



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA PRO MĚŘENÍ A ŘÍZENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

IMPLEMENTATION OF THE EVA CONCEPT FOR MEASURING AND MANAGING THE FINANCIAL
PERFORMANCE OF AN ENTERPRISE

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Ema Nosianová

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

BRNO 2025

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav financí
Studentka:	Bc. Ema Nosianová
Vedoucí práce:	prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.
Akademický rok:	2024/25
Studijní program:	Účetnictví a finanční řízení podniku

Garantka studijního programu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Implementace konceptu EVA pro měření a řízení finanční výkonnosti podniku

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Vymezení problému a cíle práce
Teoretická východiska práce
Analýza problému a současné situace
Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Hlavním cílem diplomové práce je zpracovat návrh implementace konceptu ekonomické přidané hodnoty pro měření finanční výkonnosti vybraného podniku. Dílčí úkoly zahrnují zpracování strategické a finanční analýzy, které budou součástí analytické části práce. V návrhové části bude proveden výpočet ekonomické přidané hodnoty a navrženo její začlenění do finančního řízení podniku.

Základní literární prameny:

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3. kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 978-80-271-0563-2.

MAŘÍK, Miloš a kolektiv. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana, KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vydání. Praha: Linde, 2012. ISBN 978-80-7201-872-7.

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Finanční řízení. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel, BUCHTA. Strategická analýza. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H. Beck, 2006. ISBN 80-717-9367-1.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2024/25

V Brně dne 9.2.2025

L. S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
garantka

prof. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práca sa zaoberá konceptom ekonomickej pridanej hodnoty a jeho implementáciou pre meranie a riadenie finančnej výkonnosti. Teoretickým východiskom práce je literárna rešerš zameraná na klasické a moderné ukazovatele výkonnosti, s osobitným dôrazom na ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty. V analytickej časti je spracovaná strategická a finančná analýza vybraného podniku. Návrhová časť obsahuje výpočet ekonomickej pridanej hodnoty vrátane stanovenia jej kľúčových komponentov. Záver návrhovej časti prináša vypracovaný návrh implementácie konceptu ekonomickej pridanej hodnoty do systému riadenia podniku. Súčasťou návrhu je časový harmonogram a posúdenie prínosov, nákladov a rizík spojených s implementáciou.

Kľúčové slová

ekonomická pridaná hodnota, finančná výkonnosť, finančná analýza, čisté operatívne aktíva, čistý operatívny zisk, priemerné vážené náklady na kapitál, implementácia

Abstract

This diploma thesis deals with the concept of the economic value added and its implementation for measuring and managing financial performance. The theoretical part is based on a literature review of traditional and modern performance indicators, with particular emphasis on the economic value added indicator. The analytical part includes a strategic and financial analysis of a selected company. The proposal part presents the calculation of economic value added, including the determination of its key components. The final part of this section provides a developed proposal for implementing the economic value added concept into the company's management system. The proposal also includes a timeline and an assessment of the benefits, costs, and risks associated with the implementation.

Key words

economic value added, financial performance, financial analysis, net operating assets, net operating profit, weighted average cost of capital, implementation

Bibliografická citácia

NOSIANOVÁ, Ema. *Implementace konceptu EVA pro měření a řízení finanční výkonnosti podniku* [online]. Brno, 2025 [cit. 2025-05-15]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/168224>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že predložená diplomová práca je pôvodná a spracovala som ju samostatne. Prehlasujem, že citácia použitých prameňov je úplná, že som vo svojej práci neporušila autorské práva (v zmysle zákona č. 121/2000 Sb., o práve autorskom a o právach súvisiacich s právom autorským).

V Brne dňa 15. 5. 2025

Bc. Ema Nosianová

autor

Pod'akovanie

Touto cestou by som sa chcela poďakovať vedúcej diplomovej práce prof. Ing. Alene Kocmanovej, Ph.D. za čas, ktorý mi venovala pri konzultáciách a za jej cenné rady a pripomienky, ktoré mi boli nápomocné pri spracovaní tejto diplomovej práce.

Zároveň vyjadrujem úprimnú vďaku svojej rodine za neustálu podporu počas celého štúdia.

OBSAH

ÚVOD.....	1
CIELE A METÓDY PRÁCE	2
1 TEORETICKÁ ČASŤ	4
1.1 Výkonnosť podniku	4
1.1.1 Vývoj prístupov k meraniu finančnej výkonnosti.....	4
1.1.2 Súčasné prístupy k meraniu finančnej výkonnosti	5
1.2 Finančné riadenie podniku.....	6
1.3 Klasické ukazovatele výkonnosti podniku	8
1.3.1 Ukazovatele zisku	8
1.3.2 Ukazovatele cash flow	9
1.3.3 Nedostatky klasických ukazovateľov	10
1.4 Finančná analýza.....	11
1.4.1 Analýza absolútnych ukazovateľov	12
1.4.2 Analýza rozdielových ukazovateľov	13
1.4.3 Analýza pomerových ukazovateľov	14
1.4.4 Syntetické hodnotenie finančnej situácie podniku.....	21
1.4.5 Systavy pomerových ukazovateľov	23
1.4.6 Slabé stránky finančnej analýzy	24
1.5 Strategická analýza	25
1.5.1 Analýza makroprostredia.....	25
1.5.2 Analýza mikroprostredia.....	27
1.6 Moderné ukazovatele výkonnosti podniku.....	27
1.6.1 Diskontované cash flow – DCF	28
1.6.2 Trhová pridaná hodnota – MVA.....	29

1.6.3	Ekonomická pridaná hodnota – EVA	30
1.6.4	Pridaná hodnota pre akcionárov – SVA	30
1.6.5	Rentabilita investícií založená na cash flow – CFROI	30
1.7	Ekonomická pridaná hodnota	31
1.7.1	Vymedzenie čistých operatívnych aktív – NOA	32
1.7.2	Vymedzenie čistého operatívneho zisku – NOPAT	34
1.7.3	Výpočet nákladov na kapitál – WACC.....	34
1.7.4	Využitie moderného ukazovateľa EVA.....	36
1.7.5	Zavedenie konceptu EVA do riadenia podniku.....	38
2	ANALYTICKÁ ČASŤ	39
2.1	Predstavenie spoločnosti.....	39
2.1.1	Predmet podnikania	39
2.1.2	Vymedzenie odvetvia	40
2.1.3	Veľkostné zaradenie	40
2.1.4	Analýza zamestnancov	41
2.1.5	Strategické ciele.....	41
2.2	Strategická analýza	42
2.2.1	PEST analýza.....	42
2.2.2	Porterova analýza piatich síl.....	51
2.3	Finančná analýza.....	53
2.3.1	Vývoj tržieb a výsledku hospodárenia.....	53
2.3.2	Pomerové ukazovatele	55
2.3.3	Altmanov model	62
2.3.4	Rozklad ukazovateľa ROE	63
2.4	Zhrnutie strategickej a finančnej analýzy	65

3	NÁVRHOVÁ ČASŤ	66
3.1	Vymedzenie NOA.....	66
3.1.1	Aktivácia položiek nevykázaných v súvahe	66
3.1.2	Vyčlenenie neoperatívnych aktív.....	67
3.1.3	Určenie pasív, ktoré nenesú náklad	70
3.1.4	Aplikácia úprav pre výpočet NOA	71
3.1.5	Výpočet celkového kapitálu C.....	72
3.2	Vymedzenie NOPAT.....	72
3.2.1	Vylúčenie nákladov na vývoj	72
3.2.2	Vylúčenie mimoriadnych položiek.....	73
3.2.3	Vylúčenie nákladov a výnosov z neoperatívnych aktív.....	74
3.2.4	Stanovenie NOPAT	75
3.3	Stanovenie WACC.....	76
3.3.1	Náklady na cudzí kapitál.....	76
3.3.2	Náklady na vlastný kapitál.....	76
3.3.3	Výpočet WACC.....	80
3.4	Stanovenie EVA	80
3.4.1	Ekonomický model EVA.....	81
3.4.2	Účtovný model EVA	82
3.4.3	Pyramídový rozklad EVA.....	83
3.5	Implementácia konceptu EVA do riadenia spoločnosti.....	87
3.5.1	Rozhodnutie o zavedení konceptu EVA.....	87
3.5.2	Vytvorenie implementačného tímu.....	88
3.5.3	Stratégia zavedenia konceptu EVA	88
3.5.4	Časový plán implementácie EVA.....	95

3.5.5	Zhodnotenie projektu implementácie EVA	96
	ZÁVER	99
	ZOZNAM POUŽITÝCH ZDROJOV	101
	ZOZNAM POUŽITÝCH SKRATIEK	105
	ZOZNAM TABULIEK	108
	ZOZNAM GRAFOV	110
	ZOZNAM OBRÁZKOV	111
	ZOZNAM PRÍLOH.....	112

ÚVOD

V súčasnom konkurenčnom podnikateľskom prostredí je schopnosť efektívne riadiť a objektívne hodnotiť finančnú výkonnosť podniku jedným z kľúčových predpokladov k jeho dlhodobej stabilite a rastu. Finančné riadenie sa preto už neobmedzuje iba na sledovanie tradičných ukazovateľov, ale stále častejšie sa opiera o moderné nástroje, ktoré dokážu lepšie zachytiť schopnosť podniku vytvárať skutočnú ekonomickú hodnotu.

Tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti, ako sú rentabilita vlastného kapitálu, rentabilita aktív či ukazovatele zisku, síce poskytujú základný prehľad o finančnom zdraví firmy, no nezohľadňujú náklady na kapitál. To neumožňuje spoľahlivo posúdiť, či podnik skutočne prináša pridanú hodnotu svojim vlastníkom. Tento nedostatok viedol k rozvoju novších metód hodnotenia výkonnosti, medzi ktoré patrí aj koncept ekonomickej pridanej hodnoty.

Ekonomická pridaná hodnota predstavuje moderný prístup, ktorý prepája ekonomickú teóriu s praktickými aspektmi riadenia. Na rozdiel od účtovného zisku zohľadňuje aj náklady príležitostí vloženého kapitálu, a tým umožňuje zistiť, či podnik vytvára skutočnú pridanú hodnotu. Tento ukazovateľ sa stále častejšie využíva nielen pre hodnotenie výkonnosti, ale aj ako nástroj strategického rozhodovania, systému odmeňovania či oceňovania podniku.

Využitie konceptu ekonomickej pridanej hodnoty v podnikovej praxi si však vyžaduje podrobné úpravy účtovných údajov a dôkladné pochopenie jeho metodiky. Zároveň je potrebné zaistiť organizačnú pripravenosť na všetkých úrovniach podniku. Napriek týmto nárokom môže správne implementovaný systém založený na ekonomickej pridanej hodnote výrazne prispieť ku zlepšeniu výkonnosti podniku.

Táto diplomová práca sa zameriava na aplikáciu konceptu ekonomickej pridanej hodnoty v podmienkach konkrétneho podniku so zameraním na návrh jeho implementácie do systému merania a riadenia finančnej výkonnosti.

CIELE A METÓDY PRÁCE

Hlavným cieľom diplomovej práce je spracovať návrh implementácie konceptu ekonomickej pridanej hodnoty pre meranie a riadenie finančnej výkonnosti vybraného podniku.

Na naplnenie hlavného cieľa je potrebné splniť nasledovné čiastkové ciele:

- spracovanie strategickej a finančnej analýzy,
- stanovenie ekonomickej pridanej hodnoty,
- vytvorenie návrhu implementácie konceptu ekonomickej pridanej hodnoty do riadenia finančnej výkonnosti podniku,
- zhodnotenie prínosov, nákladov a rizík implementácie.

Diplomová práca je rozdelená na tri hlavné časti. Teoretická časť práce si kladie za cieľ definovať základné pojmy a princípy spojené s meraním a riadením finančnej výkonnosti podniku. Zameriava sa na vysvetlenie tradičných aj moderných prístupov, pričom dôraz kladie najmä na koncept ekonomickej pridanej hodnoty, ktorý tvorí základ pre praktickú aplikáciu v ďalších častiach práce.

Analytická časť sa zameriava na zhodnotenie aktuálneho stavu vybraného podniku prostredníctvom strategickej a finančnej analýzy. Strategická analýza využíva metódy PEST analýzy a Porterov model piatich konkurenčných síl. V rámci PEST analýzy sú kvantitatívne dáta čerpané z verejne dostupných zdrojov ako Ministerstvo financií Českej republiky, Česká národná banka a Český štatistický úrad. Finančná analýza je zameraná na posúdenie finančného zdravia podniku v období rokov 2019 až 2023. Využíva tradičné ukazovatele popísané v teoretickej časti a hodnotí štyri základné oblasti, ktorými sú likvidita, zadlženosť, rentabilita a aktivita. Výsledky ukazovateľov sú porovnávané s odvetvovými priemerami na základe údajov Ministerstva priemyslu a obchodu Českej republiky. Súčasťou analýzy je aj zhodnotenie podniku pomocou bankrotného modelu.

Návrhová časť sa zameriava na praktickú aplikáciu konceptu ekonomickej pridanej hodnoty pri hodnotení finančnej výkonnosti podniku. Postupne je vymedzený čistý operatívny zisk, čisté operatívne aktíva a vážené náklady kapitálu, na základe čoho je vypočítaná hodnota ekonomickej pridanej hodnoty. Jej výpočet je realizovaný v dvoch variantoch, a to podľa ekonomického modelu a účtovného modelu, čo umožňuje

komparáciu medzi týmito dvoma prístupmi. Záverečné kapitoly návrhovej časti obsahujú konkrétny návrh zavedenia konceptu ekonomickej pridanej hodnoty do systému riadenia vrátane časového harmonogramu, odhadu nákladov a vyhodnotenia jeho prínosov a rizík. Práca kombinuje teoretické poznatky s aplikáciou údajov z výročných správ a sekundárnych štatistických zdrojov. Využitie sú viaceré výskumné metódy, ktoré sa navzájom dopĺňajú. Dedukcia je uplatnená najmä v teoretickej časti, zatiaľ čo v analytickej časti prevažujú metódy analýzy, syntézy a indukcie. Vo finančnej analýze je uplatnená aj metóda komparácie pri porovnaní výsledkov podniku s odvetvovými priemerami. Komparácia je použitá aj pri hodnotení ekonomickej pridanej hodnoty podľa účtovného a ekonomického modelu. K výpočtu vybraných ukazovateľov sú využité kvantitatívne výpočtové metódy.

1 TEORETICKÁ ČASŤ

Teoretická časť diplomovej práce sa zameriava na kľúčové koncepty týkajúce sa merania a riadenia finančnej výkonnosti podniku, vrátane predstavenia klasických a moderných ukazovateľov. Cieľom je poskytnúť teoretický rámec pre aplikáciu konceptu EVA pre meranie a riadenie výkonnosti podniku v praktickej časti práce.

