením zamestnancov vzdáva príjmu, ktorý by získal prácou zamestnancov v oblasti, do ktorej boli najatí.

Pri výpočte oportunitných nákladov budem vychádzať z počtu hodín potrebných pre zaškolenie pracovníkov a ich priemernej hodinovej mzdy. Keďže firma neposkytuje údaje o jednotlivých mzdách, budem vychádzať z priemernej hodinovej mzdy za odvetvie stavebníctva, ktorá je 2,3 Eur. Oportunitné náklady za nevykonanú prácu v čase školenia pre firmu predstavujú hodnotu 148 Eur.

V rámci školenia riadiacej skupiny nebudem počítat' s oportunitnými nákladmi, pretože čas strávený ich zaškolením a následne zaškolením ďalších pracovníkov budem považovať za vykonávanie ich práce.

Pre zavedenie EVA je potrebné nastaviť aj informačný systém, a to zavedením nového softwaru, napr. program EVALENT, ktorý slúži na výpočet EVA, a to v hodnote 2000 Eur.

Pre všetkých zamestnancov budú k dispozícii vzdelávacie brožúry, ktoré budú obsahovať informácie o EVA. Predpokladám, že brožúra bude mať 40 strán, potom náklady na jej vyhotovenie vyjdú na 190 Eur.

Celkové náklady na implementáciu EVA do riadenie podniku tvoria celkovú sumu 4738 Eur.

### **10.5.3 Riziká**

Každý projekt so sebou prináša určité riziká. Riziko predstavuje pravdepodobnosť vzniku negatívneho javu, ktorý by mohol projekt ohroziť. Preto je treba riziká predvídať a analyzovať, aby firma bola pripravená na ich zvládnutie. Za hlavné riziká v projekte implementácie konceptu EVA sa považuje finančné riziká, personálne riziká a riziká zo zavedenia EVA.

#### ***Finančné riziká***

1. Hlavným finančným rizikom je nedostatok finančných zdrojov na implementáciu projektu, čím by tento projekt mohol byť obmedzený alebo neuskutočiteľný.
2. Finančným rizikom je tiež zvýšenie cien. Môžu sa tak navýšiť finančné prostriedky vyplatené externému poradcovi alebo za zavedenie nového softwaru.

#### ***Personálne riziká***

3. Riadiaca skupina neprijme správne strategické rozhodnutia, čím v konečnom dôsledku zabráni tvorbe hodnoty.
4. Zamestnanci nebudú presvedčení o potrebe zavedenia konceptu EVA a nebudú ochotní prejsť zo zavedeného systému na nový, čo značne naruší proces implementácie a tvorbu hodnoty.
5. Zamestnanci nepochopia koncept EVA, svoju úlohu a účasť na tvorbe hodnoty, čím ju môžu znižovať.



***Riziká zo zavedenia EVA***

6. Napriek implementácii EVA podnik nemusí vytvárať hodnotu, a zavedenie EVA sa tak stane neúspešným.
7. Kľúčové faktory, ktoré sa na EVA najviac podieľajú nebudú správne identifikované.

***Opatrenia k obmedzeniu rizík***

1. Je potrebné naplánovať rozpočet pre projekt, v ktorom budú stanovené aj odchýlky a vytvoriť rezervy na prípadné ďalšie náklady.
2. Riziku zvýšenia cien sa dá predísť uzavretím predčasných zmlúv, alebo poprípade čerpaním zdrojov z vytvorených rezerv.
3. Strategické rozhodnutia by mali byť prijímané za prítomnosti externého poradcu. Ako som už uvádzala, súčasťou školení externým poradcom bude aj príprava strategických rozhodnutí. Dáva to priestor pre riadiacu skupinu všetky rozhodnutia konzultovať a radiť sa.
4. Toto riziko sa dá odstrániť dôkladnou komunikáciou a vysvetlením zamestnancom ich účasť na tvorbe hodnoty. Je dôležité, aby boli správne motivovaní, čo ich presvedčí o potrebe zavedenia EVA a jej užitočnosti nielen pre podnik, ale aj pre nich. Následnou kontrolou spoločnosť zistí, aký záujem majú zamestnanci na tvorbe hodnoty ako hlavného cieľa podniku. V prípade nedostatočného záujmu môže zaviesť dodatočné školenia a dať zamestnancom priestor na ich dotazy a pripomienky.
5. Pokiaľ pri následnej kontrole vedenie zistí, že zamestnanci dostatočne nepochopili princíp EVA, môže zaviesť dodatočné školenia. Pre zamedzenie tohto rizika sa odporúča priestor na dotazy a otázky k danej téme v priebehu školenia, aby mali zamestnanci možnosť ujasniť si všetky nimi nepochopené informácie.
6. Vznik rizika z nevytvárania hodnoty pre vlastníkov môže byť zapríčinený nevhodne zvolenými strategickými rozhodnutiami, nedostatočným pochopením EVA zamestnancami a ich nedostatočnou motiváciou. K zamedzeniu tohto rizika je potrebné spraviť vyššie uvedené opatrenia, ako je dôkladná následná kontrola, komunikácia so zamestnancami, a využitie externého poradcu pri vytváraní strategických rozhodnutí.

7. Riziku z nesprávneho identifikovania kľúčových faktorov sa dá predísť dôkladným školením a overením si znalostí formou testu, kedy pracovníci zistia, či správne pochopili princíp EVA.

## ZÁVĚR

Cieľom tejto diplomovej práce bolo vyhodnotiť výkonnosť podniku VOD-EKO a.s. Trenčín pomocou moderného ukazovateľa merania výkonnosti EVA a jeho následná implementácia do riadenia podniku VOD-EKO a.s. Trenčín.

V teoretickej časti, ktorá slúžila ako podklad pre praktickú časť a zavedenie projektu, boli definované hlavné pojmy ako hodnota a výkonnosť. Ďalej boli predstavené možnosti merania výkonnosti podniku pomocou tradičných ukazovateľov vychádzajúcich z účtovných dát, ich nedostatky a kritika, a moderných ukazovateľov so zameraním na EVA a jej implementáciu do podniku.

V praktickej časti bola predstavená analyzovaná spoločnosť, jej vnútorné a vonkajšie podmienky, a následne bola spravená analýza výkonnosti podľa tradičných ukazovateľov a finančnej analýzy, ktoré firma v súčasnosti používa.

Z analýzy výsledku hospodárenia bola zistená kladná hodnota, aj keď v priebehu sledovaných rokov postupne klesá. Pri analýze cash flow, ktorá vychádza zo skutočných príjmov a výdajov je viditeľné značné znižovanie hodnoty, a to z hodnoty 1 107 169 Eur na hodnotu -183 098 Eur.

Rozdielové ukazovatele poukazujú na pozitívny vývoj a na dostatočnú likviditu firmy. V rámci pomerových ukazovateľov analýza zadlženosti dosahuje pozitívne výsledky. Pozornosť treba venovať pohotovej likvidite, ktorá hovorí, že spoločnosť v posledných dvoch rokoch drží na účte príliš veľa finančných prostriedkov a nezhodnocuje ich. Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu má v sledovaných rokoch výrazne klesajúci charakter, čo pre vlastníkov znamená stále menšiu vôľu investovať svoj kapitál do spoločnosti. Z ukazovateľov aktivity sa treba zamerať na obrat zásob, ktorý v priebehu dvoch rokov klesol na polovicu, čo môže znamenať nadbytočné zásoby. Tento ukazovateľ potvrdzuje aj doba obratu zásob, ktorá sa zvýšila. Kým v roku 2008 stačilo 7,64 dní na obeh peňazí cez výrobu späť do peňazí, v roku 2010 tento obeh potrebuje 17,1 dní. Všimnúť si treba aj dobu obratu pohľadávok, kedy sú peniaze viazané vo forme pohľadávky takmer polovicu roka. Spolu s ukazovateľom doby splatnosti záväzkov môže vytvárať problém pre spoločnosť, ktorá musí platiť rýchlejšie, než jej je platené.

Následne bola vykonaná analýza výkonnosti podľa moderného ukazovateľa EVA, kde bolo potrebné upraviť účtovné údaje na údaje potrebné pre výpočet a určiť WACC. Pri vymedzení NOA sa aktivoval leasing, vylúčil sa dlhodobý finančný majetok, nedokončené investície a neúročené cudzie zdroje. Vymedzenie NOPAT vychádzalo z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením, z ktorého sa vylúčili platené úroky a implicitné úroky a výsledok hospodárenia z predaja dlhodobého majetku. Upravený výsledok hospodárenia sa následne upravil o daň z príjmu. Pre určenie WACC sa stanovili náklady vlastného a cudzieho kapitálu.

Po úpravách účtovných údajov na ekonomické bol vykonaný samotný výpočet EVA. Bolo zistené, že EVA dosahovala kladnú hodnotu iba v prvých dvoch analyzovaných rokoch a od prvého roku sa jej hodnota znižovala, až sa v roku 2009 dostala do zápornej hodnoty, ktorá sa v roku 2010 ešte viac prehĺbila. Pre zrovnanie bola hodnota EVA vypočítaná aj účtovným modelom, ktorý využíva Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Výsledky sa oproti ekonomickému modelu líšili, preto sa tento postup neodporúča, pretože hodnoty sú skreslené neupravenými dátami.