1.1 Výkonnosť podniku

Dlhodobý rozvoj podniku závisí od jeho schopnosti prispôbovať sa meniacim sa podmienkam podnikateľského prostredia, systematicky sledovať svoju výkonnosť a usilovať sa o jej zvyšovanie. Efektívne riadenie výkonnosti podniku vyžaduje pravidelné meranie a hodnotenie kľúčových faktorov, ktoré ju ovplyvňujú. Výber vhodných ukazovateľov výkonnosti by mal reflektovať prepojenie podnikových aktivít, ich úspešnosť a ich dopad na celkovú hodnotu podniku. Iba na základe takéhoto hodnotenia môže vedenie firmy prijímať strategické rozhodnutia a zabezpečiť dlhodobý rozvoj. (Pavelková a Knápková, 2012)

Suchánek et al. (2013) uvádzajú 3 typy výkonnosti:

- Finančná výkonnosť – ukazovatele založené napríklad na tržbách alebo ziskovosti (ROS, ROA, a iné),
- Prevádzková výkonnosť – ukazovateľom môže byť napr. trhovú podiel či produktivita,
- Celková výkonnosť – subjektívne vnímaná výkonnosť či výkonnosť v porovnaní s konkurenciou.

1.1.1 Vývoj prístupov k meraniu finančnej výkonnosti

Celkové ponímanie finančnej výkonnosti a pohľady na jej meranie sa v priebehu generácií výrazne menili. Prístupy postupne prechádzali od ziskových ukazovateľov, akými sú zisková marža alebo rast zisku, k rentabilite investovaného kapitálu až k moderným metódam založeným na hodnotovom riadení a tvorbe hodnoty pre vlastníkov. Tento vývoj prístupov k meraniu výkonnosti je zachytený v tabuľke 1. (Pavelková a Knápková, 2012)

Tabuľka 1: Vývoj prístupov k meraniu výkonnosti

(Zdroj: Pavelková a Knápková, 2012)

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,...

V moderných prístupoch sa kladie dôraz predovšetkým na vlastníkov, čo je opodstatnené ich vkladom kapitálu, podstupovaním podnikateľského rizika a zodpovednosťou za smerovanie podniku. V tomto kontexte sa hodnotové riadenie delí na dva koncepty: *shareholder value* a *stakeholder value*. *Shareholder value* sa zameriava na maximalizáciu hodnoty pre vlastníkov, zatiaľ čo *stakeholder value* sa orientuje na uspokojovanie potrieb všetkých zainteresovaných strán na chode podniku. (Pavelková a Knápková, 2012)

Vnímanie výkonnosti podniku sa líši v závislosti od subjektu, ktorý ju hodnotí. Vlastníci sledujú výnosnosť vloženého kapitálu a očakávaný zisk. Zákazníci hodnotia podnik na základe ceny, kvality a dostupnosti produktov či služieb. Dodávatelia a veritelia sa zameriavajú na platobnú schopnosť podniku. Zamestnanci vnímajú výkonnosť cez mzdy a pracovné podmienky, a štát sleduje plnenie daňových povinností a dodržiavanie legislatívy.

Vzhľadom na vývoj prístupov k meraniu výkonnosti je možné konštatovať, že pohľady na výkonnosť a jej meranie sú rozmanité. Pavelková a Knápková (2012) označujú za najvhodnejší prístup práve hodnotové riadenie, ktorého meradlom je hodnota podniku. Dôvodom je, že tento prístup si vyžaduje k meraniu kompletne informácie a sleduje rast hodnoty podniku, ktorý je základným cieľom podnikania. Dlhodobý rast hodnoty je avšak možné dosiahnuť iba vtedy, ak sú uspokojené aj participujúce subjekty na chode podniku.

1.1.2 Súčasné prístupy k meraniu finančnej výkonnosti

V súčasnosti prebieha medzi odborníkmi z praxe, akademickou sférou a manažérmi podnikov výmena názorov o najvhodnejšom spôsobe merania finančnej výkonnosti. Pretrvávajúce diskusie rozdeľujú prístupy k meraniu finančnej výkonnosti na dve hlavné skupiny:

1. Klasické ukazovatele (EAT, EBIT, ROS, ROE, ROI a ďalšie),
2. Moderné ukazovatele založené na hodnotovom riadení (EVA, RONA, CFROI a ďalšie). (Pavelková a Knápková, 2012)

Kiseľáková a Šoltés (2017) vo svojej publikácii uvádzajú alternatívny pohľad na prístupy k meraniu finančnej výkonnosti podniku, a to v podobe delenia na:

1. Účtovné ukazovatele – metódy finančnej analýzy, ktoré vychádzajú z účtovného zisku a stanovujú účtovnú hodnotu podniku,
2. Ekonomické a trhové ukazovatele – metódy hodnotového riadenia so zameraním na ukazovateľ EVA, ktoré vychádzajú z ekonomického zisku a stanovujú trhovú hodnotu podniku.

Oba tieto prístupy sa v praxi využívajú nielen samostatne, ale aj kombinovane, pretože sa vzájomne dopĺňajú. Účtovné ukazovatele majú statický charakter, pretože vychádzajú z historických údajov a neodrážajú aktuálnu situáciu na trhu. Naopak, ekonomické a trhové ukazovatele zohľadňujú aktuálny stav trhu a ekonomiky štátu, v ktorom podnik pôsobí. V dôsledku nepredvídateľných výkyvov v ekonomike je nevyhnutné, aby hodnotenie finančnej výkonnosti zahŕňalo nielen finančnú analýzu, ale aj strategickú analýzu. Prepojenie výsledkov týchto analýz poskytuje komplexnejší pohľad na aktuálnu situáciu podniku. (Kiseľáková a Šoltés, 2017)

1.2 Finančné riadenie podniku

Finančné riadenie predstavuje súbor nástrojov a techník, ktoré pomáhajú podniku efektívne spravovať jeho finančné zdroje. Jeho cieľom je zabezpečiť, aby výnosy z investícií primerane pokrývali vložený kapitál a riziká spojené s podnikaním (Vochozka et al., 2021). Správne nastavené finančné riadenie umožňuje udržať finančnú stabilitu podniku, podporovať jeho rast a zabezpečiť dlhodobú návratnosť kapitálu pre vlastníkov.

Jednou z hlavných úloh finančného riadenia je optimalizácia kapitálovej štruktúry, t. j. hľadanie optimálneho pomeru medzi vlastným kapitálom a cudzím kapitálom za čo najnižšiu cenu (Váchal et al., 2013). Výber optimálnej kapitálovej štruktúry sa nezaobíde bez zohľadnenia podmienok obmedzujúcich dostupnosť kapitálu, akými sú ekonomické podmienky, legislatívne obmedzenia alebo samotná finančná situácia podniku (Nývtová a Marinič, 2010).

Podľa Nývltovej a Mariniča (2010) finančné riadenie zahŕňa tri základné rozhodovacie oblasti:

1. Získavanie kapitálu – rozhodovanie o optimálnej výške a štruktúre kapitálu,
2. Alokácia kapitálu – rozdelenie zdrojov medzi vecné a finančné investície,
3. Rozdelenie vytvoreného zisku – rozhodovanie o dividendovej politike alebo reinvestovaní zisku či tvorbe rezerv pri zohľadnení daňovej politiky.

Dôležitou súčasťou finančného riadenia je aj hodnotenie finančnej výkonnosti postavené na merateľných dátach, keďže platí zásada, že iba to, čo je možné merať, je možné efektívne riadiť. Okrem toho je súčasťou aj finančné plánovanie, ktoré umožňuje predvídať budúci vývoj finančnej situácie podniku. (Nývltová a Marinič, 2010)

Základné princípy finančného riadenia

Súčasná odborná literatúra o finančnom riadení sa zhoduje v tom, že finančný manažér by mal pri praktickom uplatňovaní finančného riadenia dodržiavať tieto základné princípy:

- princíp peňažných tokov – relevantnejšie sú toky peňažných prostriedkov, pretože od nich závisí schopnosť podniku hradiť svoje záväzky,
- princíp čistej súčasnej hodnoty – podnik by mal investovať len do tých činností, u ktorých je kladná čistá súčasná hodnota,
- princíp rešpektovania faktoru času – nutnosť aktualizácie peňažných príjmov a výdavkov pomocou zloženého úročenia, pretože peňažný príjem získaný dnes môže byť investovaný s určitou výnosnosťou (hodnotnejšia je koruna získaná dnes než v budúcnosti),
- princíp zohľadňovania rizika – peňažný príjem s rizikom má nižšiu hodnotu než ten istý príjem bez rizika,
- princíp optimalizácie kapitálovej štruktúry – odporúčaná je kapitálová štruktúra, pri ktorej sú priemerné náklady na kapitál minimálne,
- princíp zohľadňovania vplyvu kapitálového trhu,
- princíp plánovania a analýzy finančných údajov. (Režňáková, 2005; Nývltová a Marinič, 2010)

1.3 Klasické ukazovatele výkonnosti podniku

Medzi klasické ukazovatele výkonnosti podniku patria predovšetkým ukazovatele absolútnej hodnoty zisku a cash flow a ukazovatele rentability (Pavelková a Knápková, 2012). Ukazovatele rentability budú bližšie popísané v kapitole 1.4 Finančná analýza.

1.3.1 Ukazovatele zisku

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2012) sú najpoužívanějšími meradlami finančnej výkonnosti podniku práve ukazovatele zisku. Absolútnu hodnotu zisku je možné vyjadriť nasledujúcimi spôsobmi:

- **Čistý zisk** (*EAT – Earnings After Taxes*) – predstavuje zisk, ktorý zostáva podniku po odpočítaní všetkých daní. Ide o najdôležitejšiu kategóriu zisku z pohľadu vlastníkov, keďže tento zisk je určený na rozdelenie či reinvestovanie.
- **Zisk pred zdanením** (*EBT – Earnings Before Taxes*) – predstavuje zisk pred odpočítaním dane z príjmu. Tento ukazovateľ umožňuje objektívnejšie porovnanie finančnej výkonnosti medzi podnikmi v rôznych krajinách s rôznym zdanením.
- **Zisk pred úrokmi a zdanením** (*EBIT – Earnings Before Interest and Taxes*) – kategória zisku merajúca iba prevádzkovú výkonnosť, pričom vylučuje vplyv úrokových nákladov a daní. Najčastejšie používaný na úrovni jednotlivých divízií podniku.
- **Zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi** (*EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – kategória zisku používaná na medzinárodné porovnania podnikov, keďže eliminuje rozdiely vyplývajúce z rôznych účtovných politík v oblasti odpisovania majetku. Tento ukazovateľ meria prevádzkovú výkonnosť podniku bez vplyvu úrokov, daní a nepeňažných nákladov, ako sú odpisy dlhodobého hmotného aj nehmotného majetku. (Pavelková a Knápková, 2012)

Vzťahy medzi jednotlivými kategóriami zisku je možné zachytiť v nasledujúcej schéme:

$$\begin{aligned} \text{Čistý zisk (EAT)} &= \text{Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie (VH)} \\ &+ \text{Daň z príjmu} \end{aligned}$$

= **Zisk pred zdanením (EBT)**

+ Nákladové úroky

= **Zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT)**

+ Odpisy

= **Zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi (EBITDA)**

1.3.2 Ukazovatele cash flow

Podstatou ukazovateľov cash flow je dokumentovanie peňažných tokov podniku, ktorých výsledkom je zmena stavu peňažných prostriedkov. Kľúčovými ukazovateľmi cash flow sú celkové cash flow, prevádzkové cash flow a voľné cash flow (*FCF – Free Cash Flow*). Pre zostavenie výkazu celkového cash flow existujú dva spôsoby, a to priama a nepriama metóda.

Priamu metódu cash flow zobrazuje nasledujúca schéma:

Počiatočný stav peňažných prostriedkov

+ Príjmy za účtovné obdobie

– Výdavky za účtovné obdobie

= **Konečný stav peňažných prostriedkov**

Nepriama metóda vychádza z výsledku hospodárenia (ďalej VH) za účtovné obdobie, ktorý je transformovaný na tok peňazí. Podobne ako je VH rozdelený na prevádzkovú a finančnú časť, výkaz cash flow sa delí na prevádzkovú, investičnú a finančnú činnosť. Súčtom týchto činností sa zistí celkové cash flow.

Pri zostavovaní výkazu cash flow nepriamou metódou platia nasledujúce princípy:

- K VH sa pripočítajú náklady, ktoré nie sú výdavkami – znižujú VH, ale nepredstavujú peňažný tok. Ide napríklad o odpisy, vytvárané rezervy, výdavky budúcich období a podobne.
- Od VH sa odčítajú výnosy, ktoré nie sú príjmami – zvyšujú VH, ale nepredstavujú peňažný tok. Ide napríklad o predaj, pri ktorom vzniká pohľadávka, príjmy budúcich období a podobne.
- K VH sa pripočítajú príjmy, ktoré nie sú výnosmi – nepremietli sa do VH. Ide napríklad o pôžičky od iného subjektu, výnosy budúcich období a podobne.

- Od VH sa odčítajú výdavky, ktoré nie sú nákladmi – nepremietli sa do VH. Ide napríklad o splátky úverov, náklady budúcich období, nákup materiálu, výplata dividend a podobne. (Pavelková a Knápková, 2012)

Aplikáciu týchto princípov zhrňa nasledujúca schéma nepriamej metódy cash flow:

Počiatočný stav peňažných prostriedkov

VH za účtovné obdobie

+ Odpisy

+/- Zmena stavu dlhodobých rezerv

+/- Zmena stavu krátkodobých záväzkov, časového rozlíšenia pasív

+/- Zmena stavu pohľadávok, časového rozlíšenia aktív

+/- Zmena stavu zásob

– Výdavky s obstaraním dlhodobého majetku

+ Príjmy z predaja dlhodobého majetku

+/- Zmena stavu dlhodobých pohľadávok

+/- Zmeny vlastného kapitálu

+ = **Cash flow celkom**

= **Konečný stav peňažných prostriedkov**

Voľné cash flow (*FCF – Free Cash Flow*) je ukazovateľom, ktorý sa využíva vo finančných analýzách a ako vstupný údaj pre vybrané metódy oceňovania podniku. Predstavuje voľnú hotovosť, ktorá je k dispozícii poskytovateľom kapitálu, t. j. vlastníkom a veriteľom. Vypočíta sa odčítaním investícií do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku od prevádzkového cash flow. (Pavelková a Knápková, 2012)

1.3.3 Nedostatky klasických ukazovateľov

Klasické ukazovatele výkonnosti podniku sú často kritizované pre svoje obmedzenia plynúce z ich metodiky výpočtu. Ich hlavným nedostatkom je, že vychádzajú primárne z účtovných údajov a účtovného výsledku hospodárenia. Keďže účtovné dáta predstavujú stavové veličiny, tieto ukazovatele neberú do úvahy vplyv inflácie, riziko ani časovú hodnotu peňazí. Okrem toho nezohľadňujú náklady obetovanej príležitosti a môžu zahŕňať výnosy a náklady, ktoré nesúvisia s hlavnou podnikateľskou činnosťou podniku.

Pokiaľ ide o kapitál a jeho štruktúru, ukazovatele čerpajúce údaje zo súvahy môžu obsahovať aktíva bez ohľadu na ich využitie v hlavnej podnikateľskej činnosti. Opačným problémom môže byť situácia, kedy podnik ku svojej hlavnej činnosti využíva hmotný majetok financovaný prostredníctvom leasingu no v súvahe sa nepremieta. To môže viesť k skresleniu výpovednej hodnoty ukazovateľov a ovplyvniť správnosť hodnotenia finančnej výkonnosti. (Pavelková a Knápková, 2012)

Ukazovatele rentability navyše neposkytujú dostatočný obraz o úspešnosti podniku samej osebe, pretože je potrebné ich porovnať s nákladmi obetovanej príležitosti. Ďalším významným obmedzením je, že sú zamerané na hodnotenie minulého obdobia, pričom neodrážajú očakávané budúce prínosy podnikateľských aktivít (Pavelková a Knápková, 2012). Tieto ukazovatele tiež nezohľadňujú riziko podnikania, riziko spojené s využívaním cudzieho kapitálu ani jeho vplyv na likviditu podniku a riziko platobnej neschopnosti (Mařík a Maříková, 2005; Pavelková a Knápková, 2012).