Následne boli pomocou pyramídového rozkladu identifikované kľúčové faktory, ktoré hodnotu EVA výrazne ovplyvňujú. V spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín sa za kľúčové faktory pri tvorbe hodnoty EVA považuje negatívne pôsobenie spreadu, ako rozdiel výnosnosti investovaného kapitálu a WACC. Ďalšími faktormi, ktoré negatívne ovplyvňujú EVA sú tržby, osobné náklady, odpisy a vzrastajúca úroveň celkových aktív. Na WACC pôsobia negatívne vysoké náklady na vlastný kapitál a vysoký podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále.

Posledná časť práce je zameraná na implementáciu konceptu EVA do riadenia podniku VOD-EKO a.s. Trenčín, ktorá je rozčlenená na jednotlivé kroky, ktoré odporúčajú Young a O'Byrne spolu so systémom 4M. Tieto kroky zahŕňajú prijatie strategických rozhodnutí pre zavedenie EVA, návrh motivačného a odmeňovacieho nástroja pre zamestnancov na základe tvorby hodnoty a postup zaškolovania jednotlivých pracovníkov. Súčasťou projektu je časový plán implementácie a zhodnotenie prínosov, nákladov a rizík plynúcich zo zavedenia EVA do podniku.

Spracovaním tejto práce som využila svoje teoretické znalosti o meraní výkonnosti tradičnými a modernými ukazovateľmi v praxi, čo pre mňa predstavuje prínos. Dúfam, že prínos

som bude aj pre spoločnosť, pretože jej prináša nové informácie o modernom prístupe merania hodnoty a možnosť zavedenia novej metódy do riadenia podniku.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY****Monografia:**

- [1] BLACK, Andrew; WRIGHT, Philip; DAVIES, John. *In search of shareholder value : managing the drivers of performance*. London : PricewaterhouseCoopers, 2001. 366 s. ISBN 0273650831.
- [2] BLAHA, Zdenek ; JINDŘICHOVSKÁ, Irena. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. Praha : Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
- [3] DAMODARAN, Aswath. *Corporate finance : Theory and Practice*. Canada : John Wiley and Sons, Inc., 1997. 876 s. ISBN 0-471-07680-5.
- [4] FIBÍROVÁ, Jana; ŠOLJAKOVÁ, Libuše. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. Praha : ASPI, a.s., 2005. 264 s. ISBN 80-7357-084-X.
- [5] FOTR, Jiří. *Strategické finanční plánování*. Praha : GRADA Publishing, spol. s r.o., 1999. 152 s. ISBN 80-7169-694-3.
- [6] CHAJDIAK, Jozef. *Ekonomická analýza stavu a vývoja firmy*. Bratislava : STATIS, 2004. 353 s. ISBN 80-85659-32-8.
- [7] MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha : EKOPRESS, s.r.o., 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [8] MURRIN, Jack; COPELAND, Tom; KOLLER, Tim. *Valuation : Measuring and managing the value of companies*. United States of America : Mc Kinsey and Company, Inc., 2000. 494 s.
- [9] PARMENTER, David. *Klíčové ukazatele výkonnosti*. Praha : Česká společnost pro jakost, 2008. 242 s. ISBN 978-80-02-02083-7.
- [10] PAVELKOVÁ, Drahomíra, KNÁPKOVÁ, Adriana. *Podnikové finance : Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín : Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007. 293 s. ISBN 978-80-7318-593-0.
- [11] PAVELKOVÁ, Drahomíra; KNAPKOVÁ, Adriana. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : LINDE, 2009. 333 s. ISBN 80-86131-63-7.

- [12] PAVELKOVÁ, Drahomíra, KNÁPKOVÁ, Adriana, PÁLKA, Přemysl. *Podnikové finance : Sbírka příkladů*. Zlín : Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. 92 s. ISBN 978-80-7318-731-6.
- [13] STRÁŽOVSKÁ, Helena. *Obchodné podnikanie II. : Analýza*. Bratislava : Ekonomická univerzita, 1995. 182 s. ISBN 80-225-0662-1.
- [14] STRINKOVÁ, Viera. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : SPRINT vfra, 1999. 232 s. ISBN 80-8888-48-36-9.
- [15] TÓTHOVÁ, Alena. *Moderné postupy v procese tvorby finančného plánu podniku*. Bratislava : EKONÓM, 2009. 150 s. ISBN 978-80-225-2671-5.
- [16] WAGNER, Jaroslav. *Měření výkonnosti: jak měřit , vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. Praha : GRADA, 2009. 248 s. ISBN 978-80-247-2924-4.
- [17] WAGNEROVÁ, Irena. *Hodnocení a řízení výkonnosti*. Praha : GRADA, 2008. 128 s. ISBN 978-80-247-2361-7.
- [18] YOUNG, S. David, O`BYRNE, Stephen F. *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.
- [19] ZALAI, Karol. *Finančno-ekonomická analýzy podniku*. Bratislava : Sprint vfra, 2008. 385 s. ISBN 80-88848-18-0.

#### **Elektronické zdroje:**

- [20] FLETCHER, Harold; BRANNIGAN SMITH, Darlene. Managing for value: Developing a performance measurement system integrating economic value added and the Balanced Scorecard in strategic planning. In *Journal of Business Strategies* [online]. Maryland : Loyola College, 2004 [cit. 2011-04-20]. Dostupné z WWW: <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&hid=122&sid=e64d5acc-2b60-4a2d-b77b-d5b3855cb936%40sessionmgr104>>.
- [21] BOSTAN, Ionel; MATES, Dorel. Implications of the EVA model use in the firm resources performant allocation plan. In *Accounting and Management Information Systems* [online]. Romania : Neznáme, 2004 [cit. 2011-04-20]. Dostupné z WWW:

- <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=13&hid=122&sid=e64d5acc-2b60-4a2d-b77b-d5b3855cb936%40sessionmgr104>>.
- [22] LIN, Chen; ZHILIN, Qiao. Management Science and Engineering. In *Management Science and Engineering* [online]. Neznáme : Neznáme, neznáme [cit. 2011-04-20]. Dostupné z WWW: <neznáme>.
- [23] PETRAVIČIUS, Tomas; TAMOŠIŪNIENĖ, Rima. CORPORATE PERFORMANCE AND THE MEASURES OF VALUE ADDED. In *CORPORATE PERFORMANCE AND THE MEASURES OF VALUE ADDED* [online]. Vilnius : Transport, 2008 [cit. 2011-04-20]. Dostupné z WWW: <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&hid=122&sid=e64d5acc-2b60-4a2d-b77b-d5b3855cb936%40sessionmgr104>>.
- [24] POPA, Gabriela, MIHAILESCU, Laurentiu, CARAGEA, Codin. EVA – Advanced method for performance evaluation in banks. *Economia Seria Management* [online]. 2009, vol. 12, no. 1 [cit. 2011-04-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.management.ase.ro/reveconomia/2009-1s/27.pdf>>.
- [25] SHARMA, Anil. Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. In *International Journal of Economics and Finance* [online]. India : Neznáme, neznáme [cit. 2011-04-20]. Dostupné z WWW: <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=14&hid=122&sid=e64d5acc-2b60-4a2d-b77b-d5b3855cb936%40sessionmgr104>>.
- [26] SINGER, James A., MILLAR, Devin L. Value-Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco. *EVALuation* [online]. 2003, vol. 5, no. 1 [cit. 2011-04-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.eva.com/content/evaluation/info/042003.pdf>>.
- [27] STERN, Joel; SHIELY, John. Roadblocks to the embrace of EVA. In *Shareholder value* [online]. Neznáme : Neznáme, neznáme [cit. 2011-04-20]. Dostupné z WWW: <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=19&hid=122&sid=e64d5acc-2b60-4a2d-b77b-d5b3855cb936%40sessionmgr104>>.
- [28] *Damodaran* [online]. [cit. 2010]. Dostupný z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.



- [29] *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2011] Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.
- [30] Sazby PRIBOR - měsíční a roční průměry. *Česká národní banka* [online]. 2010 [cit. 2011-04-20]. Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/prumerne\\_form.jsp](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp)>.
- [31] *Štatistický úrad Slovenskej republiky* [online]. [cit. 2011-04-20] Dostupný z WWW: <<http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=187>>
- [32] *Štatistický úrad Slovenskej republiky* [online]. [cit. 2011-04-20] Dostupný z WWW: <<http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=5515>>
- [33] KOPČEKOVÁ, Miriam. *Příležitosti a ohrožení pro české malé a střední podniky po vstupu české republiky do evropské unie* [online]. Brno : Masarykova univerzita, 2006. 98 s. Diplomová práce. Masarykova univerzita. Dostupné z WWW: <[is.muni.cz/th/137352/esf\\_m/DP\\_-\\_Miriam\\_Kopceková.doc](http://is.muni.cz/th/137352/esf_m/DP_-_Miriam_Kopceková.doc)>.