Klasické ukazovatele výkonnosti sú preto často nedostatočné pri komplexnom hodnotení finančnej situácie podniku. Na správnu interpretáciu je nevyhnutné doplniť ich o ďalšie finančné ukazovatele, najmä v oblasti likvidity, zadlženosti, vzťahu medzi majetkovou a finančnou štruktúrou či efektívnosti využitia aktív. Z uvedených dôvodov je hodnotenie výkonnosti prostredníctvom klasických ukazovateľov orientované na využitie postupov finančnej analýzy (Pavelková a Knápková, 2012). Nasledujúca kapitola sa preto bude venovať finančnej analýze.

1.4 Finančná analýza

K významným nástrojom finančného riadenia patrí práve finančná analýza. Dôvodom je, že hodnotí minulý a súčasný vývoj hospodárenia z rôznych pohľadov a umožňuje identifikovať slabé a silné stránky podniku, a tým podporiť kvalifikované rozhodovanie. Ukazovatele finančnej analýzy je preto možné využiť pri identifikácii kľúčových faktorov ovplyvňujúcich výkonnosť podniku. (Pavelková a Knápková, 2012)

Okrem posúdenia stavu finančnej situácie podniku slúži finančná analýza aj k rozhodovaniu o investičných zámeroch, k voľbe optimálnej kapitálovej štruktúry, pri zostavovaní finančného plánu a podobne. Finančná analýza by mala byť taktiež

významnou súčasťou riadenia výkonnosti podniku orientovaného na hodnotové riadenie. (Knápková et al., 2017)

Podkladom pre finančnú analýzu sú primárne účtovné výkazy, ktoré poskytujú prehľad o finančnom hospodárení podniku. Medzi kľúčové zdroje dát patria:

- Súvaha – Podáva prehľad o aktívach a pasívach podniku k určitému dátumu, preto sa údaje vyplývajúce zo súvahy nazývajú stavové ukazovatele.
- Výkaz ziskov a strát – Zameriava sa na výsledok hospodárenia za daný časový interval. Zahŕňa prehľad výnosov a nákladov bez ohľadu na to, či skutočne vznikajú peňažné príjmy alebo výdavky.
- Výkaz peňažných tokov (cash flow) – Sleduje pohyb peňažných prostriedkov, t. j. príjmov a výdavkov, v čase, preto ide o tokové ukazovatele.
- Príloha k účtovnej závierke – Poskytuje dodatočné informácie k účtovným údajom.

Spojením údajov z týchto výkazov získava finančná analýza ucelený obraz o finančnej výkonnosti podniku. Radu cenných informácií obsahuje taktiež výročná správa. Pre bližšie informácie o transakciách, ktoré ovplyvňujú veľkosť a štruktúru vlastného kapitálu, slúži prehľad o zmenách vlastného kapitálu. (Knápková et al., 2017)

1.4.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

Analýza absolútnych ukazovateľov poskytuje priamy pohľad na údaje z účtovných výkazov. Tieto ukazovatele umožňujú posudzovať vývojové trendy (horizontálna analýza) a vykonávať percentuálny rozbor jednotlivých položiek výkazov (vertikálna analýza).

Horizontálna analýza sa zameriava na porovnanie zmien v hodnotách položiek účtovných výkazov v postupných časových obdobiach. Výsledkom sú absolútne výšky zmien a ich percentuálne vyjadrenie vo vzťahu k východiskovému roku. (Knápková et al., 2017)

Výpočet je nasledujúci:

$$\text{Absolútna zmena} = \text{položka v roku } t - \text{položka v roku } (t - 1) \quad (1)$$

$$\% \text{ zmena} = \frac{\text{Absolútna zmena} \cdot 100}{\text{Položka v roku } t - 1} \quad (2)$$

Vertikálna analýza, na druhej strane, vyjadruje jednotlivé položky účtovných výkazov ako percentuálny podiel na zvolenej základni, ktorá je stanovená ako 100 %. Pri analýze súvahy sa zvyčajne za základňu volí výška celkových aktív (alebo pasív), zatiaľ čo pri výkaze ziskov a strát sa za základňu považuje objem celkových výnosov alebo nákladov. (Knápková et al., 2017)

Analýza absolútnych ukazovateľov sa často delí na niekoľko oblastí. Analýza súvahy zahŕňa skúmanie majetkovej štruktúry, teda zloženia aktív podniku, a finančnej štruktúry, ktorá analyzuje zdroje financovania týchto aktív. V prípade výkazu ziskov a strát je kľúčová analýza výnosov a nákladov, ktorá môže byť doplnená podrobnejším skúmaním pridanej hodnoty a vývoja výsledku hospodárenia.

Po vyhodnotení údajov zo súvahy a výkazu ziskov a strát nasleduje analýza peňažných tokov. Táto časť poskytuje prehľad o finančných tokoch podniku, čím pomáha posúdiť schopnosť podniku zabezpečiť likviditu a financovať svoj ďalší rast. (Knápková et al., 2017)

1.4.2 Analýza rozdielových ukazovateľov

Rozdielové ukazovatele sú nástrojom finančnej analýzy zameraným na likviditu podniku. Poskytujú pohľad na efektivitu spravovania obežných aktív podniku a ich zdroje financovania. Získavame ich z rozdielu stavových absolútnych ukazovateľov.

Čistý pracovný kapitál

Jedným z najvýznamnejších rozdielových ukazovateľov je čistý pracovný kapitál (ČPK), ktorý vyjadruje rozdiel medzi obežným majetkom a krátkodobými cudzími zdrojmi. Tento ukazovateľ je základom pre posudzovanie platobnej schopnosti podniku, pretože zobrazuje, aká časť obežných aktív (OA) je financovaná dlhodobými zdrojmi.

Vzorec pre výpočet ČPK je:

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{Krátkodobé cudzie zdroje} \quad (3)$$

Ak je hodnota ČPK kladná, podnik disponuje dostatočnými obežnými aktívami na pokrytie krátkodobých záväzkov, čo prispieva k finančnej stabilite. Naopak, záporná hodnota ČPK naznačuje potenciálne problémy s likviditou, keďže podnik by mohol čeliť riziku nesplácania záväzkov. (Knápková et al., 2017)

Čisté pohotovité prostriedky

Druhým kľúčovým rozdielovým ukazovateľom sú čisté pohotovité prostriedky (ČPP), ktoré poskytujú informácie o okamžitej likvidite podniku. Tento ukazovateľ vyjadruje rozdiel medzi pohotovými peňažnými prostriedkami a okamžite splatnými krátkodobými záväzkami. Kladná hodnota ČPP signalizuje, že podnik má dostatok finančných prostriedkov na okamžité splatenie svojich záväzkov, čo zabezpečuje jeho krátkodobú solventnosť. Záporná hodnota ČPP môže znamenať potrebu rýchlej mobilizácie ďalších zdrojov, napr. prostredníctvom krátkodobého financovania. (Knápková et al., 2017)

1.4.3 Analýza pomerových ukazovateľov

Pomerové ukazovatele sú dôležitým nástrojom na analýzu vzájomných vzťahov medzi rôznymi hodnotami účtovných výkazov. Tieto vzťahy sa skúmajú prostredníctvom výpočtu pomerov medzi jednotlivými položkami, čo umožňuje hlbšie pochopenie finančnej situácie podniku. Pomerové ukazovatele sa organizujú do sústav, ktoré môžu mať buď pyramídovú, alebo paralelnú štruktúru.

Paralelné sústavy kladú všetky ukazovatele na rovnakú úroveň a zoskupujú ich podľa konkrétnych aspektov finančného zdravia podniku, ako sú likvidita, zadlženosť či rentabilita. Pyramídové sústavy naopak slúžia na rozklad jedného hlavného ukazovateľa, pričom ich cieľom je analyzovať vplyv jednotlivých zložiek na hlavný ukazovateľ a identifikovať väzby medzi jeho zložkami.

Medzi hlavné kategórie pomerových ukazovateľov patria:

- Ukazovatele likvidity,
- Ukazovatele zadlženosti,
- Ukazovatele rentability,
- Ukazovatele aktivity.

Pre čo najobjektívnejšie zhodnotenie finančnej situácie podniku je kľúčové sledovať vývoj týchto ukazovateľov nielen v časovom horizonte, ale aj v porovnaní s podobnými podnikmi alebo priemernými hodnotami v odvetví. Priemerné hodnoty odvetvia slúžia ako referenčný rámec a určujú, v akých intervaloch by sa mali vybrané ukazovatele pohybovať. (Vochozka, 2011)

Ukazovatele likvidity

Likvidita predstavuje schopnosť podniku splácať svoje krátkodobé záväzky včas. Ukazovatele likvidity porovnávajú likvidné aktíva, ktoré môžu byť použité na úhradu záväzkov (čitateľ), s výškou záväzkov, ktoré je potrebné splatiť (menovateľ). Miera istoty, ktorá sa požaduje pri hodnotení likvidity, určuje, ktoré položky obežných aktív sa zahrnú do čitateľa.

Obežný majetok sa podľa miery jeho likvidnosti člení na tri skupiny:

- Peňažné prostriedky a krátkodobý finančný majetok, ktorý je najlikvidnejší a okamžite dostupný na úhradu záväzkov,
- Krátkodobé pohľadávky, ktoré sú menej likvidné, keďže ich splatenie závisí od dlžníkov,
- Zásoby, ktoré sú najmenej likvidné, pretože ich premena na hotovosť vyžaduje predaj alebo ďalšie spracovanie. (Knápková et al., 2017; Vochozka, 2011)

V závislosti od rozsahu zahrnutých obežných aktív rozlišujeme tri ukazovatele likvidity:

- Bežná likvidita,
- Pohotová likvidita,
- Okamžitá likvidita.

Ukazovateľ **bežnej likvidity** vyjadruje, koľkokrát dokážu obežné aktíva pokryť krátkodobé záväzky podniku. V čitateli zahŕňa všetky zložky obežných aktív s výnimkou dlhodobých pohľadávok, ktoré síce môžu byť evidované v obežných aktívach, ale nie sú okamžite dostupné na úhradu záväzkov. V menovateli sú zahrnuté krátkodobé záväzky. (Vochozka, 2011)

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (4)$$

Optimálne hodnoty bežnej likvidity sa pohybujú v rozmedzí 1,6–2,5. Hodnota nižšia ako 1 znamená, že podnik nemá dostatok obežných aktív na pokrytie svojich krátkodobých záväzkov, čo zvyšuje riziko neschopnosti včas splácať svoje záväzky. Na druhej strane, príliš vysoká hodnota ukazovateľa poukazuje na nadmernú viazanosť prostriedkov v obežnom majetku, čo môže byť dôsledkom neefektívneho využívania kapitálu a zvýšených nákladov na financovanie. To sa zobrazí na vysokých hodnotách čistého pracovného kapitálu. (Vochozka, 2011)

Pohotová likvidita predstavuje presnejší ukazovateľ schopnosti podniku splácať krátkodobé záväzky, pretože z čitateľa vylučuje najmenej likvidnú časť obežných aktív – zásoby. Tento ukazovateľ sa stáva ešte spoľahlivejším, ak sú z pohľadávok vylúčené nedobytné alebo sporné pohľadávky. (Vochozka, 2011)

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (5)$$

Optimálne hodnoty pohotovej likvidity by sa mali pohybovať v rozmedzí 1–1,5. Ak je hodnota nižšia ako 1, podnik sa musí spoliehať na predaj zásob na pokrytie záväzkov, čo môže signalizovať nižšiu finančnú flexibilitu (Knápková et al., 2017). Naopak, príliš vysoká hodnota poukazuje na neefektívne viazanie aktív vo forme krátkodobých pohľadávok, finančného majetku a peňažných prostriedkov, ktoré prinášajú minimálny úrok (Vochozka, 2011).

Okamžitá likvidita je najpresnejší ukazovateľ, pretože hodnotí schopnosť podniku splatiť svoje krátkodobé záväzky v danom okamihu, a to bez nutnosti premieňať menej likvidné zložky obežných aktív na peniaze. Do čitateľa sa zahŕňajú výlučne peňažné prostriedky (PP) a krátkodobý finančný majetok (KFM). (Vochozka, 2011)

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PP + KFM}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (6)$$

Optimálna hodnota okamžitej likvidity sa pohybuje v rozmedzí 0,2–0,5. Ak je táto hodnota príliš vysoká, môže to naznačovať neefektívne využívanie peňažných prostriedkov a krátkodobého finančného majetku, ktoré zostávajú nevyužitú (Vochozka, 2011; Knápková et al., 2017).

Problémom všetkých troch vyššie uvedených ukazovateľov je ich statický a historický charakter, čo znižuje ich schopnosť reflektovať aktuálnu likviditu podniku. Preto sa odporúča doplniť analýzu likvidity o ukazovateľ čistého pracovného kapitálu. (Vochozka, 2011)

Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti slúžia na hodnotenie rizika, ktoré podnik prijíma v závislosti od pomeru vlastného kapitálu a cudzích zdrojov. S rastúcou zadlženosťou podnik čelí vyššiemu riziku, keďže musí byť schopný splácať svoje záväzky bez ohľadu na aktuálnu finančnú výkonnosť. Napriek tomu môže určité zadlženie podniku priniesť výhody, pretože cudzí kapitál je vo všeobecnosti lacnejší ako vlastný. Tento rozdiel v nákladoch je dôsledkom daňového efektu, keďže úroky z cudzích zdrojov sú daňovo uznateľné náklady a znižujú základ dane, čím znižujú celkové daňové zaťaženie podniku.

Pokiaľ ide o rizikovosť jednotlivých druhov kapitálu, vlastný kapitál je považovaný za najmenej rizikový, ale zároveň aj najdrahší. Preto by sa podnik mal usilovať o optimalizáciu svojej finančnej štruktúry, aby sa vyhol nielen problémom s likviditou a zvýšenému riziku insolventnosti, ktoré pramenia z príliš vysokej zadlženosti, ale aj strate výhod z využívania cudzieho kapitálu pri príliš nízkej zadlženosti. (Knápková et al., 2017)

Celková zadlženosť je základným ukazovateľom, ktorý meria pomer medzi cudzími zdrojmi financovania a celkovými aktívami podniku. Tento ukazovateľ vyjadruje riziko, ktoré podnik preberá pri svojom financovaní, keďže vyšší podiel cudzích zdrojov zvyšuje závislosť podniku na veriteľoch. (Knápková et al., 2017)

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{\text{Cudzíe zdroje}}{\text{Aktíva}} \quad (7)$$

Hodnota celkovej zadlženosti by sa mala pohybovať v rozmedzí 40 až 60 %. Tento interval vyjadruje zdravý pomer, ktorý umožňuje podniku využívať výhody cudzích zdrojov financovania a zároveň minimalizovať riziko pre veriteľov. Dôležité je nielen sledovať celkovú zadlženosť v rámci podniku, ale aj porovnávať ju s priemernými hodnotami v danom odvetví, aby sa získal objektívny pohľad na to, či je finančné riziko na prijateľnej úrovni. (Knápková et al., 2017)

Miera zadlženosti je ukazovateľ, ktorý vyjadruje vzťah medzi cudzím a vlastným kapitálom podniku. Za optimálnu štruktúru sa považuje pomer 1:1, čo znamená rovnaký podiel cudzích a vlastných zdrojov. (Knápková et al., 2017)

$$\text{Miera zadlženosti} = \frac{\text{Cudzie zdroje}}{\text{Vlastný kapitál}} \quad (8)$$

Úrokové krytie hodnotí schopnosť podniku splácať úroky z cudzích zdrojov na základe jeho ziskovosti. Ukazuje, koľkokrát môže zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT) poklesnúť, kým podnik stratí schopnosť pokryť náklady na úroky.