**Ostatné zdroje:**

- [34] Interné materiály spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

$\beta$	Koeficient relativnej rizikovosti podniku vo vzťahu k priemernej rizikovosti trhu
$\beta_N$	$\beta$ vlastného kapitálu pri nulovom zadžení
$\beta_Z$	$\beta$ vlastného kapitálu u zadženého podniku
A	Celkové aktíva
BCF	Brutto cash flow
BL	Bežná likvidita
BÚ	Bankový úver
C	Kapitál viazaný v aktívach, ktoré slúžia operatívnej činnosti
CAPM	Model oceňovania kapitálových aktív
$CF_t$	Peňažné toky planúce z realizácie investičného projektu v jednotlivých rokoch investície
CFROI	Prevádzková návratnosť investície
CK	Cudzí kapitál
CROGA	Hotovostná rentabilita brutto aktív
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČZ	Čistý zisk
d	Daňová sadzba
DCF	Diskontované cash flow
DCP	Dlhodobé cenné papiere
DFM	Dlhodobý finančný majetok
DHM	Dlhodobý hmotný majetok
DM	Dlhodobý majetok
DNM	Dlhodobý nehmotný majetok

---

$E(R_m)$	Očakávaná priemerná výnosnosť kapitálového trhu
EAT	Čistý zisk po zdanení
EBT	Zisk pred zdanením
EBIT	Zisk pred úrokmi a zdanením
EBITDA	Zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi
ER	Excess Return
EÚ	Európska únia
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
FCF	Voľné cash flow
GA	Brutto aktíva
$i$	Úroková miera
I	Investícia
IAS	Medzinárodné účtovné štandardy
IRR	Vnútorne výnosové percento
K	Kapitálový výdaj
K	Celkový kapitál
KCZ	Krátkodobé cudzie zdroje
KFM	Krátkodobý finančný majetok
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR
MVA	Tržná pridaná hodnota
$n$	Počet rokov
$N_{CK}$	Náklady na cudzí kapitál
$N_{VK}$	Náklady na vlastný kapitál
NA	Hodnota neodpisovaných aktív
NOA	Čisté operatívne aktíva

---

NOPAT	Čistý operativní zisk po zdanění
NPV	Čistá současná hodnota
NÚ	Nákladové úroky
OA	Obežné aktiva
OATCF	prevádzkové cash flow po zdanení
OL	Okamžitá likvidita
OM	Obežný majetok
OP	Opravná položka
$P_t$	Peňažné toky v jednotlivých rokoch
PH	Pridaná hodnota
PO	Právnická osoba
PL	Pohotová likvidita
PRIBOR	Referenčná medzibanková úroková sadzba
PV	Súčasná hodnota budúcich úžitkov z investície
$r_e$	Náklady na vlastný kapitál
$r_f$	Výnosnosť bezrizikových aktív
$r_{finstab.}$	Vyjadrenie schopnosti podniku vyrovnat' sa so záväzkami
$r_{finstr.}$	Vyjadrenie delenia produkčnej sily
$r_{LA}$	Riziková prirážka na nižšiu likvidnosť akcie na trhu
$r_{obchodné}$	Riziková prirážka za obchodné riziko
ROA	Rentabilita aktív
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROI	Návratnosť investície
RONA	Rentabilita čistých operatívnych aktív
ROS	Rentabilita tržieb

---

SH	Súčasná hodnota
SHV	Samostatne hnutelné veci a súbory hnutelných vecí
SV	Shareholder value
SVA	Pridaná hodnota pre akcionárov
t	jednotlivé roky
T	Tržby
T	Sadzba dane z príjmu
TSR	Celkové bohatstvo akcionárov
VH	Výsledok hospodárenia
VK	Vlastný kapitál
WACC	Priemerné vážené náklady na kapitál

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

<i>Obr. 1. Logo spoločnosti [34] .....</i>	<i>47</i>
<i>Obr. 2. Vzdelanostná štruktúra zamestnancov [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>50</i>
<i>Obr. 3. Veková štruktúra zamestnancov [Vlastné spracovanie podľa 34] .....</i>	<i>50</i>
<i>Obr. 4. Organizačná štruktúra spoločnosti [34] .....</i>	<i>51</i>
<i>Obr. 5. VH za účtovné obdobie v rokoch 2007-2010 [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>61</i>
<i>Obr. 6. Delenie hospodárskeho výsledku pred úrokmi a zdanením [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>61</i>
<i>Obr. 7. Vybrané ukazovatele rentability [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>65</i>
<i>Obr. 8. Vybrané ukazovatele aktivity [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>67</i>
<i>Obr. 9. Vývoj EVA a vstupných veličín pre výpočet ekonomického modelu EVA [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>82</i>
<i>Obr. 10. Vývoj EVA a vstupných veličín pre výpočet účtovného modelu EVA [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>83</i>
<i>Obr. 11. Postup pri implementácii konceptu EVA [Vlastné spracovanie] .....</i>	<i>91</i>

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1. Vývoj ukazovateľov finančnej výkonnosti podniku [11]</i> .....	15
<i>Tab. 2. Počet zamestnancov v spoločnosti [Vlastné spracovanie]</i> .....	50
<i>Tab. 3. Prehľad stavebnej produkcie v rokoch 2007-2010 v mil. Eur [Vlastné spracovanie podľa 32]</i> .....	53
<i>Tab. 4. Silné a slabé stránky spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín [Vlastné spracovanie]</i> .....	54
<i>Tab. 5. Príležitosti a hrozby spoločnosti VOD-EKO a.s. Trenčín [Vlastné spracovanie]</i> .....	55
<i>Tab. 6. Vývoj hospodárskeho výsledku [Vlastné spracovanie]</i> .....	60
<i>Tab. 7. Delenie hospodárskeho výsledku pred úrokmi a zdanením [Vlastné spracovanie]</i> .....	61
<i>Tab. 8. Vývoj cash flow [Vlastné spracovanie]</i> .....	62
<i>Tab. 9. ČPK spoločnosti [vlastné spracovanie podľa 21]</i> .....	63
<i>Tab. 10. Ukazovatele zadlženosti spoločnosti [Vlastné spracovanie]</i> .....	63
<i>Tab. 11. Ukazovatele likvidity [Vlastné spracovanie]</i> .....	64
<i>Tab. 12. Ukazovatele rentability [Vlastné spracovanie]</i> .....	65
<i>Tab. 13. Multiplikátor vlastného kapitálu [Vlastné spracovanie]</i> .....	66
<i>Tab. 14. Ukazovatele aktivity [Vlastné spracovanie]</i> .....	66
<i>Tab. 15. Altmanovo Z-skóre [Vlastné spracovanie]</i> .....	68
<i>Tab. 16. Súčasná hodnota leasingových splátok s ich členením na krátkodobé a dlhodobé [Vlastné spracovanie]</i> .....	70
<i>Tab. 17. Výpočet SH leasingových splátok v roku 2008 [Vlastné spracovanie]</i> .....	70
<i>Tab. 18. Výpočet SH leasingových splátok v roku 2009 [Vlastné spracovanie]</i> .....	70
<i>Tab. 19. Výpočet SH leasingových splátok v roku 2010 [Vlastné spracovanie]</i> .....	70
<i>Tab. 20. Hodnota dlhodobého finančného majetku [Vlastné spracovanie]</i> .....	71
<i>Tab. 21. Hodnota nedokončených investícií [Vlastné spracovanie]</i> .....	72
<i>Tab. 22. Hodnota neúročených cudzích zdrojov [Vlastné spracovanie]</i> .....	72
<i>Tab. 23. Vymedzenie NOA (aktívnej časti rozvahy) [Vlastné spracovanie]</i> .....	73
<i>Tab. 24. Vývoj nákladových úrokov [Vlastné spracovanie]</i> .....	73
<i>Tab. 25. Vývoj VH z predaja dlhodobého majetku [Vlastné spracovanie]</i> .....	74
<i>Tab. 26. Vymedzenie NOPAT [Vlastné spracovanie]</i> .....	74

<i>Tab. 27. Vymedzenie C (pasívnej časti rozvahy) [Vlastné spracovanie]</i> .....	75
<i>Tab. 28. Náklady na bankové úvery – skutočné [Vlastné spracovanie]</i> .....	76
<i>Tab. 29. Náklady na bankové úvery – 1. Alternatíva [Vlastné spracovanie]</i> .....	76
<i>Tab. 30. Náklady na bankové úvery – 2. Alternatíva [Vlastné spracovanie]</i> .....	77
<i>Tab. 31. Náklady na bankové úvery - 3. Alternatíva [Vlastné spracovanie]</i> .....	77
<i>Tab. 32. Náklady na bankový úver [Vlastné spracovanie]</i> .....	77
<i>Tab. 33. Odhadnutá úroková sadzba leasingu [Vlastné spracovanie]</i> .....	78
<i>Tab. 34. Priemerné náklady dlhu [Vlastné spracovanie]</i> .....	78
<i>Tab. 35. Výpočet nákladov na kapitál metódou CAPM [Vlastné spracovanie]</i> .....	79
<i>Tab. 36. Odvodenie nákladov na vlastný kapitál z nákladov na cudzí kapitál [Vlastné spracovanie]</i> .....	80
<i>Tab. 37. Výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou [Vlastné spracovanie]</i> .....	80
<i>Tab. 38. Prehľad nákladov na vlastný kapitál vypočítaný rôznymi metódami [Vlastné spracovanie]</i> .....	80
<i>Tab. 39. Výpočet WACC [Vlastné spracovanie]</i> .....	81
<i>Tab. 40. Výpočet EVA podľa ekonomického modelu [Vlastné spracovanie]</i> .....	81
<i>Tab. 41. Výpočet EVA podľa účtovného modelu [Vlastné spracovanie]</i> .....	82
<i>Tab. 42. Prepočet bonusu manažérov podľa verzie XY [Vlastné spracovanie]</i> .....	98
<i>Tab. 43. Časový harmonogram implementačného procesu [Vlastné spracovanie]</i> .....	100
<i>Tab. 44. Zodpovedné osoby za jednotlivé časti implementačného plánu [Vlastné spracovanie]</i> .....	101
<i>Tab. 45. Časový rámec pre aktivity implementácie v hod. [Vlastné spracovanie]</i> .....	102
<i>Tab. 46. Časový rámec školenia pracovníkov [Vlastné spracovanie]</i> .....	102
<i>Tab. 47. Náklady na implementáciu EVA podľa jednotlivých aktivít [Vlastné spracovanie]</i> .....	103