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} \quad (9)$$

Ak hodnota úrokového krytia je práve 1, znamená to, že na úhradu úrokov bude použitý celý zisk, čo je nedostatočné. Optimálne hodnoty sa zvyčajne pohybujú nad úrovňou 5. Namiesto EBIT je možné v prípade potreby použiť aj prevádzkový cash flow (Knápková et al., 2017).

Doba splácania dlhu je ukazovateľ vychádzajúci z prevádzkového cash flow a vyjadruje časový rámec, v ktorom by podnik mohol splatiť svoje záväzky využitím prevádzkových peňažných tokov. Za optimálne sa považuje, ak tento ukazovateľ má klesajúci trend. (Knápková et al., 2017)

$$\text{Doba splácania dlhu} = \frac{\text{Cudzie zdroje} - \text{Rezervy}}{\text{Prevádzkový cash flow}} \quad (10)$$

Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability merajú pomer dosiahnutého zisku k rôznym vstupom, ako sú celkové aktíva, investovaný kapitál alebo tržby. Ukazujú, aký zisk podnik generuje na jednotku konkrétneho vstupu. (Vochozka, 2011)

Pri hodnotení rentability je dôležité zohľadniť dlhodobý časový rámec, keďže krátkodobé výkyvy alebo nižšie hodnoty môžu byť spôsobené vysokými investíciami do nových kapacít alebo produktov, čo nemusí automaticky signalizovať problémy. (Knápková et al., 2017)

Rentabilita celkového kapitálu, známa aj ako rentabilita aktív (*ROA – Return on Assets*), je jedným z kľúčových ukazovateľov výkonnosti podniku. Tento ukazovateľ porovnáva rôzne formy zisku s celkovými aktívami podniku, nezávisle od toho, či boli tieto aktíva financované vlastným alebo cudzím kapitálom. Najbežnejší výpočet rentability aktív sa realizuje pomocou EBIT v čitateli. (Vochozka, 2011)

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktíva} \quad (11)$$

Rentabilita vlastného kapitálu (*ROE – Return on Equity*) vyjadruje, koľko zisku po zdanení generuje každá jednotka vlastného kapitálu investovaného akcionárom. Pre jej výpočet Vochozka (2011) vo svojej publikácii uvádza nasledujúci vzorec:

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastný kapitál} \quad (12)$$

Rentabilita investovaného kapitálu (*ROI – Return on Investment*) meria výkonnosť kapitálu, ktorý bol investovaný do podniku v podobe dlhodobého cudzieho kapitálu a vlastného kapitálu. Vyjadruje efektívnosť využitia dlhodobých zdrojov na generovanie zisku, pričom porovnáva dosiahnutý zisk s objemom dlhodobého kapitálu vloženého do podniku. Pre výpočet sa obvykle používa EBIT, pretože ukazovateľ sa zameriava na výkonnosť podniku bez ohľadu na spôsob financovania. (Knápková et al., 2017)

$$ROI = \frac{Zisk}{Dlhodobý kapitál} \quad (13)$$

Vyššia hodnota ROI naznačuje efektívnejšie využitie kapitálu a lepší výnos z investícií do podniku. Tento ukazovateľ je kľúčový pre hodnotenie dlhodobej výkonnosti firmy a rozhodovanie o budúcich investíciách. (Knápková et al., 2017)

Rentabilita tržieb (*ROS – Return on Sales*) je ukazovateľ, ktorý vyjadruje, aký podiel z tržieb podniku tvorí zisk. Tento ukazovateľ vyjadruje ziskovú maržu a hodnotí schopnosť podniku generovať zisk z dosiahnutých tržieb. Hodnotu ziskovej marže je vhodné porovnať s podobnými podnikmi v danom odvetví. (Knápková et al., 2017)

V závislosti od analýzy sa do čitateľa dosadia rôzne druhy zisku, a to EBIT, EBT alebo čistý zisk (EAT). V menovateli sa používajú buď tržby, alebo celkové výnosy.

$$ROS = \frac{Zisk}{Tržby} \quad (14)$$

Vyššia hodnota naznačuje efektívnejšie využívanie tržieb na generovanie zisku, zatiaľ čo nižšia hodnota môže naznačovať vysoké náklady alebo nízku ziskovosť v porovnaní s tržbami. (Knápková et al., 2017)

Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity poskytujú informácie o tom, ako efektívne podnik využíva jednotlivé časti svojho majetku. Tieto ukazovatele sa zvyčajne vyjadrujú dvoma spôsobmi: buď ako doba obratu, ktorá udáva počet dní obratu, alebo ako počet obrátov za rok. (Vochozka, 2011)

Obrat aktív je ukazovateľ, ktorý meria celkovú efektivitu využitia aktív podniku. Vyjadruje počet obrátok celkových aktív v tržbách za rok. Podľa Vochozku (2011) sa obrat aktív vypočíta podľa nasledujúceho vzorca:

$$Obrat\ aktív = \frac{Tržby}{Aktíva} \quad (15)$$

Všeobecne platí, že vyššia hodnota ukazovateľa naznačuje lepšiu efektívnosť využívania aktív. Odporúčaná minimálna hodnota je 1, no treba zohľadniť aj špecifiká odvetvia, v ktorom podnik pôsobí. Nízka hodnota naznačuje neefektívne využívanie aktív a nadbytočnú majetkovú vybavenosť podniku. (Knápková et al., 2017)

Rovnako je možné vypočítať ukazovateľ **obratu stálych aktív**, kde v menovateli sú namiesto celkových aktív dosadené stále aktíva. Pri obežných aktívach je dôležité sledovať predovšetkým dobu obratu zásob a dobu obratu pohľadávok. (Mařík, 2018)

Doba obratu zásob je ukazovateľ, ktorý vyjadruje priemerný počet dní, počas ktorých sú zásoby viazané v podniku, než sa spotrebujú alebo predajú (Vochozka, 2011). Pri hodnotení tohto ukazovateľa je dôležité sledovať jeho vývoj v čase a porovnávať ho s priemernými hodnotami v rámci odvetvia (Knápková et al., 2017). Doba obratu zásob sa podľa Knápkovej et al. (2017) vypočíta podľa nasledujúceho vzorca:

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{Zásoby}{Tržby} \cdot 360 \quad (16)$$

Doba obratu pohľadávok vyjadruje počet dní, ktoré uplynú od vystavenia faktúry za predaj tovaru alebo výrobkov až do okamihu pripísania peňažných prostriedkov na účet podniku. Dlhšia doba obratu znamená, že podnik poskytuje svojim odberateľom dlhší bezúročný obchodný úver (Vochozka, 2011). Tento ukazovateľ sa porovnáva s priemernou dobou splatnosti faktúr v danom odvetví a s dohodnutými platobnými podmienkami. Ak je doba obratu pohľadávok dlhšia ako stanovené platobné podmienky, signalizuje to, že odberatelia platia neskoro (Knápková et al., 2017). Doba obratu pohľadávok sa podľa Knápkovej et al. (2017) vypočíta podľa nasledujúceho vzorca:

$$Doba\ obratu\ pohľadávok = \frac{Pohľadávky}{Tržby} \cdot 360 \quad (17)$$

Doba obratu záväzkov vyjadruje počet dní, ktoré uplynú od vzniku záväzku do okamihu jeho úhrady. Ukazovateľ meria, ako dlho trvá podniku splatiť svoje záväzky voči obchodným partnerom. V čitateli sa nachádzajú krátkodobé záväzky z obchodných vzťahov, zatiaľ čo v menovateli sú buď tržby, alebo výkonová spotreba, čo poskytuje presnejšie vyjadrenie. (Knápková et al., 2017)

$$Doba\ obratu\ záväzkov = \frac{Krátkodobé\ záväzky\ z\ obchodných\ vzťahov}{Tržby\ (alebo\ výkonová\ spotreba)} \cdot 360 \quad (18)$$

Tento ukazovateľ by mal byť minimálne na úrovni doby obratu pohľadávok. Pre podnik je výhodné, ak je priemerná doba obratu záväzkov dlhšia než doba obratu pohľadávok, pretože umožňuje lepšie riadenie cash flow a likvidity. (Knápková et al., 2017)

1.4.4 Syntetické hodnotenie finančnej situácie podniku

Pri hodnotení finančného zdravia podniku je dôležité nielen posudzovať jednotlivé pomerové ukazovatele, ale aj analyzovať ich vzájomné vzťahy a celkové prepojenie. Izolované hodnoty môžu poskytnúť skreslený obraz, preto je kľúčové vnímať ich v širšom kontexte, kde je potrebné zohľadniť vzájomný vplyv medzi rôznymi ukazovateľmi. (Mařík, 2018)

K získaniu celkového obrazu o finančnom zdraví podniku, je vhodné využiť syntetické ukazovatele, ktoré kombinujú viaceré ukazovatele a poskytujú jediné číslo vyjadrujúce celkový finančný stav podniku. Tieto ukazovatele sa delia na **bankrotné modely** a **bonitné modely**. Bankrotné modely sa používajú na identifikáciu rizika bankrotu podniku na základe jeho likvidity, rentability a ďalších faktorov. Naopak, bonitné modely hodnotia finančné zdravie podniku pomocou bodového hodnotenia jednotlivých oblastí hospodárenia, čo umožňuje zaradiť podnik do určitej kategórie. (Knápková et al., 2017)

Altmanov model (Z-skóre) je jedným z najznámejších a najpoužívanějších bankrotných modelov. Tento model pomáha určiť, či podnik čelí riziku bankrotu, a umožňuje tak presnejšie hodnotenie jeho finančného zdravia. Z-skóre sa podľa Knápkovej et al. (2017) vypočíta podľa nasledujúceho vzorca:

$$Z\text{-skóre} = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5 \quad (19)$$

Kde X_1 = Pracovný kapitál / Aktíva,

X_2 = Nerozdelené zisky / Aktíva,

X_3 = EBIT / Aktíva,

X_4 = Trhová hodnota vlastného kapitálu / Cudzie zdroje,

X_5 = Tržby / Aktíva.

Nerozdelené zisky sa stanovujú ako súčet položiek VH bežného obdobia, VH minulých období a fondov zo zisku. Pre stanovenie trhovej hodnoty vlastného kapitálu sa v praxi používa buď účtovná hodnota vlastného kapitálu alebo odhad, ktorý berie trhovú hodnotu ako 5-násobok ročného cash flow podniku. (Knápková et al., 2017)

Ak je hodnota Z-skóre vyššia než 2,99, podnik má uspokojivú finančnú situáciu. Pri hodnote 1,81–2,99 je finančná situácia podniku neurčitá. Hodnota Z-skóre nižšia než 1,81 naznačuje, že podnik má silné finančné problémy. (Knápková et al., 2017)

Index IN je bankrotný model, ktorý bol vyvinutý špeciálne pre podmienky ČR. Tento index kombinuje niekoľko kľúčových ukazovateľov a poskytuje celkové hodnotenie finančnej dôveryhodnosti podniku. Index bol v priebehu rokov viackrát aktualizovaný a celkovo má 4 podoby, pričom najaktuálnejšia je IN05. Knápková et al. (2017) vo svojej publikácii uvádzajú nasledujúci vzorec pre výpočet indexu IN05:

$$IN05 = 0,13 \cdot X_1 + 0,04 \cdot X_2 + 3,97 \cdot X_3 + 0,21 \cdot X_4 + 0,09 \cdot X_5 \quad (20)$$

Kde $X_1 = \text{Aktíva} / \text{Cudzie zdroje}$,

$X_2 = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$,

$X_3 = \text{EBIT} / \text{Aktíva}$,

$X_4 = \text{Výnosy} / \text{Aktíva}$,

$X_5 = \text{Obežné aktíva} / \text{Krátkodobé záväzky}$.

Ak sú hodnoty indexu vyššie ako 1,6, podnik tvorí hodnotu. Ak je hodnota nižšia ako 0,9, podnik hodnotu netvorí. Hodnoty indexu pohybujúce sa v rozmedzí 0,9–1,6 sa nachádzajú v tzv. šedej zóne. (Knápková et al., 2017)

Medzi najznámejšie bonitné modely Nývltová a Marinič (2010) zaraďujú:

- Tamariho model,
- Kracklikov quicktest,
- Bonitný model,
- Ratingový model.

1.4.5 Sústavy pomerových ukazovateľov

Sústavy pomerových ukazovateľov slúžia na vysvetlenie vzájomných väzieb medzi jednotlivými ukazovateľmi. Každý jednotlivý pomerový ukazovateľ hodnotí stav podniku jedným číslom. Pomerových ukazovateľov je však veľké množstvo a ich analyzovanie môže byť obťažné. Z tohto dôvodu sa vytvárajú sústavy ukazovateľov, ktoré umožňujú hlbšiu analýzu finančného stavu podniku. Daný súbor ukazovateľov je možné nazvať sústavou len vtedy, ak medzi ukazovateľmi existujú vzájomné súvislosti a závislosti. V praxi sú často používané pyramídové sústavy, u ktorých sa analyzuje vrcholový syntetický ukazovateľ jeho rozkladom na čiastkové ukazovatele. Ukazovatele tvoriace pyramídu sú previazané pevnými matematicky definovanými vzťahmi. Pre rozklad ukazovateľov sa používa buď aditívny postup (súčet alebo rozdiel dvoch ukazovateľov) alebo multiplikatívny postup (súčin alebo podiel dvoch ukazovateľov). (Pavelková a Knápková, 2012)

Pavelková a Knápková (2012) vo svojej publikácii uvádzajú ako príklad pyramídovej sústavy ukazovateľov DuPontov rozklad, ktorý rozkladá ukazovateľ rentability vlastného kapitálu (ROE) následne:

$$ROE = \frac{Zisk}{Vlastný\ kapitál} = \frac{Zisk}{Tržby} \times \frac{Tržby}{Aktíva} \times \frac{Aktíva}{Vlastný\ kapitál} \quad (21)$$

Prvé dva činitele rozkladu zároveň predstavujú rozklad ukazovateľa rentability celkového kapitálu, resp. rentabilitu aktív, ktorú je možné vyjadriť ako súčin rentability tržieb (ROS, vid' vzorec 14) a obratu aktív (vid' vzorec 15), čo ilustruje nasledujúci vzorec:

$$ROA = \frac{Zisk}{Aktíva} = \frac{Zisk}{Tržby} \times \frac{Tržby}{Aktíva} \quad (22)$$

Tretí činiteľ vo vzorci (21) predstavuje finančnú páku, čo znamená, že rast cudzieho kapitálu môže zvýšiť hodnotu ROE. Zvýšená zadlženosť však ovplyvní aj prvé dva činitele – zisk sa môže znížiť v dôsledku vyšších úrokových nákladov a obrat aktív klesne v dôsledku vyššej hodnoty menovateľa. Zadlženosť bude mať pozitívny vplyv na ROE iba vtedy, ak podnik dokáže z dodatočných zdrojov vytvoriť dostatočný zisk na kompenzáciu týchto negatívnych vplyvov. Rentabilitu vlastného kapitálu možno zvýšiť rastom ziskovej marže, zrýchlením obratu aktív alebo optimalizáciou finančnej štruktúry v prospech vyššieho zadlženia. Pri rozhodovaní o zadlženosti je však potrebné zohľadniť aj likviditu, štruktúru likvidných aktív, úverové podmienky a ďalšie riziká. (Pavelková a Knápková, 2012)

1.4.6 Slabé stránky finančnej analýzy

Finančná analýza má radu slabých stránok, ktoré spôsobujú nižšiu výpovednú schopnosť jej výsledkov. Tieto obmedzenia sú úzko späté s nedostatkami klasických ukazovateľov výkonnosti, keďže finančná analýza vo veľkej miere čerpá práve z účtovných údajov.

Ako už bolo uvedené v kapitole 1.3.3 o nedostatkoch klasických ukazovateľov, tak aj metódy finančnej analýzy sú často kritizované pre svoju závislosť od účtovných údajov. Napriek zásade verného zobrazenia skutočnosti účtovné výkazy nezachytávajú reálnu ekonomickú hodnotu aktív, keďže sú oceňované historickými cenami a nezohľadňujú

zmeny trhových cien majetku, čo v konečnom dôsledku skresľuje výsledok hospodárenia. (Pavelková a Knápková, 2012)

Na presnosť analýzy vplývajú aj rozdielne účtovné praktiky jednotlivých podnikov, napríklad v oblasti tvorby rezerv či odpisovania majetku. Tieto rozdiely môžu spôsobiť neporovnateľnosť výsledkov medzi podnikmi alebo obdobiami. Problémom je tiež zahrnutie neoperatívnych aktív do výpočtov finančných ukazovateľov, čo môže skresliť hodnotenie výkonnosti hlavnej podnikateľskej činnosti. Okrem toho môžu byť výsledky hospodárenia ovplyvnené aj mimoriadnymi výnosmi a nákladmi, ktoré skresľujú porovnanie finančných ukazovateľov v čase. (Knápková et al., 2017)

V dôsledku nepredvídateľných výkyvov v ekonomike je nevyhnutné, aby hodnotenie finančnej výkonnosti nebolo založené len na finančnej analýze, ale zahŕňalo aj strategickú analýzu (viď kapitola 1.5). Prepojenie výsledkov týchto analýz poskytuje komplexnejší pohľad na aktuálnu situáciu podniku. (Kiselačková a Šoltés, 2017)

Práve tieto obmedzenia tradičných finančných ukazovateľov a potreba širšieho pohľadu na výkonnosť podniku viedli k vývoju moderných ukazovateľov výkonnosti. Tie sa snažia prekonať nedostatky klasických metód tým, že kombinujú finančné a nefinančné faktory, berú do úvahy riziká podnikania a odrážajú aj hodnototvorné procesy v podniku. Podrobnejšie budú tieto prístupy rozpracované v kapitole 1.6.

1.5 Strategická analýza

Strategická analýza sa zameriava na hodnotenie interného a externého ekonomického prostredia podniku. Jej cieľom je identifikovať trhovú pozíciu a trhovú potenciál podniku v konkrétnom makro- a mikroekonomickom prostredí, ktorým je podnik ovplyvňovaný. (Nývtová a Marinič, 2010)

1.5.1 Analýza makroprostredia

Makroprostredie predstavuje širší rámec externých podmienok, v ktorých podnik pôsobí, a ktoré sú mimo jeho priamej kontroly (Sedláčková a Buchta, 2006). Analýza makroprostredia pomáha identifikovať externé faktory, ktoré môžu ovplyvniť výkonnosť podniku aj jeho hodnotu. Správna interpretácia týchto vplyvov je nevyhnutná nielen pre

strategické rozhodovanie, ale aj pre posúdenie reálnej schopnosti podniku plniť stanovené ciele (Kislingerová, 2001).

Pre systematické hodnotenie externých faktorov vplývajúcich na podnikové prostredie sa často používa PEST analýza, ktorá rozdeľuje faktory do štyroch základných kategórií:

Politické a legislatívne faktory zahŕňajú stabilitu politickej situácie, členstvo krajiny v medzinárodných organizáciách, regulácie týkajúce sa daní či pracovného práva, a iné. Tieto faktory môžu predstavovať významné príležitosti, ale aj hrozby pre podniky.

Ekonomické faktory predstavujú makroekonomické ukazovatele, ako je tempo hospodárskeho rastu, úrokové miery, inflácia, nezamestnanosť či devízové kurzy. Tieto faktory majú priamy vplyv na plnenie podnikových cieľov. (Sedláčková a Buchta, 2006)

Sociálne faktory ovplyvňujú spoločnosť v dvoch základných oblastiach. Prvou sú kultúrne aspekty, ktoré súvisia s nákupným správaním spotrebiteľov. V rámci kultúrnych faktorov sem patria napríklad spotrebné návyky, základné kultúrne hodnoty, jazyk, neverbálna komunikácia, osobná prezentácia a ďalšie.

Druhou oblasťou sú čisto sociálne faktory, medzi ktoré patrí sociálne rozvrstvenie spoločnosti, jej štruktúra a triedne rozdelenie. Tieto faktory zahŕňajú aj ekonomické zázemie jednotlivcov, ich príjmy, vlastníctvo majetku, úroveň vzdelania či životný štýl.

Tieto sociálne a kultúrne faktory ovplyvňujú nielen správanie jedincov, ale aj organizácií, s ktorými do styku jedinci prichádzajú. (Jakubíková a Janeček, 2023)

Technologické faktory zahŕňajú vývoj nových technológií, inovačné trendy, výskum a vývoj, ako aj tempo technologických zmien. Zmeny v technologickom prostredí môžu byť pre podniky príležitosťou na zvýšenie svojej konkurencieschopnosti, ale zároveň predstavujú aj riziko zaostania voči konkurencii, ak tieto trendy nebudú dostatočne sledovať a implementovať.

V rozšírenej verzii PEST analýzy, známej ako PESTLE analýza, sú navyše samostatne zohľadňované legislatívne a environmentálne faktory, čo umožňuje ešte komplexnejšie hodnotenie podnikateľského prostredia. (Sedláčková a Buchta, 2006)

1.5.2 Analýza mikroprostredia

Analýza mikroprostredia sa zameriava na faktory, ktoré priamo ovplyvňujú podnik a jeho strategické rozhodovanie. Mikroprostredie zahŕňa najmä odvetvie, v ktorom podnik pôsobí, a konkurenčné sily, ktoré v ňom dominujú. Stav a vývoj týchto faktorov sú kľúčové pre tvorbu efektívnych stratégií, keďže na rozdiel od makroprostredia má podnik možnosť aktívne ovplyvňovať ich vývoj. (Sedláčková a Buchta, 2006)

Vymedzenie trhu a odvetvia

Na začiatku analýzy mikroprostredia je dôležité jednoznačne vymedziť relevantný trh hodnoteného podniku, a to z hľadiska vecného (produktové portfólio), geografického, zákazníckeho a konkurenčného. Tento krok umožňuje získať základné údaje o trhu, ako sú jeho veľkosť, tempo rastu a vývojové trendy za posledných päť rokov. (Mařík, 2018)

Analýza konkurenčných síl

Dôležitou súčasťou analýzy mikroprostredia je skúmanie konkurenčných síl, ktoré v danom odvetví pôsobia. Tieto sily bezprostredne ovplyvňujú konkurenčnú pozíciu podniku, jeho schopnosť presadiť sa na trhu a dosiahnuť dlhodobý úspech. K vyhodnoteniu konkurenčného prostredia sa často využíva Porterov model piatich síl, ktorý analyzuje päť hlavných konkurenčných síl:

1. Rivalita medzi konkurenčnými podnikmi,
2. Hrozba substitučných produktov z iných odvetví,
3. Hrozba vstupu nových konkurentov,
4. Vyjednávacia sila dodávateľov,
5. Vyjednávacia sila zákazníkov. (Sedláčková a Buchta, 2006)

1.6 Moderné ukazovatele výkonnosti podniku

Klasické ukazovatele výkonnosti nedostatočne odrážajú ekonomický stav podniku a môžu nepresne vystihovať jeho skutočnú výkonnosť. Súčasný vývojové tendencie v oblasti merania výkonnosti smerujú k moderným metódam založeným na hodnotovom riadení, ktoré sa zameriava na hodnotu vytváranú podnikom, čo je efektívnejší prístup ako tradičné hodnotenie na základe účtovných ukazovateľov. (Knápková et al., 2017)

Mařík a Maříková (2005) definujú niekoľko dôležitých kritérií, ktoré by mal moderný ukazovateľ spĺňať:

- úzka väzba na hodnotu akcií (*shareholder value*), pričom táto väzba by mala byť preukázaná štatistickými metódami,
- maximálne využitie informácií a údajov poskytovaných účtovníctvom,
- prekonanie nedostatkov účtovných ukazovateľov v oblasti finančnej efektívnosti, najmä prostredníctvom zahrnutia rizika a rozsahu viazaného kapitálu,
- možnosť hodnotenia výkonnosti a zároveň ocenenia podnikov.

Pavelková a Knápková (2012) uvádzajú ďalšie dve kritériá, ktoré by mal moderný ukazovateľ spĺňať:

- jednoduchá identifikácia jeho väzby na rôzne úrovne riadenia,
- podpora riadenia hodnoty.

Nájsť jeden univerzálny ukazovateľ výkonnosti, ktorý by spĺňal všetky tieto požiadavky, je náročné. Z tohto dôvodu sa v praxi používajú rôzne ukazovatele a metódy na hodnotenie výkonnosti, ktoré sa navzájom dopĺňajú a poskytujú komplexnejší pohľad na výkonnosť podniku.

1.6.1 Diskontované cash flow – DCF

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2012) je diskontované cash flow (*DCF – Discounted Cash Flow*) významným meradlom výkonnosti podnikov a zohráva kľúčovú úlohu pri investičnom rozhodovaní. Investori ho využívajú pri hodnotení výhodnosti ich investície pomocou čistej súčasnej hodnoty alebo vnútorného výnosového percenta. Jeho prednosťou oproti voľnému cash flow je, že zohľadňuje čas aj riziko, pri ktorom sú peňažné toky produkované.

Čistá súčasná hodnota (*NPV – Net Present Value*) sa vypočíta nasledne:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K \quad (23)$$

Kde CF_t = cash flow plynúce z investície v jednotlivých rokoch životnosti investície,
 K = kapitálový výdavok spojený s investíciou,
 n = doba životnosti investície,

i = diskontná miera odrážajúca požadovanú výnosnosť investície.

Výslednú hodnotu NPV je možné interpretovať nasledne:

NPV > 0 Investícia je pre podnik prijateľná, pretože zaručuje požadovanú mieru výnosnosti a jej prijatie by zvýšilo trhovú hodnotu podniku.

NPV < 0 Investícia nie je pre podnik prijateľná, pretože nezaručuje požadovanú mieru výnosnosti a jej prijatie by znížilo trhovú hodnotu podniku.

NPV = 0 Investícia netvorí žiadnu hodnotu.

Vnútorne výnosové percento (*IRR – Internal Rate of Return*) predstavuje takú výnosnosť investície, pri ktorej je NPV nulová. Postup pre stanovenie výnosnosti investície prostredníctvom IRR je nasledujúci:

1. Výpočet NPV pri zvolenej diskontnej sadzbe.
2. Ak je NPV > 0, je nutné zvoliť vyššiu diskontnú sadzbu a výpočet opakovať.
3. Ak je nová NPV < 0, je možné prejsť k výpočtu IRR prostredníctvom nasledujúceho vzorca:

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} (i_V - i_N) \quad (24)$$

Kde i_N = nižšia diskontná sadzba, pri ktorej je NPV > 0 (NPV_N),

i_V = vyššia diskontná sadzba, pri ktorej je NPV < 0 (NPV_V).

Ak je naopak pri prvom výpočte NPV záporná, volíme pre ďalší výpočet nižšiu diskontnú sadzbu. Je nutné nájsť takú diskontnú sadzbu, pri ktorej vyjde NPV kladná. Následne sa opäť využije vzorec (24) pre výpočet IRR. (Pavelková a Knápková, 2012)

1.6.2 Trhová pridaná hodnota – MVA

Trhová pridaná hodnota (*MVA – Market Value Added*) je moderný ukazovateľ výnosnosti, ktorý meria rozdiel medzi trhovou hodnotou podniku a investovaným kapitálom do podniku (Pavelková a Knápková, 2012). Podľa Nývltovej a Mariniča (2010) sa trhová hodnota podniku vypočíta ako súčin aktuálnej ceny akcie a počtu emitovaných akcií. Investovaný kapitál do podniku je vyjadrený účtovnou hodnotou

vlastného kapitálu. Koncept trhovej pridanej hodnoty vychádza z rozdielu medzi cenou akcie na trhu a hodnotou vlastného kapitálu pripadajúceho na jednu akciu.

Výhodou ukazovateľa MVA je, že výsledkom je hodnota uznávaná trhom a sú v nej zahrnuté odhady budúceho vývoja. Limitáciou tohto ukazovateľa je najmä to, že je možné ho použiť len u verejne obchodovateľných podnikoch (Pavelková a Knápková, 2012). Nývltová a Marinič (2010) uvádzajú ako ďalšiu podstatnú nevýhodu vlastný kapitál vykazovaný v účtovných cenách. Z tohto dôvodu môže koncept trhovej pridanej hodnoty skresľovať skutočnú hodnotu podniku.

1.6.3 Ekonomická pridaná hodnota – EVA

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2012) koncept ekonomickej pridanej hodnoty (*EVA – Economic Value Added*) predstavuje moderný prístup k meraniu výkonnosti podniku, ktorý integruje operatívne, finančné a investičné rozhodovanie. Jeho hlavnou výhodou je zjednotenie hodnotenia výkonnosti prostredníctvom jedného ukazovateľa, čím eliminuje nejednotnosť spôsobenú využívaním viacerých nezlučiteľných metrik. Jeho uplatnenie v hodnotovom riadení sa rozšírilo najmä vďaka jeho jednoduchej koncepcii a schopnosti presnejšie odrážať ekonomickú realitu podniku. Podrobnejšia charakteristika a výpočet EVA budú rozpracované v kapitole 1.7.