**SEZNAM PŘÍLOH**

- P I: Rozvaha společnosti VOD-EKO a.s. Trenčín v letech 2007-2010 v EUR
- P II: Vertikální analýza v EUR
- P III: Horizontální analýza v EUR
- P IV: Výkaz zisků a ztrát společnosti VOD-EKO a.s. Trenčín v letech 2007-2010 v EUR
- P V: Percentuální rozbor položek výnosů a nákladů společnosti VOD-EKO a.s. Trenčín v letech 2007-2010 v EUR
- P VI: Vývojové trendy položek výnosů a nákladů společnosti VOD-EKO a.s. Trenčín v letech 2007-2010 v EUR
- P VII: Majetek pronajatý formou finančního pronájmu
- P VIII: Pyramidový rozklad EVA společnosti VOD-EKO a.s. Trenčín v letech 2007-2010

**PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLOČNOSTI VOD-EKO A.S. TRENČÍN**  
**V ROKOCH 2007-2010 V EUR**

	2007	2008	2009	2010
<b>AKTÍVA CELKOM</b>	<b>14 961 688</b>	<b>11 592 473</b>	<b>9 828 545</b>	<b>11 725 875</b>
<b>Dlhodobý majetok</b>	<b>3 542 455</b>	<b>3 814 029</b>	<b>3 456 287</b>	<b>3 089 681</b>
<b>DNM</b>	<b>7 662</b>	<b>752</b>	<b>10 515</b>	<b>7 815</b>
- Softwér	7 662	752	10 515	7 815
<b>DHM</b>	<b>3 462 098</b>	<b>3 769 660</b>	<b>3 421 025</b>	<b>3 057 119</b>
- Pozemky	950 428	1 026 513	1 026 513	1 026 513
- Stavby	1 412 236	1 805 684	1 670 037	1 534 390
- SHV	605 764	932 570	719 582	491 323
- Ostatný DHM	830	830	830	830
- Obstarávaný DHM	492 840	4 063	4 063	4 063
<b>DFM</b>	<b>72 695</b>	<b>43 617</b>	<b>24 747</b>	<b>24 747</b>
- Ostatné DCP a podiely	72 695	43 617	24 747	24 747
<b>Obežný majetok</b>	<b>11 005 794</b>	<b>6 577 537</b>	<b>5 877 659</b>	<b>8 576 086</b>
<b>Zásoby</b>	<b>994 383</b>	<b>555 153</b>	<b>712 901</b>	<b>759 877</b>
- Materiál	931 171	520 411	443 376	534 155
- Nedokončená výroba a polotovary	11 381	7 238	211 592	145 659
- Výrobky	50 591	25 924	56 496	78 727
- Tovar	1 240	1 580	1 437	1 336
<b>Dlhodobé pohľadávky</b>	<b>837 544</b>	<b>736 658</b>	<b>553 510</b>	<b>556 096</b>
- Pohľadávky z obch.styku	829 076	700 402	523 883	540 579
- Odložená daňová pohľadávka	8 468	36 256	29 627	15 517
<b>Krátkodobé pohľadávky</b>	<b>7 664 972</b>	<b>4 185 847</b>	<b>3 549 682</b>	<b>6 381 645</b>
- Pohľadávky z obch.styku	7 637 252	4 113 730	3 266 846	6 292 690
- Daňové pohľadávky a dotácie	26 109	52 344	105 701	50 976
- Iné pohľadávky	1 611	19 773	217 135	37 979
<b>Finančné účty</b>	<b>1 508 895</b>	<b>1 099 879</b>	<b>1 061 566</b>	<b>878 468</b>
- Peniaze	9 866	7 409	8 025	7 023
- Účty v bankách	1 499 029	1 092 470	1 053 541	871 445
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>413 439</b>	<b>1 200 907</b>	<b>494 599</b>	<b>60 108</b>
- Náklady budúcich období krátkodobé	41 374	13 247	12 607	9 544
- Príjmy budúcich období dlhodobé	0	0	43 802	0
- Príjmy budúcich období krátkodobé	372 065	1 187 660	438 190	50 564
<b>PASÍVA CELKOM</b>	<b>14 961 688</b>	<b>11 592 473</b>	<b>9 828 545</b>	<b>11 725 875</b>
<b>Vlastné imanie</b>	<b>4 657 266</b>	<b>4 870 771</b>	<b>5 221 062</b>	<b>5 435 608</b>
<b>Základné imanie</b>	<b>1 830 910</b>	<b>1 830 910</b>	<b>1 830 691</b>	<b>1 830 694</b>
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>74 490</b>	<b>45 412</b>	<b>26 758</b>	<b>26 758</b>
- Ostatné kapitálové fondy	74 490	74 490	74 490	74 490
- Nedeliteľný fond	0	0	216	216
- Oceňovacie rozdiely z kap. účastín	0	-29 078	-47 948	-47 948

	2 007	2 008	2 009	2 010
<b>Fondy zo zisku</b>	<b>1 723 824</b>	<b>2 026 179</b>	<b>2 192 149</b>	<b>2 324 929</b>
- Zákonný rezervný fond	366 182	366 182	366 182	366 182
- Štatutárne fondy a ostatné fondy	1 357 642	1 659 997	1 825 967	1 958 747
<b>VH minulých rokov</b>	<b>339 266</b>	<b>339 266</b>	<b>779 780</b>	<b>1 022 070</b>
<b>VH za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>688 776</b>	<b>629 004</b>	<b>391 681</b>	<b>231 157</b>
<b>Závazky</b>	<b>9 796 265</b>	<b>6 019 660</b>	<b>4 183 821</b>	<b>6 116 842</b>
<b>Rezervy</b>	<b>315 694</b>	<b>440 130</b>	<b>403 419</b>	<b>346 103</b>
- Rezervy zákonné krátkodobé	0	175 892	95 481	132 075
- Ostatné dlhodobé rezervy	84 167	74 995	47 818	57 254
- Ostatné krátkodobé rezervy	231 527	189 243	260 120	156 774
<b>Dlhodobé záväzky</b>	<b>258 050</b>	<b>447 704</b>	<b>460 225</b>	<b>381 692</b>
- Dlhodobé záväzky z obch.styku	201 675	203 518	330 571	301 830
- Záväzky zo sociálneho fondu	56 375	71 059	79 699	79 812
- Ostatné dlhodobé záväzky	0	173 127	49 955	50
<b>Krátkodobé záväzky</b>	<b>7 297 274</b>	<b>4 257 764</b>	<b>2 651 687</b>	<b>4 887 681</b>
- Záväzky z obch. styku	6 947 281	3 613 065	2 151 753	4 459 553
- Nevyfakturované dodávky	8 909	8 422	8 683	2 990
- Záväzky voči spoločníkom	176	166 146	176	176
- Záväzky voči zamestnancom	182 786	176 059	120 100	151 753
- Záväzky zo soc. poistenia	113 921	107 582	73 217	87 357
- Daňové záväzky a dotácie	37 929	63 310	168 719	130 191
- Ostatné záväzky	6 272	123 180	129 039	55 661
<b>Bankové úvery a výpomoci</b>	<b>1 925 247</b>	<b>874 062</b>	<b>668 490</b>	<b>501 366</b>
- Bankové úvery dlhodobé	1 604 328	553 143	501 366	334 242
- Bežné bankové úvery	320 919	320 919	167 124	167 124
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>508 157</b>	<b>702 042</b>	<b>423 662</b>	<b>173 425</b>
- Výdavky budúcich období krátkodobé	0	0	33	0
- Výnosy budúcich období dlhodobé	0	0	20 607	112 562
- Výnosy budúcich období krátkodobé	508 157	702 042	403 022	60 863

[Vlastné spracovanie podľa 34]