1.6.4 Pridaná hodnota pre akcionárov – SVA

Medzi ďalšie ukazovatele slúžiace k meraniu výkonnosti podniku patrí pridaná hodnota pre akcionárov (*SVA – Shareholder Value Added*), ktorá predstavuje rozdiel medzi hodnotou celého podniku a hodnotou cudzieho kapitálu v trhových cenách. (Pavelková a Knápková, 2012)

1.6.5 Rentabilita investícií založená na cash flow – CFROI

Medzi moderné metódy hodnotenia výkonnosti podniku sa radí aj komplexný model rentability investícií založenej na cash flow (*CFROI – Cash Flow Return on Investment*), ktorý bol vytvorený americkou spoločnosťou HOLT Value Associates. CFROI je považovaný za ukazovateľ výnosnosti investícií pre celý podnik, pričom vychádza z výpočtu IRR (viď podkapitola 1.6.1). Postup hodnotenia jednotlivých investičných projektov prostredníctvom IRR sa v prípade modelu CFROI aplikuje na celý podnik,

ktorý je v tomto prípade chápaný ako súbor investičných projektov. S každým investičným projektom sú spojené výdavky a nim odpovedajúce peňažné toky. Peňažné príjmy podniku sú potom chápané ako súčet peňažných príjmov z jednotlivých projektov. (Mařík a Maříková, 2005)

Podľa Maříka a Maříkovej (2005) do výpočtu CFROI vstupujú nasledujúce komponenty:

1. Brutto investičná báza – počiatočný investičný výdavok, skladá sa z odpisovaných a neodpisovaných prevádzkových aktív.
2. Brutto cash flow – prepočet cash flow nepriamou metódou.
3. Doba životnosti aktív – pomer hodnoty odpisovaných dlhodobých aktív v obstarávacích cenách a ročných odpisov (predpoklad lineárneho odpisovania).

Výpočet CFROI je potom založený na určení úrokovej miery, ktorá by vyhovovala nasledujúcej rovnici:

$$BIB = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1 + CFROI)^t} + \frac{Neodpisované aktíva}{(1 + CFROI)^t} \quad (25)$$

Kde BIB = brutto investičná báza,

BCF = brutto cash flow,

n = doba životnosti aktív,

t = jednotlivé roky budúceho obdobia n . (Mařík a Maříková, 2005)

Pavelková a Knápková (2012) uvádzajú, že ukazovateľ CFROI umožňuje porovnanie výkonnosti podnikov v čase, bez ohľadu na rozdiely v skladbe aktív či pôsobenie v rôznych krajinách. Vyznačuje sa vysokou presnosťou vďaka odstraňovaniu účtovných nedostatkov a zohľadňovaniu inflácie. Jeho nevýhodou je však zložitosť výpočtu, a to predovšetkým v odhade brutto investícií v bežných cenách. Z tohto dôvodu sa využíva prevažne na podnikovej úrovni a v Českej republike nie je široko rozšírený.

1.7 Ekonomická pridaná hodnota

Ekonomická pridaná hodnota (EVA – *Economic Value Added*) bola predstavená firmou Stern Stewart & Co. v roku 1989 a zaregistrovaná ako ochranná známka (Pavelková a Knápková, 2012). Ide o ukazovateľ, ktorý sa zameriava ekonomický zisk podniku.

Na rozdiel od účtovného zisku, EVA berie do úvahy aj príležitostné náklady spojené s použitým kapitálom (Vochozka, 2011).

EVA predstavuje rozdiel medzi operatívnym ziskom po zdanení a nákladmi na investovaný kapitál. Ak podnik dosiahne pozitívnu hodnotu EVA, znamená to, že vytvára hodnotu pre akcionárov. (Mařík, 2018)

Základný vzorec pre výpočet EVA je nasledujúci:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC \quad (26)$$

Kde $NOPAT$ = net operating profit after taxes, t. j. čistý zisk z operatívnej činnosti,
 C = kapitál viazaný v aktívach = NOA (*Net Operating Assets* – čisté operatívne aktíva) k začiatku hodnoteného obdobia,
 $WACC$ = priemerné vážené náklady kapitálu. (Mařík, 2018)

Pavelková a Knápková (2012) uvádzajú alternatívny spôsob výpočtu EVA:

$$EVA = (RONA - WACC) \times C \quad (27)$$

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

Výpočet EVA predpokladá transformovanie účtovných dát na ekonomické dáta vyjadrujúce reálnu situáciu podniku. Hodnotu EVA je možné stanoviť aj na základe účtovných údajov, avšak bez úprav o neoperatívne položky môže dôjsť k skresleniu výsledku. V takom prípade slúžia získané hodnoty len pre orientačné účely. Ministerstvo priemyslu a obchodu Českej republiky (2024) používa pre výpočet účtovného modelu EVA nasledujúci vzorec:

$$EVA = (EAT - r_e) \times VK \quad (28)$$

Kde EAT = Earnings After Taxes, t. j. čistý zisk,
 r_e = náklady na vlastný kapitál,
 VK = vlastný kapitál.

1.7.1 Vymedzenie čistých operatívnych aktív – NOA

Pre stanovenie výšky NOA a NOPAT uvádza Stern Stewart & Co. potrebu 164 úprav. Podľa názoru Maříka a Maříkovej (2005) stačí vykonať úpravy, ktoré sú v konkrétnom

prípade najdôležitejšie. Pre výpočet NOA sa vychádza zo súvahy, v ktorej je potrebné vykonať tri základné úpravy:

- vylúčenie neoperatívnych aktív,
- aktivácia operatívnych aktív nevykázaných v účtovníctve,
- vylúčenie pasív, ktoré nenesú náklad.

Vylúčenie neoperatívnych aktív

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2012) je nutné zo súvahy vylúčiť dlhodobý finančný majetok bez priamej väzby na hlavnú činnosť podniku. V prípade nedokončeného dlhodobého majetku sa obvykle jedná o prevádzkovo potrebné aktívum, avšak mal by sa z NOA vylúčiť tiež, pretože sa nepodieľa na tvorbe súčasných VH. Ďalej by sa mala vylúčiť časť peňažných prostriedkov, ktorá podľa Maříka (2018) presahuje 20 % okamžitej likvidity. Pavelková a Knápková (2012) ďalej uvádzajú, že z NOA by sa mal vylúčiť krátkodobý finančný majetok, ak neslúži k operatívnej činnosti. Ďalej by sa mali vylúčiť nevyužité nehnuteľnosti, nedobytné pohľadávky a pohľadávky nesúvisiace s hlavnou činnosťou a nepotrebné zásoby či majetok.

Aktivácia operatívnych aktív nevykázaných v účtovníctve

Do súvahy je nutné zahrnúť položky, ktoré prispievajú k tvorbe operatívneho zisku, avšak v podmienkach českého účtovníctva sa štandardne nevykazujú. Najčastejšie ide o majetok prenajatý formou leasingu. Ďalej je nutné do NOA zahrnúť prípadné náklady na reklamu, logistiku, výskum a vývoj alebo vzdelávanie zamestnancov. (Pavelková a Knápková, 2012)

Vylúčenie pasív, ktoré nenesú náklad

Upravené NOA je nutné ďalej znížiť o pasíva, s ktorými sa nespája žiaden priamy náklad. Do krátkodobých záväzkov, o ktoré by sa mali aktíva znížiť patria predovšetkým záväzky z obchodných vzťahov, záväzky k spoločníkom, záväzky k zamestnancom, záväzky k správe sociálneho zabezpečenia, daňové záväzky, dotácie a iné záväzky. Ďalej by sa malo vylúčiť časové rozlíšenie pasív a nespoplatnené dlhodobé záväzky. (Mařík a Maříková, 2005)

1.7.2 Vymedzenie čistého operatívneho zisku – NOPAT

Hlavnou zásadou pre určenie NOPAT je dosiahnutie symetrie medzi NOA a NOPAT. Ak sú určité aktíva vylúčené z NOA, je nutné z NOPAT vylúčiť aj výnosy a náklady s nimi spojené, a pri zaradení opačne. (Mařík a Maříková, 2005)

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2012) sa NOPAT stanoví z výsledku hospodárenia, v ktorom je potrebné vykonať nasledujúce úpravy:

- vylúčenie nákladových úrokov, pretože pri ich ponechaní by sa vo výpočte EVA prejavili dvakrát, a to pri znížení NOPAT a v nákladoch kapitálu,
- vylúčenie jednorazových nákladov a výnosov, ako napríklad výnosy z predaného dlhodobého majetku alebo z rozpustenia rezerv,
- vylúčenie výnosov z neoperatívnych aktív,
- vylúčenie nákladov spojených so zahrnutými aktívami do NOA a započítanie odhadovaných odpisov zahrnutých aktív (leasing),
- vylúčenie nákladov a výnosov spojených s dlhodobým finančným majetkom pre neoperatívnu činnosť,
- úprava daní na úroveň NOPAT, ktorá spočíva v úprave splatnej dane tak, aby zohľadňovala rozdiely medzi NOPAT a výsledkom hospodárenia.

1.7.3 Výpočet nákladov na kapitál – WACC

Pri výpočte EVA sa vychádza z priemerných vážených nákladov kapitálu (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*), ktoré sa určia ako vážený priemer nákladov na vlastný kapitál a nákladov na cudzí úročený kapitál. (Pavelková a Knápková, 2012)

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{C} + r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C} \quad (29)$$

Kde r_e = náklady na vlastný kapitál,

r_d = náklady na cudzí kapitál,

t = sadzba dane,

E = vlastný kapitál,

D = cudzí kapitál,

C = celkový kapitál, $C = E + D$. (Mařík, 2018)

Pre výpočet WACC je nutné určiť náklady na vlastný a cudzí kapitál. Náklady na cudzí kapitál sa vypočítajú ako vážený priemer efektívnych úrokových sadzieb. Náklady na vlastný kapitál sú definované výnosovým očakávaním investorov pri zohľadnení rizika, pričom na ich výpočet sa často používa **model oceňovania kapitálových aktív** (*CAPM – Capital Asset Pricing Model*). Tento model vychádza z predpokladu, že očakávaný výnos na vlastný kapitál je určený rizikovou prirážkou nad bezrizikovú úrokovú sadzbu, ktorá zohľadňuje trhové riziko investície. (Mařík, 2018)

Výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu CAPM je nasledujúci:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (30)$$

Kde r_f = bezriziková výnosnosť,
 r_m = očakávaná trhová výnosnosť,
 β = beta koeficient.

Bezrizikovú výnosnosť je vhodné určiť na základe úrokovej miery desaťročných štátnych dlhopisov. Rozdiel medzi očakávanou trhovou výnosnosťou a bezrizikovou výnosnosťou predstavuje rizikovú prémie kapitálového trhu, pričom na jej stanovenie v konkrétnej krajine možno využiť ratingové hodnotenia agentúr, ako sú Moody's alebo Standard & Poor's.

Beta koeficient vyjadruje trhové riziko tým, že ukazuje mieru citlivosti ceny akcie na pohyby celkového trhu. S rastúcou hodnotou beta koeficientu rastie aj riziko investovania do danej akcie. V prípade, že $\beta = 1$, akcia je rovnako riskantná ako sú akcie na kapitálovom trhu. Beta koeficient je možné odhadnúť na základe historických cien akcií alebo porovnaním s podobnými podnikmi. (Pavelková a Knápková, 2012)

Stavebnicový model predstavuje alternatívny prístup k stanoveniu nákladov na vlastný kapitál, ktorý využíva aj Ministerstvo priemyslu a obchodu Českej republiky na štatistické účely. Jeho podstata spočíva v pripočítaní rizikovej prirážky k bezrizikovej výnosnosti. Táto prirážka môže byť stanovená ako celok alebo ako súčet čiastkových rizikových faktorov, ktoré zahŕňajú riziko trhu, odvetvia, finančnej a organizačnej štruktúry, riadenia podniku a ďalších aspektov. Na rozdiel od modelu CAPM, ktorý sa sústreďuje primárne na trhové riziko, stavebnicový model zohľadňuje komplexné rizikové faktory ovplyvňujúce celý podnik. (Pavelková a Knápková, 2012)

Kislingerová (2001) uvádza výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou **Gordonovho rastového modelu**, ktorý má nasledujúcu podobu:

$$r_e = \frac{\text{Dividenda}_{t+1}}{\text{Cena akcie}_t} + g \quad (31)$$

Kde g = Miera rastu dividend.

Pri určovaní nákladov na vlastný kapitál sa môže vychádzať aj z údajov o **priemernej rentabilite vlastného kapitálu** (ROE) v danom odvetví. Táto metóda má výhodu v relatívnej dostupnosti údajov o ROE, ktoré sú ľahšie získateľné než iné potrebné dáta. Nevýhodou môže byť možnosť regulácie účtovnej rentability prostredníctvom tvorby a rozpúšťania tichých rezerv. (Pavelková a Knápková, 2012)

Náklady na vlastný kapitál je možné odvodiť aj **na základe nákladov na cudzí kapitál**. Tento prístup vychádza z predpokladu, že náklady na vlastný kapitál sú vyššie než náklady na cudzí kapitál, keďže vlastníci podstupujú vyššie riziko a očakávajú vyšší výnos. K nákladom na cudzí kapitál sa priradí určitý počet percentuálnych bodov, čím sa získa odhad nákladov na vlastný kapitál.

Použitie rôznych metód na stanovenie nákladov na vlastný kapitál môže viesť k rôznym výsledkom. Z tohto dôvodu je vhodné zohľadniť výsledky viacerých metód a vypočítať vážený aritmetický priemer, pričom váhy by mali odrážať relevantnosť jednotlivých metód pre daný podnik. (Pavelková a Knápková, 2012)

1.7.4 Využitie moderného ukazovateľa EVA

Ukazovateľ EVA nachádza uplatnenie najmä v strategickom riadení a investičnom rozhodovaní. Pri formulovaní stratégie podniku môže slúžiť ako kritérium pre výber investičných projektov, ktoré prispievajú k tvorbe hodnoty. Efektívna alokácia kapitálu na základe EVA podporuje dlhodobú prosperitu podniku a zabezpečuje súlad medzi finančnými a strategickými cieľmi.

EVA ako meradlo výkonnosti podniku

EVA sa stala široko používaným meradlom výkonnosti v kontexte hodnotového riadenia podnikov, a to najmä vďaka svojej metodologickej jednoduchosti v porovnaní s inými ukazovateľmi. Vyjadruje, akú pridanú hodnotu podnik vytvoril nad rámec výnosov, ktoré

by jeho kapitál priniesol pri investovaní do inej rovnako rizikovej príležitosti. Vďaka tomu poskytuje vlastníkom objektívnejší pohľad na výkonnosť podniku a efektívnosť využitia ich kapitálového vkladu.