## PŘÍLOHA P II: VERTIKÁLNA ANALÝZA V EUR

	2007		2008		2009		2010	
<b>AKTÍVA CELKOM</b>	<b>14 961 688</b>	<b>100%</b>	<b>11 592 473</b>	<b>100%</b>	<b>9 828 545</b>	<b>100%</b>	<b>11 725 875</b>	<b>100%</b>
<b>Dlhodobý majetok</b>	<b>3 542 455</b>	<b>24%</b>	<b>3 814 029</b>	<b>33%</b>	<b>3 456 287</b>	<b>35%</b>	<b>3 089 681</b>	<b>26%</b>
<b>DNM</b>	<b>7 662</b>	<b>0%</b>	<b>752</b>	<b>0%</b>	<b>10 515</b>	<b>0%</b>	<b>7 815</b>	<b>0%</b>
- Softwér	7 662	0%	752	0%	10 515	0%	7 815	0%
<b>DHM</b>	<b>3 462 098</b>	<b>23%</b>	<b>3 769 660</b>	<b>33%</b>	<b>3 421 025</b>	<b>35%</b>	<b>3 057 119</b>	<b>26%</b>
- Pozemky	950 428	6%	1 026 513	9%	1 026 513	10%	1 026 513	9%
- Stavby	1 412 236	9%	1 805 684	16%	1 670 037	17%	1 534 390	13%
- SHV	605 764	4%	932 570	8%	719 582	7%	491 323	4%
- Ostatný DHM	830	0%	830	0%	830	0%	830	0%
- Obstarávaný DHM	492 840	3%	4 063	0%	4 063	0%	4 063	0%
<b>DFM</b>	<b>72 695</b>	<b>0%</b>	<b>43 617</b>	<b>0%</b>	<b>24 747</b>	<b>0%</b>	<b>24 747</b>	<b>0%</b>
- Ostatné DCP a podiely	72 695	0%	43 617	0%	24 747	0%	24 747	0%
<b>Obežný majetok</b>	<b>11 005 794</b>	<b>74%</b>	<b>6 577 537</b>	<b>57%</b>	<b>5 877 659</b>	<b>60%</b>	<b>8 576 086</b>	<b>73%</b>
<b>Zásoby</b>	<b>994 383</b>	<b>7%</b>	<b>555 153</b>	<b>5%</b>	<b>712 901</b>	<b>7%</b>	<b>759 877</b>	<b>6%</b>
- Materiál	931 171	6%	520 411	4%	443 376	5%	534 155	5%
- Nedokončená výroba a polotovary	11 381	0%	7 238	0%	211 592	2%	145 659	1%
- Výrobky	50 591	0%	25 924	0%	56 496	1%	78 727	1%
- Tovar	1 240	0%	1 580	0%	1 437	0%	1 336	0%
<b>Dlhodobé pohľadávky</b>	<b>837 544</b>	<b>6%</b>	<b>736 658</b>	<b>6%</b>	<b>553 510</b>	<b>6%</b>	<b>556 096</b>	<b>5%</b>
- Pohľadávky z obch.styku	829 076	6%	700 402	6%	523 883	5%	540 579	5%
- Odložená daňová pohľadávka	8 468	0%	36 256	0%	29 627	0%	15 517	0%
<b>Krátkodobé pohľadávky</b>	<b>7 664 972</b>	<b>51%</b>	<b>4 185 847</b>	<b>36%</b>	<b>3 549 682</b>	<b>36%</b>	<b>6 381 645</b>	<b>54%</b>
- Pohľadávky z obch.styku	7 637 252	51%	4 113 730	35%	3 226 846	33%	6 292 690	54%
- Daňové pohľadávky a dotácie	26 109	0%	52 344	0%	105 701	1%	50 976	0%
- Iné pohľadávky	1 611	0%	19 773	0%	217 135	2%	37 979	0%
<b>Finančné účty</b>	<b>1 508 895</b>	<b>10%</b>	<b>1 099 879</b>	<b>9%</b>	<b>1 061 566</b>	<b>11%</b>	<b>878 468</b>	<b>7%</b>
- Peniaze	9 866	0%	7 409	0%	8 025	0%	7 023	0%
- Účty v bankách	1 499 029	10%	1 092 470	9%	1 053 541	11%	871 445	7%
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>413 439</b>	<b>3%</b>	<b>1 200 907</b>	<b>10%</b>	<b>494 599</b>	<b>5%</b>	<b>60 108</b>	<b>1%</b>
- Náklady budúcich období krátkodobé	41 374	0%	13 247	0%	12 607	0%	9 544	0%
- Príjmy budúcich období dlhodobé	0	0%	0	0%	43 802	0%	0	0%
- Príjmy budúcich období krátkodobé	372 065	2%	1 187 660	10%	438 190	4%	50 564	0%
<b>PASÍVA CELKOM</b>	<b>14 961 688</b>	<b>100%</b>	<b>11 592 473</b>	<b>100%</b>	<b>9 828 545</b>	<b>100%</b>	<b>11 725 875</b>	<b>100%</b>
<b>Vlastné imanie</b>	<b>4 657 266</b>	<b>31%</b>	<b>4 870 771</b>	<b>42%</b>	<b>5 221 062</b>	<b>53%</b>	<b>5 435 608</b>	<b>46%</b>
<b>Základné imanie</b>	<b>1 830 910</b>	<b>12%</b>	<b>1 830 910</b>	<b>16%</b>	<b>1 830 694</b>	<b>19%</b>	<b>1 830 694</b>	<b>16%</b>
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>74 490</b>	<b>0%</b>	<b>45 412</b>	<b>1%</b>	<b>26 758</b>	<b>0%</b>	<b>26 758</b>	<b>0%</b>
- Ostatné kapitálové fondy	74 490	0%	74 490	4%	74 490	1%	74 490	1%
- Nedeliteľný fond	0	0%	0	0%	216	0%	216	0%
- Oceňovacie rozdiely z kap. účastín	0	0%	-29 078	-39%	-47 948	0%	-47 948	0%
<b>Fondy zo zisku</b>	<b>1 723 824</b>	<b>12%</b>	<b>2 026 179</b>	<b>17%</b>	<b>2 192 149</b>	<b>22%</b>	<b>2 324 929</b>	<b>20%</b>
- Zákonný rezervný fond	366 182	2%	366 182	3%	366 182	4%	366 182	3%
- Štatutárne fondy a ostatné fondy	1 357 642	9%	1 659 997	14%	1 825 967	19%	1 958 747	17%

	2007		2008		2009		2010	
<b>VH minulých rokov</b>	<b>339 266</b>	<b>2%</b>	<b>339 266</b>	<b>3%</b>	<b>779 780</b>	<b>8%</b>	<b>1 022 070</b>	<b>9%</b>
<b>VH za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>688 776</b>	<b>5%</b>	<b>629 004</b>	<b>5%</b>	<b>391 681</b>	<b>4%</b>	<b>231 157</b>	<b>2%</b>
<b>Závazky</b>	<b>9 796 265</b>	<b>65%</b>	<b>6 019 660</b>	<b>52%</b>	<b>4 183 821</b>	<b>43%</b>	<b>6 116 842</b>	<b>52%</b>
<b>Rezervy</b>	<b>315 694</b>	<b>2%</b>	<b>440 130</b>	<b>4%</b>	<b>403 419</b>	<b>4%</b>	<b>346 103</b>	<b>3%</b>
- Rezervy zákonné krátkodobé	0	0%	175 892	2%	95 481	1%	132 075	1%
- Ostatné dlhodobé rezervy	84 167	1%	74 995	1%	47 818	0%	57 254	0%
- Ostatné krátkodobé rezervy	231 527	2%	189 243	2%	260 120	3%	156 774	1%
<b>Dlhodobé záväzky</b>	<b>258 050</b>	<b>2%</b>	<b>447 704</b>	<b>4%</b>	<b>460 225</b>	<b>5%</b>	<b>381 692</b>	<b>3%</b>
- Dlhodobé záväzky z obch.styku	201 675	1%	203 518	2%	330 571	3%	301 830	3%
- Záväzky zo sociálneho fondu	56 375	0%	71 059	1%	79 699	1%	79 812	1%
- Ostatné dlhodobé záväzky	0	0%	173 127	1%	49 955	1%	50	0%
<b>Krátkodobé záväzky</b>	<b>7 297 274</b>	<b>49%</b>	<b>4 257 764</b>	<b>37%</b>	<b>2 651 687</b>	<b>27%</b>	<b>4 887 681</b>	<b>42%</b>
- Záväzky z obch. styku	6 947 281	46%	3 613 065	31%	2 151 753	22%	4 459 553	38%
- Nevyfakturované dodávky	8 909	0%	8 422	0%	8 683	0%	2 990	0%
- Záväzky voči spoločníkom	176	0%	166 146	1%	176	0%	176	0%
- Záväzky voči zamestnancom	182 786	1%	176 059	2%	120 100	1%	151 753	1%
- Záväzky zo soc. poistenia	113 921	1%	107 582	1%	73 217	1%	87 357	1%
- Daňové záväzky a dotácie	37 929	0%	63 310	1%	168 719	2%	130 191	1%
- Ostatné záväzky	6 272	0%	123 180	1%	129 039	1%	55 661	0%
<b>Bankové úvery a výpomoci</b>	<b>1 925 247</b>	<b>13%</b>	<b>874 062</b>	<b>8%</b>	<b>668 490</b>	<b>7%</b>	<b>501 366</b>	<b>4%</b>
- Bankové úvery dlhodobé	1 604 328	11%	553 143	5%	501 366	5%	334 242	3%
- Bežné bankové úvery	320 919	2%	320 919	3%	167 124	2%	167 124	1%
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>508 157</b>	<b>3%</b>	<b>702 042</b>	<b>6%</b>	<b>423 662</b>	<b>4%</b>	<b>173 425</b>	<b>1%</b>
- Výdavky budúcich období krátkodobé	0	0%	0	0%	33	0%	0	0%
- Výnosy budúcich období dlhodobé	0	0%	0	0%	20 607	0%	112 562	1%
- Výnosy budúcich období krátkodobé	508 157	3%	702 042	6%	403 022	4%	60 863	1%

*[Vlastné spracovanie]*

## PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÁ ANALÝZA V EUR

	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	10/07
<b>AKTÍVA CELKOM</b>	<b>14 961 688</b>	<b>11 592 473</b>	<b>-23%</b>	<b>9 828 545</b>	<b>-15%</b>	<b>11 725 875</b>	<b>19%</b>	<b>-22%</b>
<b>Dlhodobý majetek</b>	<b>3 542 455</b>	<b>3 814 029</b>	<b>8%</b>	<b>3 456 287</b>	<b>-9%</b>	<b>3 089 681</b>	<b>-11%</b>	<b>-13%</b>
<b>DNM</b>	<b>7 662</b>	<b>752</b>	<b>-90%</b>	<b>10 515</b>	<b>1298%</b>	<b>7 815</b>	<b>-26%</b>	<b>2%</b>
- Softwér	7 662	752	-90%	10 515	1298%	7 815	-26%	2%
<b>DHM</b>	<b>3 462 098</b>	<b>3 769 660</b>	<b>9%</b>	<b>3 421 025</b>	<b>-9%</b>	<b>3 057 119</b>	<b>-11%</b>	<b>-12%</b>
- Pozemky	950 428	1 026 513	8%	1 026 513	0%	1 026 513	0%	8%
- Stavby	1 412 236	1 805 684	28%	1 670 037	-8%	1 534 390	-8%	9%
- SHV	605 764	932 570	54%	719 582	-23%	491 323	-32%	-19%
- Ostatný DHM	830	830	0%	830	0%	830	0%	0%
- Obstarávaný DHM	492 840	4 063	-99%	4 063	0%	4 063	0%	-99%
<b>DFM</b>	<b>72 695</b>	<b>43 617</b>	<b>-40%</b>	<b>24 747</b>	<b>-43%</b>	<b>24 747</b>	<b>0%</b>	<b>-66%</b>
- Ostatné DCP a podiely	72 695	43 617	-40%	24 747	-43%	24 747	0%	-66%
<b>Obežný majetek</b>	<b>11 005 794</b>	<b>6 577 537</b>	<b>-40%</b>	<b>5 877 659</b>	<b>-11%</b>	<b>8 576 086</b>	<b>46%</b>	<b>-22%</b>
<b>Zásoby</b>	<b>994 383</b>	<b>555 153</b>	<b>-44%</b>	<b>712 901</b>	<b>28%</b>	<b>759 877</b>	<b>7%</b>	<b>-24%</b>
- Materiál	931 171	520 411	-44%	443 376	-15%	534 155	20%	-43%
- Nedokončená výroba a polotovary	11 381	7 238	-36%	211 592	2823%	145 659	-31%	1180%
- Výrobky	50 591	25 924	-49%	56 496	118%	78 727	39%	56%
- Tovar	1 240	1 580	27%	1 437	-9%	1 336	-7%	8%
<b>Dlhodobé pohľadávky</b>	<b>837 544</b>	<b>736 658</b>	<b>-12%</b>	<b>553 510</b>	<b>-25%</b>	<b>556 096</b>	<b>0%</b>	<b>-34%</b>
- Pohľadávky z obch.styku	829 076	700 402	-16%	523 883	-25%	540 579	3%	-35%
- Odložená daňová pohľadávka	8 468	36 256	328%	29 627	-18%	15 517	-48%	83%
<b>Krátkodobé pohľadávky</b>	<b>7 664 972</b>	<b>4 185 847</b>	<b>-45%</b>	<b>3 549 682</b>	<b>-15%</b>	<b>6 381 645</b>	<b>80%</b>	<b>-17%</b>
- Pohľadávky z obch.styku	7 637 252	4 113 730	-46%	3 226 846	-22%	6 292 690	95%	-18%
- Daňové pohľadávky a dotácie	26 109	52 344	100%	105 701	102%	50 976	-52%	95%
- Iné pohľadávky	1 611	19 773	1127%	217 135	998%	37 979	-83%	2257%
<b>Finančné účty</b>	<b>1 508 895</b>	<b>1 099 879</b>	<b>-27%</b>	<b>1 061 566</b>	<b>-3%</b>	<b>878 468</b>	<b>-17%</b>	<b>-42%</b>
- Peniaze	9 866	7 409	-25%	8 025	8%	7 023	-12%	-29%
- Účty v bankách	1 499 029	1 092 470	-27%	1 053 541	-4%	871 445	-17%	-42%
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>413 439</b>	<b>1 200 907</b>	<b>190%</b>	<b>494 599</b>	<b>-59%</b>	<b>60 108</b>	<b>-88%</b>	<b>-85%</b>
- Náklady budúcich období krátkodobé	41 374	13 247	-68%	12 607	-5%	9 544	-24%	-77%
- Príjmy budúcich období dlhodobé	0	0	x	43 802	x	0	-100%	x
- Príjmy budúcich období krátkodobé	372 065	1 187 660	219%	438 190	-63%	50 564	-88%	-86%
<b>PASÍVA CELKOM</b>	<b>14 961 688</b>	<b>11 592 473</b>	<b>-23%</b>	<b>9 828 545</b>	<b>-15%</b>	<b>11 725 875</b>	<b>19%</b>	<b>-22%</b>
<b>Vlastné imanie</b>	<b>4 657 266</b>	<b>4 870 771</b>	<b>5%</b>	<b>5 221 062</b>	<b>7%</b>	<b>5 435 608</b>	<b>4%</b>	<b>17%</b>
<b>Základné imanie</b>	<b>1 830 910</b>	<b>1 830 910</b>	<b>0%</b>	<b>1 830 694</b>	<b>0%</b>	<b>1 830 694</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>74 490</b>	<b>45 412</b>	<b>-39%</b>	<b>26 758</b>	<b>-41%</b>	<b>26 758</b>	<b>0%</b>	<b>-64%</b>
- Ostatné kapitálové fondy	74 490	74 490	0%	74 490	0%	74 490	0%	0%
- Nedeliteľný fond	0	0	x	216	x	216	0%	x
- Oceňovacie rozdiely z kap. účastín	0	-29 078	x	-47 948	65%	-47 948	0%	x
<b>Fondy zo zisku</b>	<b>1 723 824</b>	<b>2 026 179</b>	<b>18%</b>	<b>2 192 149</b>	<b>8%</b>	<b>2 324 929</b>	<b>6%</b>	<b>35%</b>
- Zákonný rezervný fond	366 182	366 182	0%	366 182	0%	366 182	0%	0%
- Štatutárne fondy a ostatné fondy	1 357 642	1 659 997	22%	1 825 967	10%	1 958 747	7%	44%

	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	10/07
<b>VH minulých rokov</b>	<b>339 266</b>	<b>339 266</b>	<b>0%</b>	<b>779 780</b>	<b>130%</b>	<b>1 022 070</b>	<b>31%</b>	<b>201%</b>
<b>VH za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>688 776</b>	<b>629 004</b>	<b>-9%</b>	<b>391 681</b>	<b>-38%</b>	<b>231 157</b>	<b>-41%</b>	<b>-66%</b>
<b>Závazky</b>	<b>9 796 265</b>	<b>6 019 660</b>	<b>-39%</b>	<b>4 183 821</b>	<b>-30%</b>	<b>6 116 842</b>	<b>46%</b>	<b>-38%</b>
<b>Rezervy</b>	<b>315 694</b>	<b>440 130</b>	<b>39%</b>	<b>403 419</b>	<b>-8%</b>	<b>346 103</b>	<b>-14%</b>	<b>10%</b>
- Rezervy zákonné krátkodobé	0	175 892	x	95 481	-46%	132 075	38%	x
- Ostatné dlhodobé rezervy	84 167	74 995	-11%	47 818	-36%	57 254	20%	-32%
- Ostatné krátkodobé rezervy	231 527	189 243	-18%	260 120	37%	156 774	-40%	-32%
<b>Dlhodobé záväzky</b>	<b>258 050</b>	<b>447 704</b>	<b>73%</b>	<b>460 225</b>	<b>3%</b>	<b>381 692</b>	<b>-17%</b>	<b>48%</b>
- Dlhodobé záväzky z obch.styku	201 675	203 518	1%	330 571	62%	301 830	-9%	50%
- Záväzky zo sociálneho fondu	56 375	71 059	26%	79 699	12%	79 812	0%	42%
- Ostatné dlhodobé záväzky	0	173 127	x	49 955	-71%	50	-100%	x
<b>Krátkodobé záväzky</b>	<b>7 297 274</b>	<b>4 257 764</b>	<b>-42%</b>	<b>2 651 687</b>	<b>-38%</b>	<b>4 887 681</b>	<b>84%</b>	<b>-33%</b>
- Záväzky z obch. styku	6 947 281	3 613 065	-48%	2 151 753	-40%	4 459 553	107%	-36%
- Nevyfakturované dodávky	8 909	8 422	-5%	8 683	3%	2 990	-66%	-66%
- Záväzky voči spoločníkom	176	166 146	94301%	176	-100%	176	0%	0%
- Záväzky voči zamestnancom	182 786	176 059	-4%	120 100	-32%	151 753	26%	-17%
- Záväzky zo soc. poistenia	113 921	107 582	-6%	73 217	-32%	87 357	19%	-23%
- Daňové záväzky a dotácie	37 929	63 310	67%	168 719	166%	130 191	-23%	243%
- Ostatné záväzky	6 272	123 180	1864%	129 039	5%	55 661	-57%	787%
<b>Bankové úvery a výpomoci</b>	<b>1 925 247</b>	<b>874 062</b>	<b>-55%</b>	<b>668 490</b>	<b>-24%</b>	<b>501 366</b>	<b>-25%</b>	<b>-74%</b>
- Bankové úvery dlhodobé	1 604 328	553 143	-66%	501 366	-9%	334 242	-33%	-79%
- Bežné bankové úvery	320 919	320 919	0%	167 124	-48%	167 124	0%	-48%
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>508 157</b>	<b>702 042</b>	<b>38%</b>	<b>423 662</b>	<b>-40%</b>	<b>173 425</b>	<b>-59%</b>	<b>-66%</b>
- Výdavky budúcich období krátkodobé	0	0	x	33	x	0	-100%	x
- Výnosy budúcich období dlhodobé	0	0	x	20 607	x	112 562	446%	x
- Výnosy budúcich období krátkodobé	508 157	702 042	38%	403 022	-43%	60 863	-85%	-88%