EVA v investičnom rozhodovaní

Koncept EVA nachádza uplatnenie aj v investičnom rozhodovaní, kde sa tradične využíva metóda DCF. Jej zavedenie do investičného rozhodovania umožňuje zjednotiť metodiku hodnotenia projektov v rámci celého podniku, čo je obzvlášť efektívne v spoločnostiach riadených podľa konceptu EVA. Vzhľadom na metodickú príbuznosť vedú výpočty DCF a EVA k rovnakým výsledkom. (Pavelková a Knápková, 2012)

EVA pri oceňovaní podniku

Podobne ako pri investičnom rozhodovaní, aj pri oceňovaní podniku sa tradične využíva metóda DCF. Keďže výpočty metód DCF a EVA vedú k rovnakým výsledkom, obe poskytujú porovnateľné ocenenie podniku. EVA preto predstavuje rovnocennú alternatívu k DCF, no oproti DCF kladie dôraz na identifikáciu a ocenenie čistých operatívnych aktív a hodnotu MVA. (Mařík a Maříková, 2005)

EVA pre odmeňovanie

Odmeňovanie manažérov a zamestnancov je kľúčovým prvkom riadenia podniku, pretože ciele vlastníkov a manažmentu sa často môžu líšiť. V praxi je preto nevyhnutné tieto ciele zosúladiť. Bonusový systém založený na EVA vychádza z predpokladu, že manažérsky bonus by mal byť vyplácaný iba vtedy, ak vlastníci dosiahnu výnos vyšší než očakávaný. Výhodou tohto systému je, že nemá stanovené horné limity, takže čím vyššia je hodnota EVA, tým vyššie budú vyplácané bonusy. Podniky môžu aplikovať tri rôzne verzie tohto systému, ktorými sú verzia X, verzia XY a moderná verzia. (Pavelková a Knápková, 2012)

Verzia X predstavuje pôvodný bonusový systém založený na vyplácaní fixného percenta z vytvorenej EVA. Výhodou je, možnosť priebežného sledovania a priameho prepojenia s hodnotou podniku. Nevýhodou je, že neprináša žiadne odmeny za presiahnutie očakávanej hodnoty EVA, čo môže obmedziť motivačný efekt. Okrem toho, podniky s nižšou hospodárskou výkonnosťou môžu umelo zvyšovať svoje bonusy tým, že presúvajú náklady do nasledujúceho obdobia. (Pavelková a Knápková, 2012)

Verzia XY naopak zakladá výpočet bonusov nielen na absolútnej hodnote EVA, ale aj na jej medziročných prírastkoch. Tento prístup motivuje manažment a zamestnancov k neustálemu zlepšovaniu podnikových procesov a dlhodobej tvorbe hodnoty. Výpočet bonusu sa v tomto prípade odvíja od dosiahnutého rastu EVA v danom období:

$$Bonus = (x \% \times EVA) + (y \% \times \Delta EVA) \quad (32)$$

Moderná verzia bonusového systému predstavuje pokročilý model, ktorý sa oproti verzii XY vyznačuje dvoma zásadnými úpravami. Výška zarobeného bonusu sa v tomto systéme odvíja od cieľového bonusu a fixného percenta z rozdielu medzi skutočným prírastkom EVA a očakávaným zlepšením EVA. Kľúčovým prvkom tejto verzie je, že cieľový bonus je priznaný iba v prípade, že podnik dosiahne stanovenú úroveň rastu EVA.

$$Bonus = \text{cieľový bonus} + y \%(\Delta EVA - OZE) \quad (33)$$

Kde OZE = očakávané zlepšenie EVA. (Pavelková a Knápková, 2012)

1.7.5 Zavedenie konceptu EVA do riadenia podniku

Zavedenie konceptu EVA do riadenia podniku si vyžaduje koordinovaný a premyslený prístup. Prvým krokom je vytvorenie riadiacej skupiny, ktorá pozostáva z členov vedenia podniku. Jej úlohou je definovať kľúčové aspekty implementácie, najmä spôsob merania EVA a systém odmeňovania. Následne je nevyhnutné zabezpečiť dostatočnú informovanosť zamestnancov o novom systéme riadenia prostredníctvom školení, seminárov a tréningov, ako aj zavedením efektívnej internej komunikácie.

Pri zavádzaní EVA je možné využiť model 4M, ktorý zahŕňa štyri kľúčové aspekty:

- Measurement – návrh metodiky merania tvorby hodnoty,
- Management – prepojenie merania výkonnosti s rozhodovacími procesmi a alokáciou kapitálu,
- Mindset – posilnenie ekonomického povedomia zamestnancov prostredníctvom vzdelávania a komunikácie,
- Motivation – zavedenie systému odmeňovania založeného na EVA, ktorý motivuje manažérov a zamestnancov k zvyšovaniu hodnoty podniku. (Pavelková a Knápková, 2012)

2 ANALYTICKÁ ČASŤ

Analytická časť diplomovej práce sa zameriava na preskúmanie súčasného stavu vybranej spoločnosti. Najprv bude vybraná spoločnosť charakterizovaná, následne bude realizovaná strategická analýza, na ktorú bude nadväzovať finančná analýza. Výstupy z oboch analýz budú následne zhrnuté.

2.1 Predstavenie spoločnosti

Spoločnosť, ktorej názov nie je vzhľadom na požiadavku na zachovanie anonymity uvádzaný, pôsobí na českom trhu 30 rokov ako spoločnosť s ručením obmedzeným. Pre účely diplomovej práce bude použité označenie „spoločnosť XYZ s.r.o.“

Spoločnosť XYZ s.r.o. patrí medzi strojárské podniky pôsobiace v priemyselnej výrobe, pričom sa orientuje najmä na oblasť technológií využívaných v polygrafii a elektrotechnickom sektore. Sídlo spoločnosti sa nachádza v Pardubickom kraji, kde sa sústreďuje aj vedenie, administratíva, ako aj oddelenia konštrukcie, výroby a montáže. Spoločnosť má v Českej republike celkom štyri pobočky, a to centrálu, výrobnú halu v Pardubickom kraji, ďalšiu výrobnú halu v Olomouckom kraji a konštrukčnú kanceláriu s montážnou halou na Vysočíne. Približne 15 rokov pôsobí aj v Holandsku prostredníctvom dcérskej spoločnosti, ktorá zabezpečuje predajnú podporu strojov v krajinách západnej Európy, ako sú Nemecko, Španielsko či Portugalsko.

Štatutárny orgán spoločnosti sa skladá zo štyroch konateľov. Základný kapitál vo výške 100 tis. Kč je tvorený peňažnými vkladmi štyroch spoločníkov, ktorí sú zároveň konateľmi. (Výročná správa XYZ s.r.o., 2023)

2.1.1 Predmet podnikania

Analyzovaná spoločnosť začínala ako technicko-poradenská kancelária, neskôr sa zamerala na výrobu baliacich strojov. V súčasnosti sa venuje vývoju, návrhu a výrobe špecializovaných strojov, nástrojov a zariadení pre potreby elektrotechnického priemyslu a polygrafie. Medzi hlavné výrobky patria predovšetkým laminovacie, lakovacie a baliace stroje. Pre elektrotechnický priemysel vyrába jed noučelové stroje. (Výročná správa XYZ s.r.o., 2023)

V obchodnom registri má spoločnosť zapísané nasledujúce predmety podnikania:

- obrábачstvo, zámočníctvo a nástrojárstvo,
- výroba strojov a zariadení,
- sprostredkovanie obchodu a služieb,
- veľkoobchod a maloobchod,
- príprava a vypracovanie technických návrhov, grafické a kresličské práce,
- výskum a vývoj v oblasti prírodných a technických vied alebo spoločenských vied,
- poskytovanie technických služieb,
- výroba, inštalácia, opravy elektrických strojov a prístrojov, elektronických a telekomunikačných zariadení,
- montáž, opravy, revízie a skúšky elektrických zariadení. (Ministerstvo spravodlnosti České republiky, 2025)

2.1.2 Vymedzenie odvetvia

Spoločnosť XYZ s.r.o. svojou hlavnou činnosťou pôsobí v odvetví výroby špecializovaných strojov pre polygrafiu a elektrotechnický priemysel. Z hľadiska klasifikácie ekonomických činností CZ-NACE (Rev. 2) sa zaraďuje táto činnosť do sekcie C – Spracovateľský priemysel, konkrétne do oddielu 28 – Výroba strojov a zariadení i. n. a skupiny 28.9 – Výroba ostatných strojov pre špeciálne účely. Najpresnejšie hlavnú činnosť vystihuje kód 28.95 – Výroba strojov a prístrojov na výrobu papiera a lepenky. (Český statistický úrad, 2025a)

Podľa administratívneho registra ekonomických subjektov podnik spadá aj pod ďalšie kategórie, napríklad kód 28.99 – Výroba ostatných strojov pre špeciálne účely i. n., kód 72 – Výskum a vývoj, či kód 71.12 – Inžinierske činnosti a súvisiace technické poradenstvo. Tieto činnosti však súvisia s doplnkovými aktivitami. Ako relevantný trh bude preto pre účely tejto práce uvažované odvetvie 28.9.

2.1.3 Veľkostné zaradenie

Kategórie veľkostí podnikov v Českej republike taxatívne vymedzuje zákon č. 563/1991 Sb. o účtovníctve. Spoločnosť XYZ s.r.o. v účtovnom období 2023 dosiahla obrat

vo výške 225 mil. Kč, aktíva činili 694 mil. Kč a priemerný počet zamestnancov bol evidovaný vo výške 159. Podľa hraničných hodnôt spoločnosť spadá do kategórie stredných podnikov.

2.1.4 Analýza zamestnancov

Spoločnosť momentálne zamestnáva takmer 160 zamestnancov v troch regiónoch. Dôvodom rozširovania výroby do iných regiónov bol nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily v okolí výrobných hál v Pardubickom kraji. Nedostatok pracovnej sily sa spoločnosť snaží riešiť tiež investovaním do inovácií výrobkov a automatizácie výrobného procesu. Vďaka týmto inováciám postupne dochádza k stabilizácii počtu zamestnancov, ktorý zachytáva tabuľka 2.

Tabuľka 2: Vývoj počtu zamestnancov spoločnosti XYZ s.r.o.

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

	2019	2020	2021	2022	2023
Zamestnanci	169	162	156	157	159

Väčšinu zamestnancov spoločnosti tvoria pracovníci zodpovední za výrobu a montáž strojných zariadení, ktorí pôsobia vo výrobných a montážnych halách v jednotlivých regiónoch. Druhú významnú skupinu tvoria kvalifikovaní odborníci na technických pozíciách, predovšetkým konštrukční inžinieri a technickí dizajnéri pracujúci v konštrukčných kanceláriách. Projektové práce prebiehajú s využitím pokročilých CAD softvérov, zatiaľ čo výroba je realizovaná na moderných CNC strojoch. (Výročná správa XYZ s.r.o., 2023)

2.1.5 Strategické ciele

Strategické ciele spoločnosti XYZ s.r.o. sú zamerané na upevnenie jej postavenia ako silného a stabilného stredne veľkého podniku. K naplneniu svojich cieľov plánuje využívať svoje kvalitné technologické zázemie, kvalifikovaný personál, silné finančné zázemie a skúsené vedenie. Jej primárnym dlhodobým cieľom je tvorba nadpriemernej pridanej hodnoty a rozvíjanie konceptu Priemyslu 4.0 najmä v oblasti automatizácie.

V oblasti obchodnej politiky plánuje prehĺbovať spoluprácu s jej kľúčovými partnermi v polygrafickom priemysle, ale aj rozširovať svoje produktové portfólio do ďalších odvetví. Cieľom je zvýšiť odolnosť voči výkyvom dopytu v polygrafii.

V dlhodobej stratégii počíta tiež s obnovovacími investíciami do strojného vybavenia a investíciami do zlepšenia prostredia pre zamestnancov. V nasledujúcich rokoch plánuje zaobstarat' nové vybavenie šatní na centrále a vykonať rekonštrukciu jedálne vo výrobnjej hale v Olomouckom kraji. (Výročná správa XYZ s.r.o., 2023)

2.2 Strategická analýza

Napĺňanie strategických cieľov môže ovplyvňovať množstvo externých faktorov, ktorých pôsobeniu sa spoločnosť nedokáže úplne vyhnúť. Naopak, vnútorné faktory je možné do určitej miery riadiť a ovplyvňovať. Na ich identifikáciu a zhodnotenie slúži strategická analýza, ktorá bude predmetom tejto podkapitoly.

2.2.1 PEST analýza

PEST analýza jednou z najznámejších metód hodnotenia vonkajšieho prostredia podniku. Zameriava sa na štyri hlavné kategórie faktorov, a to politické, ekonomické, sociálne a technologické. Tieto faktory podnik nedokáže priamo ovplyvniť a ich pôsobeniu sa musí prispôbiť. Z tohto dôvodu je kľúčová ich včasná identifikácia a analýza.

Politické faktory

V posledných rokoch boli politické faktory výrazne ovplyvnené globálnymi udalosťami, ktoré mali dopad aj na spoločnosť XYZ s.r.o. Počas pandémie COVID-19 došlo k opakovanému obmedzeniu podnikateľských činností v dôsledku vládnych opatrení a podnik bol nútený pozastaviť niektoré aktivity, najmä inštalácie strojov u zákazníkov, čo sa odrazilo v poklese tržieb.

Ďalším významným zásahom bola invázia Ruska na Ukrajinu na začiatku roka 2022. Táto situácia spôsobila rast cien zemného plynu, čo malo priamy dopad na náklady na energie. Zároveň došlo k výraznému zvýšeniu cien vstupných materiálov, najmä kovov a elektronických komponentov, čo viedlo k rastu prevádzkových nákladov.

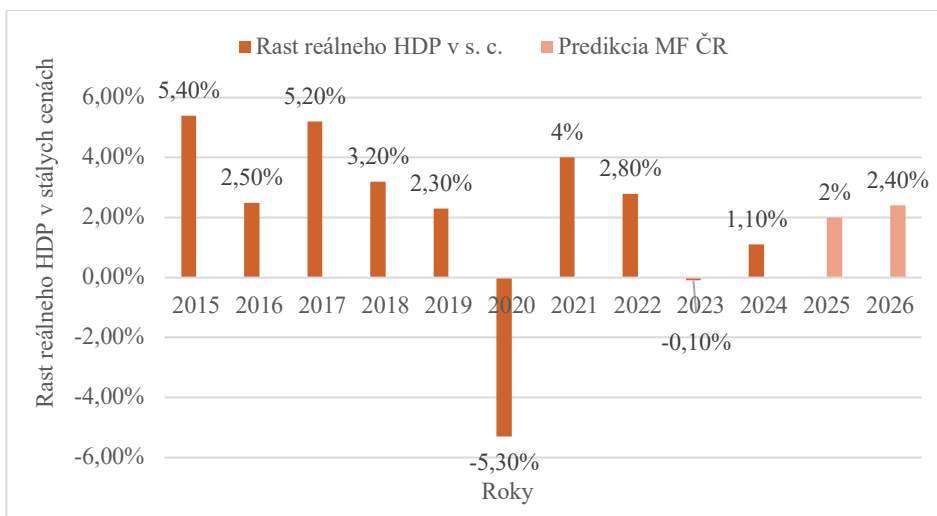
Tieto externé politické zásahy poukazujú na význam sledovania nielen legislatívy v Českej republike, ale aj širšieho geopolitického diania. Rovnako významné sú aj

regulácie a nariadenia Európskej únie, ktoré ovplyvňujú podnikanie v oblasti technických noriem, energetickej politiky a environmentálnych požiadaviek.

Politicky riadená je aj priemyselná a inovačná politika štátu, pričom ide o významný nástroj podpory technologického rozvoja, pričom spoločnosť XYZ s.r.o. je jedným z príjemcov verejnej podpory v tejto oblasti. V období rokov 2005 až 2008 čerpala viaceré dotácie na projekty zamerané na inovácie výrobného procesu a posilnenie exportu. V roku 2024 jej bola z fondov Európskej únie prisľúbená dotácia vo výške 5 mil. Kč na realizáciu projektu zameraného na implementáciu automatického skladového systému.

Ekonomické faktory

Makroekonomický ukazovateľ HDP predstavuje základný ukazovateľ hodnotenia ekonomickej stability krajiny a ovplyvňuje aj dopyt po investičných produktoch, aké vyrába spoločnosť XYZ s.r.o. Vývoj reálneho HDP v stálych cenách v Českej republike za poslednú dekádu zachytáva graf 1.