*[Vlastné spracovanie]*

**PŘÍLOHA P IV: VÝKAZ ZISKOV A STRÁT SPOLOČNOSTI VOD-EKO A.S. TRENČÍN V ROKOCH 2007-2010 V EUR**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Tržby z predaja tovaru</b>	<b>8 627</b>	<b>15 409</b>	<b>14 136</b>	<b>13 819</b>
Náklady na obstaranie tovaru	4 311	7 998	9 222	9 352
Obchodná marža	4 316	7 411	4 914	4 467
Výroba	28 974 266	25 650 328	17 200 670	15 919 091
Tržby z predaja vl. výrobkov	28 547 256	24 915 074	16 611 379	15 553 844
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	-694 076	-28 810	234 926	-43 702
Aktivácia	1 121 086	764 064	354 365	408 949
Výrobná spotreba	23 946 208	20 723 726	12 604 699	12 260 803
Spotreba materiálu, energie	8 241 261	5 903 571	4 071 347	3 389 820
Služby	15 704 947	14 820 155	8 533 352	8 870 983
Pridaná hodnota	5 032 374	4 934 013	4 600 885	3 662 755
Osobné náklady	3 834 532	3 914 804	2 751 971	2 834 641
Mzdové náklady	2 767 038	2 790 945	1 993 529	2 018 244
Odmeny členom orgánov spoločnosti	47 351	48 247	48 000	48 000
Náklady na sociálne poistenie	892 242	917 419	676 264	687 654
Sociálne náklady	127 901	158 193	34 178	80 743
Dane a poplatky	73 301	90 621	79 394	97 781
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	322 987	419 899	420 940	401 003
Tržby z predaja DM a materiálu	1 304 227	1 242 821	533 597	431 696
ZC predaného DM a predaného materiálu	1 099 860	884 628	441 859	358 349
Tvorba a zúčtovanie OP k pohľadávkam	57 358	-20 162	792 121	79 788
Ostatné výnosy z hospod.činnosti	22 057	14 905	57 072	38 232
Ostatné náklady na hospod.činnosť	100 257	110 448	190 324	46 488
<b>VH z hospodárskej činnosti</b>	<b>870 363</b>	<b>791 501</b>	<b>514 945</b>	<b>314 633</b>
Výnosové úroky	60 834	113 855	16 091	4 867
<b>Nákladové úroky</b>	<b>38 467</b>	<b>79 419</b>	<b>31 794</b>	<b>16 293</b>
Kurzové zisky	3 626	17 593	90	125
Kurzové straty	28 113	52 674	1 204	788
Ostatné výnosy z finančnej činnosti	0	42	0	313
Ostatné náklady na finančnú činnosť	11 047	9 099	11 758	13 708
<b>VH z finančnej činnosti</b>	<b>-13 167</b>	<b>-9 702</b>	<b>-28 575</b>	<b>-25 484</b>
<b>VH z bežnej činnosti pred zdanením</b>	<b>857 196</b>	<b>781 799</b>	<b>486 370</b>	<b>289 149</b>
<b>Daň z príjmov z bežnej činnosti</b>	<b>168 420</b>	<b>152 795</b>	<b>94 689</b>	<b>57 992</b>
- splatná	139 905	180 583	88 060	43 881
- odložená	28 515	-27 788	6 629	14 111
<b>VH z bežnej činnosti po zdanení</b>	<b>688 776</b>	<b>629 004</b>	<b>391 681</b>	<b>231 157</b>
<b>VH za účtovné obdobie pred zdanením</b>	<b>857 196</b>	<b>781 799</b>	<b>486 370</b>	<b>289 149</b>
<b>VH za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>688 776</b>	<b>629 004</b>	<b>391 681</b>	<b>231 157</b>



**PŘÍLOHA P V: PERCENTUÁLNÝ ROZBOR POLOŽIEK VÝNOSOV A  
NÁKLADOV SPOLOČNOSTI VOD-EKO A.S. TRENČÍN V ROKOCH  
2007-2010 V EUR**

	2007		2008		2009		2010	
Tržby z predaja tovaru	8 627	0%	15 409	0%	14 136	0%	13 819	0%
Výroba	28 974 266	95%	25 650 328	95%	17 200 670	92%	15 919 091	97%
- Tržby z predaja vl. výrobkov	28 547 256	94%	24 915 074	92%	16 611 379	89%	15 553 844	94%
- Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	-694 076	-2%	-28 810	0%	234 926	1%	-43 702	0%
- Aktivácia	1 121 086	4%	764 064	3%	354 365	2%	408 949	2%
Tržby z predaja DM a materiálu	1 304 227	4%	1 242 821	5%	533 597	3%	431 696	3%
Tvorba a zúčtovanie OP k pohľadávkam	57 358	0%	-20 162	0%	792 121	4%	79 788	0%
Ostatné výnosy z hospod.činnosti	22 057	0%	14 905	0%	57 072	0%	38 232	0%
Výnosové úroky	60 834	0%	113 855	0%	16 091	0%	4 867	0%
Kurzové zisky	3 626	0%	17 593	0%	90	0%	125	0%
Ostatné výnosy z finančnej činnosti	0	0%	42	0%	0	0%	313	0%
<b>VÝNOSY</b>	<b>30 430 995</b>	<b>100%</b>	<b>27 034 791</b>	<b>100%</b>	<b>18 613 777</b>	<b>100%</b>	<b>16 487 931</b>	<b>100%</b>
Náklady na obstaranie tovaru	4 311	0%	7 998	0%	9 222	0%	9 352	0%
Výrobná spotreba	23 946 208	81%	20 723 726	79%	12 604 699	76%	12 260 803	76%
Osobné náklady	3 834 532	13%	3 914 804	15%	2 751 971	17%	2 834 641	18%
Dane a poplatky	73 301	0%	90 621	0%	79 394	0%	97 781	1%
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	322 987	1%	419 899	2%	420 940	3%	401 003	3%
ZC predaného DM a predaného materiálu	1 099 860	4%	884 628	3%	441 859	3%	358 349	2%
Ostatné náklady na hospod.činnosť	100 257	0%	110 448	0%	190 324	1%	46 488	0%
<b>Nákladové úroky</b>	<b>38 467</b>	<b>0%</b>	<b>79 419</b>	<b>0%</b>	<b>31 794</b>	<b>0%</b>	<b>16 293</b>	<b>0%</b>
Kurzové straty	28 113	0%	52 674	0%	1 204	0%	788	0%
Ostatné náklady na finančnú činnosť	11 047	0%	9 099	0%	11 758	0%	13 708	0%
<b>NÁKLADY</b>	<b>29 459 083</b>	<b>100%</b>	<b>26 293 316</b>	<b>100%</b>	<b>16 543 165</b>	<b>100%</b>	<b>16 039 206</b>	<b>100%</b>

[Vlastné spracovanie]

**PŘÍLOHA P VI: VÝVOJOVÉ TRENDY POLOŽIEK VÝNOSOV A  
NÁKLADOV SPOLOČNOSTI VOD-EKO A.S. TRENČÍN V ROKOCH  
2007-2010 V EUR**

	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	10/07
Tržby z predaja tovaru	8 627	15 409	79%	14 136	-8%	13 819	-2%	60%
Výroba	28 974 266	25 650 328	-11%	17 200 670	-33%	15 919 091	-7%	-45%
- Tržby z predaja vl. výrobkov	28 547 256	24 915 074	-13%	16 611 379	-33%	15 553 844	-6%	-46%
- Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	-694 076	-28 810	96%	234 926	915%	-43 702	-119%	-94%
- Aktivácia	1 121 086	764 064	-32%	354 365	-54%	408 949	15%	-64%
Tržby z predaja DM a materiálu	1 304 227	1 242 821	-5%	533 597	-57%	431 696	-19%	-67%
Tvorba a zúčtovanie OP k pohľadávkam	57 358	-20 162	-135%	792 121	4029%	79 788	-90%	39%
Ostatné výnosy z hospod.činnosti	22 057	14 905	-32%	57 072	283%	38 232	-33%	73%
Výnosové úroky	60 834	113 855	87%	16 091	-86%	4 867	-70%	-92%
Kurzové zisky	3 626	17 593	385%	90	-99%	125	39%	-97%
Ostatné výnosy z finančnej činnosti	0	42	x	0	-100%	313	x	x
<b>VÝNOSY</b>	<b>30 430 995</b>	<b>27 034 791</b>	<b>-11%</b>	<b>18 613 777</b>	<b>-31%</b>	<b>16 487 931</b>	<b>-11%</b>	<b>-46%</b>
Náklady na obstaranie tovaru	4 311	7 998	86%	9 222	15%	9 352	1%	117%
Výrobná spotreba	23 946 208	20 723 726	-13%	12 604 699	-39%	12 260 803	-3%	-49%
Osobné náklady	3 834 532	3 914 804	2%	2 751 971	-30%	2 834 641	3%	-26%
Dane a poplatky	73 301	90 621	24%	79 394	-12%	97 781	23%	33%
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	322 987	419 899	30%	420 940	0%	401 003	-5%	24%
ZC predaného DM a predaného materiálu	1 099 860	884 628	-20%	441 859	-50%	358 349	-19%	-67%
Ostatné náklady na hospod.činnosť	100 257	110 448	10%	190 324	72%	46 488	-76%	-54%
Nákladové úroky	38 467	79 419	106%	31 794	-60%	16 293	-49%	-58%
Kurzové straty	28 113	52 674	87%	1 204	-98%	788	-35%	-97%
Ostatné náklady na finančnú činnosť	11 047	9 099	-18%	11 758	29%	13 708	17%	24%
<b>NÁKLADY</b>	<b>29 459 083</b>	<b>26 293 316</b>	<b>-11%</b>	<b>16 543 165</b>	<b>-37%</b>	<b>16 039 206</b>	<b>-3%</b>	<b>-46%</b>

*[Vlastné spracovanie]*

## PŘÍLOHA P VII: MAJETOK PRENAJATÝ FORMOU FINANČNÉHO PRENÁJMU

1. VB LEASING SK, s.r.o, LZ č. lzf/08/40178

Predmet lízingu – nákladný automobil IVECO EuroCargo 120E18

Rok	Istina v €	Platba istiny €	Zostatok spolu k 31.12€	Zostatok k 31.12.		Finančný náklad
				Krátkodobý	Dlhodobý	
	72 329			€	€	<b>5 166</b>
2008	29 414	29 414	42 915	16 303	26 612	1 584
2009	16 303	16 303	26 612	17 440	9 172	2 296
2010	17 440	17 440	9 172	9 172	0	1 158
2011	9 172	9 172	0	0	0	128

2. VB LEASING SK, s.r.o, LZ č. lzf/08/40179

Predmet lízingu – nákladný automobil Daily 50C15

Rok	Istina v €	Platba istiny €	Zostatok spolu k 31.12€	Zostatok k 31.12.		Finančný náklad
				Krátkodobý	Dlhodobý	
	40 015			€	€	<b>2 858</b>
2008	16 273	16 273	23 742	9 019	14 723	876
2009	9 019	9 019	14 723	9 649	5 074	1 270
2010	9 649	9 649	5 074	5 074	0	641
2011	5 074	5 074	0	0	0	71

3. Caterpillar Financial Services ČR, s.r.o., LZ č.210872

Predmet lízingu – Caterpillar D6K

Rok	Istina v €	Platba istiny €	Zostatok spolu k 31.12€	Zostatok k 31.12.		Finančný náklad
				Krátkodobý	Dlhodobý	
	<b>147 000</b>			€	€	<b>11 030</b>
2008	28 877	28 877	118 123	42 236	75 887	1 743
2009	42 236	42 236	75 887	44 655	31 232	5 524
2010	44 655	44 655	31 232	31 232	0	3 105
2011	31 232	31 232	0	0	0	658

4. Caterpillar Financial Services ČR, s.r.o., LZ č.10607

Rok	Istina v €	Platba istiny €	Zostatok spolu k 31.12 €	Zostatok k 31.12.		Finančný náklad
				Krátkodobý	Dlhodobý	
	<b>76 200</b>			€	€	<b>2 270</b>
2008	33 455	33 455	42 745	20 214	22 531	1 090
2009	20 214	20 214	22 531	20 730	1 801	846
2010	20 730	20 730	1 801	1 801	0	330
2011	1 801	1 801	0	0	0	4

5. Caterpillar Financial Services ČR, s.r.o., LZ č.10606

Rok	Istina v €	Platba istiny €	Zostatok spolu k 31.12€	Zostatok k 31.12.		Finančný náklad
				Krátkodobý	Dlhodobý	
	<b>35 320</b>			€	€	<b>1 206</b>
2008	15 473	15 473	19 847	9 354	10 493	578
2009	9 354	9 354	10 493	9 628	865	450
2010	9 628	9 628	865	865	0	176
2011	865	865	0	0	0	2

## PŘÍLOHA P VIII: PYRAMÍDOVÝ ROZKLAD EVA SPOLOČNOSTI VOD-EKO A.S. TRENČÍN V ROKOCH 2007-2010

EVA			=			EVA		
145 570	72 865	-72 705	rok 2007	rok 2008	prírastok EVA	rok 2007	rok 2008	prírastok EVA
72 865	-247 882	-320 747	rok 2008	rok 2009	prírastok EVA	rok 2008	rok 2009	prírastok EVA
-247 882	-408 993	-161 110	rok 2009	rok 2010	prírastok EVA	rok 2009	rok 2010	prírastok EVA

RONA-WACC			*			C (NOA)		
3,29%	1,21%	-	4 429 331	6 016 978	+	4 429 331	6 016 978	+
1,21%	-4,06%	-	6 016 978	6 110 612	+	6 016 978	6 110 612	+
-4,06%	-6,76%	-	6 110 612	6 047 501	-	6 110 612	6 047 501	-

RONA			-			WACC		
12,52%	6,70%	-	9,23%	5,49%	+	9,23%	5,49%	+
6,70%	5,95%	-	5,49%	10,01%	-	5,49%	10,01%	-
5,95%	3,18%	-	10,01%	9,94%	+	10,01%	9,94%	+

VK/C			*			N <sub>VK</sub>			*			CK/C			*			N <sub>CK</sub>		
93,93%	68,00%	+	9,56%	6,97%	+	6,07%	32,00%	-	4,06%	2,36%	+	6,97%	12,05%	-	32,00%	21,07%	+	2,36%	2,39%	-
68,00%	78,93%	-	12,05%	11,22%	+	21,07%	14,14%	+	2,39%	2,17%	+	12,05%	6,97%	-	21,07%	14,14%	+	2,39%	2,17%	+
78,93%	85,86%	-	4,28%	4,55%	-	5,27%	6,90%	-	6,27%	6,27%	0	4,55%	4,92%	-	6,90%	12,00%	-	6,27%	7,10%	-
			4,92%	3,50%	+	12,00%	11,22%	+	7,10%	7,10%	0									

NOPAT/Tržby			*			Tržby/C			Koefficient β			* Riziková prémie		
1,94%	1,62%	-	6,45	4,14	-	0,84	1,1	-	6,27%	6,27%	0			
1,62%	2,19%	+	4,14	2,72	-	1,1	1,69	-	6,27%	7,10%	-			
2,19%	1,23%	-	2,72	2,57	-	1,69	1,58	+	7,10%	7,10%	0			

Tržby			/			C (NOA)		
28 555 883	24 930 483	-	4 429 331	6 016 978	-	4 429 331	6 016 978	-
24 930 483	16 625 515	-	6 016 978	6 110 612	-	6 016 978	6 110 612	-
16 625 515	15 567 663	-	6 110 612	6 047 501	+	6 110 612	6 047 501	+

T za predaj tovaru			+			ČPK			+			Dlhodob.majetok			+			Časové rozlíšenie		
8 627	15 409	+	1 330 678	2 626 619	-	2 971 819	2 976 920	-	126 834	413 439	-									
15 409	14 136	-	2 626 619	729 897	+	2 976 920	3 953 238	-	413 439	1 200 907	-									
14 136	13 819	-	729 897	1 938 666	-	3 953 238	3 473 464	+	1 200 907	494 599	+									

T za vlastné výroby a sl.			+			DHM			+			DNM			+			DFM		
28 547 256	24 915 074	-	2 951 139	2 969 258	-	20 680	7 662	+	0	0	x									
24 915 074	16 611 379	-	2 969 258	3 952 486	-	7 662	752	+	0	0	x									
16 611 379	15 553 844	-	3 952 486	3 462 949	+	752	10 515	-	0	0	x									

Zásoby			+			Pohľadávky			+			KFM			-			Krátkodob. CK		
1 431 753	994 383	+	4 633 473	8 502 516	-	401 713	1 508 895	-	5 136 261	8 379 175	+									
994 383	555 153	+	8 502 516	4 922 505	+	1 508 895	1 099 879	+	8 379 175	5 847 640	-									
555 153	712 901	-	4 922 505	4 103 192	+	1 099 879	1 061 566	+	5 847 640	3 938 993	-									

PH/T			-			Osobné Ná/T			-			Odpisy/T			+			Ost.Vý-ost.Ná / T		
17,62%	19,79%	+	13,43%	15,70%	-	1,13%	1,68%	-	-1,12%	-0,79%	+									
19,80%	27,67%	+	15,70%	16,55%	-	1,68%	2,53%	-	-0,79%	-6,40%	-									
27,67%	23,53%	-	16,55%	18,21%	-	2,53%	2,58%	-	-6,40%	-1,51%	+									

*[Vlastné spracovanie]*