Graf 1: Vývoj reálneho HDP v stálych cenách

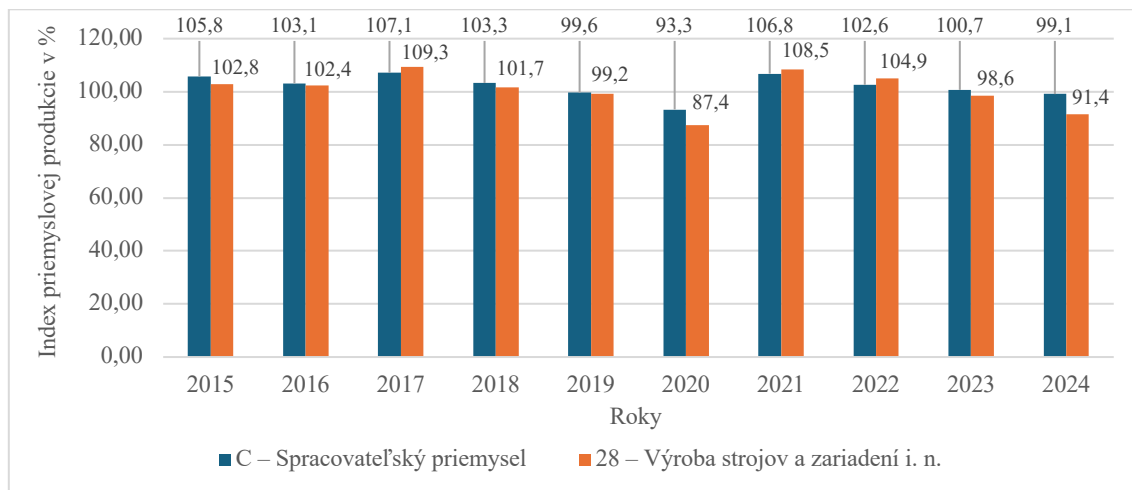
(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Ministerstvo financií České republiky, 2020; 2025)

Z grafu 1 vyplýva, že v roku 2020 sa vplyv pandémie COVID-19 podpísal na výraznom poklese reálneho HDP, čo nepriamo vplývalo aj na priemyselný sektor vrátane strojárstva, a teda aj na dopyt po výrobkoch spoločnosti. V nasledujúcich rokoch bol zaznamenaný pozitívny trend v raste HDP, čo odrážalo postupné ekonomické zotavovanie. Tento vývoj bol narušený geopolitickými udalosťami, ako napríklad

inváziou Ruska na Ukrajinu v roku 2022, ktorá prispela k stagnácii ekonomiky a vyústila do mierneho poklesu HDP o -0,1 % v roku 2023. (Ministerstvo financií Českej republiky, 2020; 2025)

Ministerstvo financií Českej republiky (2025) predpokladá, že v rokoch 2025 a 2026 dôjde k obnoveniu rastu HDP (2,0 % a 2,4 %), čo by mohlo vytvoriť priaznivejšie podmienky a vyššiu mieru stability pre výrobné podniky ako je spoločnosť XYZ s.r.o.

Kým ukazovateľ HDP odzrkadľuje výkon celkovej ekonomiky, pre hodnotenie vývoja odvetvia, v ktorom spoločnosť XYZ s.r.o. pôsobí, je relevantné sledovanie indexu priemyselnej produkcie (IPP). Tento ukazovateľ umožňuje podrobnejšie posúdiť vývoj spracovateľského priemyslu (sekcia C CZ-NACE), ako aj konkrétneho oddielu 28 – Výroba strojov a zariadení i. n., v ktorom spoločnosť priamo pôsobí.



Graf 2: Vývoj priemyselnej produkcie – Spracovateľský priemysel a Výroba strojov a zariadení
(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Český statistický úřad, 2025b)

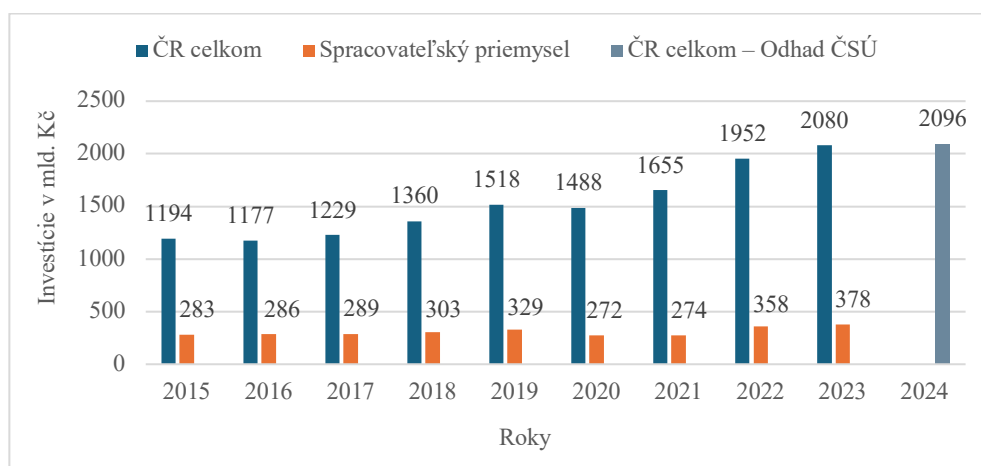
Graf 2 znázorňuje vývoj IPP za roky 2015 – 2024 na úrovni celého spracovateľského priemyslu aj v odvetví výroby strojov a zariadení. Z neho je zrejmé, že priemysel v roku 2020 zaznamenal prepád v dôsledku pandémie COVID-19. Produkcia sa však následne rýchlo zotavila a v roku 2021 dosiahla hodnoty nad úroveň roku 2019. V posledných rokoch zaznamenáva mierny pokles, čo môže byť spôsobené nárastom cien vstupov, neistotou v dopyte a geopolitickou situáciou.

Vývoj v oddiele 28 v zásade kopíruje trendy spracovateľského priemyslu ako celku, čo potvrdzuje jeho úzku previazanosť s vývojom celého odvetvia. Najnovšie údaje za rok

2024 ukazujú pokles indexu na 91,4 % v oblasti výroby strojov, čo môže signalizovať klesajúci dopyt. (Český statistický úrad, 2025b)

Investičná aktivita odberateľov je kľúčový faktor, ktorý ovplyvňuje tržby spoločnosti. Investičnú aktivitu je možné zmerať ukazovateľom tvorby hrubého fixného kapitálu, taktiež známy ako investície. Ten pozostáva z obstarania fixných aktív rezidentskými výrobcami. Tieto aktíva sú určené na použitie vo výrobných procesoch. Zahŕňajú najmä obstarávanie strojov a zariadení, vozidiel, budov, stavieb, softvérov a iného dlhodobého hmotného a nehmotného majetku. (Eurostat, 2025)

Nasledujúci graf 3 zobrazuje vývoj investícií v Českej republike celkovo a v spracovateľskom priemysle za obdobie 2015 – 2024. Hodnota za rok 2024 predstavuje odhad na základe súčtu kvartálnych údajov, pričom ide len o celkové investície v Českej Republike.



Graf 3: Vývoj investícií v celej Českej republike a spracovateľskom priemysle

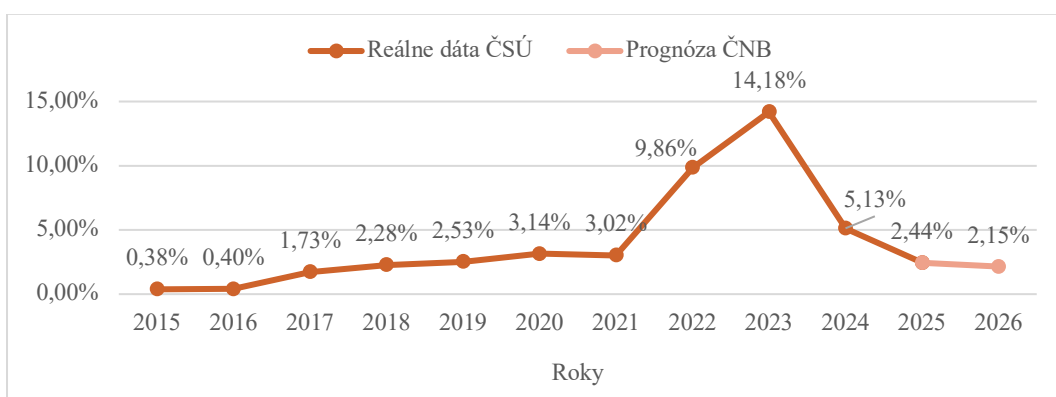
(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Český statistický úrad, 2025c)

Vývoj investícií postupne rastie v celej Českej republike aj v spracovateľskom priemysle, pričom rok 2020 zaznamenal menší pokles v dôsledku pandémie. Podľa údajov Českého štatistického úradu (2025c) má spracovateľský priemysel druhé najväčšie zastúpenie v objeme investícií, hneď po činnostiach v oblasti nehnuteľností, ktoré od roku 2017 každoročne zaujímajú prvé miesto. Na tretej priečke sa pravidelne umiestňuje doprava a skladovanie.

Napriek tomu, že sektor nehnuteľností v roku 2017 predstihol spracovateľský priemysel, jeho vývoj naznačuje, že investície do neho budú aj naďalej rásť (Český statistický úrad,

2025c). To podporujú aj predikcie Ministerstva financií Českej republiky (2025), podľa ktorých by investície mali v roku 2025 vzrásť o 0,7 % a v roku 2026 až o 3,1 %.

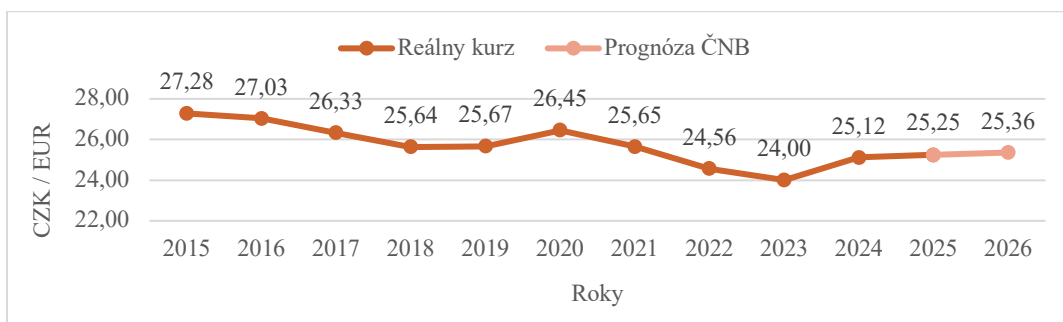
Inflácia, ktorej vývoj ukazuje graf 4, predstavuje významný ekonomický faktor s priamym dopadom na tržby a náklady podnikov. Výrazné zvýšenie miery inflácie v rokoch 2022 (9,86 %) a 2023 (14,18 %) spôsobilo nárast cien vstupov, najmä cien energií aj materiálov. Reakciou podnikov bolo zvyšovanie predajných cien, čo však viedlo k poklesu dopytu a tržieb. V roku 2024 sa inflácia zmiernila na 5,13 %, a podľa prognóz ČNB by sa mala v nasledujúcich rokoch približovať k cieľovej hodnote 2 %. (Český statistický úrad, 2025d; Česká národní banka, 2025a)



Graf 4: Vývoj inflácie v Českej republike

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Český statistický úrad, 2025d; Česká národní banka, 2025a)

Vzhľadom na to, že spoločnosť XYZ s.r.o. predáva svoje výrobky aj na trhoch západnej Európy prostredníctvom dcérskej spoločnosti v Holandsku, je vystavená kurzovému riziku, predovšetkým v súvislosti s výmenným kurzom CZK/EUR. Keďže zisky z kurzových rozdielov predstavujú približne 12 % na celkovom VH pred zdanením v roku 2023, je vhodné vývoj kurzu CZK/EUR pravidelne sledovať a analyzovať.



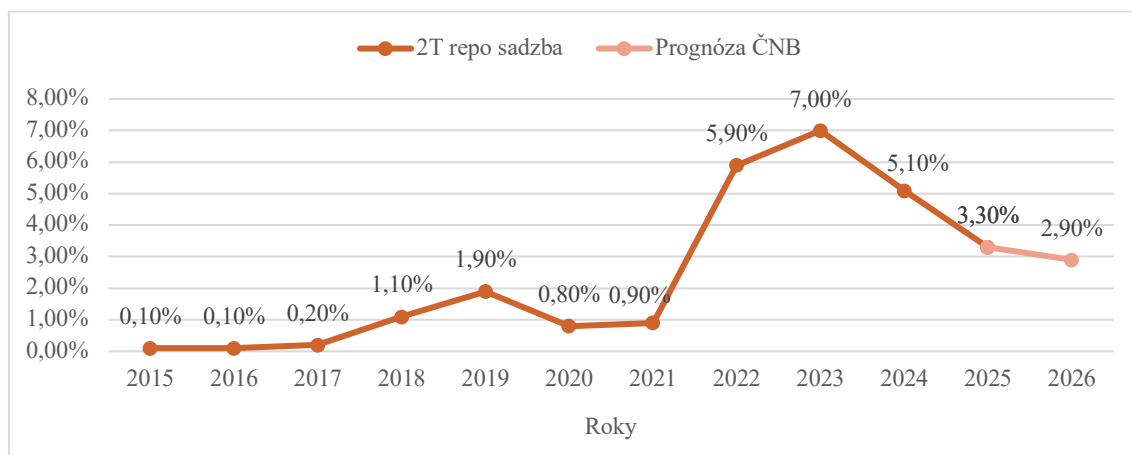
Graf 5: Vývoj menového kurzu CZK/EUR

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Česká národní banka, 2025b)

Graf 5 zobrazuje vývoj menového kurzu CZK/EUR v období 2015 – 2026, pričom roky 2024 – 2026 obsahujú prognózu Českej národnej banky. V sledovanom období možno pozorovať štvorročný trend posilňovania českej koruny voči euru, ktorý vyvrcholil v roku 2023 pri hodnote 24,00 CZK/EUR, čo predstavovalo jej najvyššiu hodnotu za celé obdobie. Prognózy predpokladajú mierne oslabovanie kurzu späť nad hranicu 25 CZK/EUR. (Česká národní banka, 2025b).

Tento vývoj poukazuje na relatívne volatilné pohyby kurzu, ktoré môžu v krátkodobom horizonte ovplyvniť finančné výsledky podnikov s exportom do európskych krajín. V kontexte už spomenutého významu kurzových rozdielov na zisky spoločnosti XYZ s.r.o. je preto dôležité tieto pohyby sledovať.

Hoci podnik nevyužíva externé financovanie a úrokové sadzby priamo neovplyvňujú jeho činnosť, môžu pôsobiť nepriamo, a to cez správanie zákazníkov. Tí môžu pre obstaranie stroja, využívať práve financovanie úverom či iné cudzie úročené zdroje. Ako ukazuje graf 6, úrokové sadzby dosiahli v rokoch 2022 a 2023 maximum (5,90 % a 7,00 %), čo mohlo obmedziť investičnú aktivitu zákazníkov. Napriek tomu spoločnosť pokles tržieb v týchto rokoch pripisuje skôr inflačným tlakom. (Česká národní banka, 2025b)

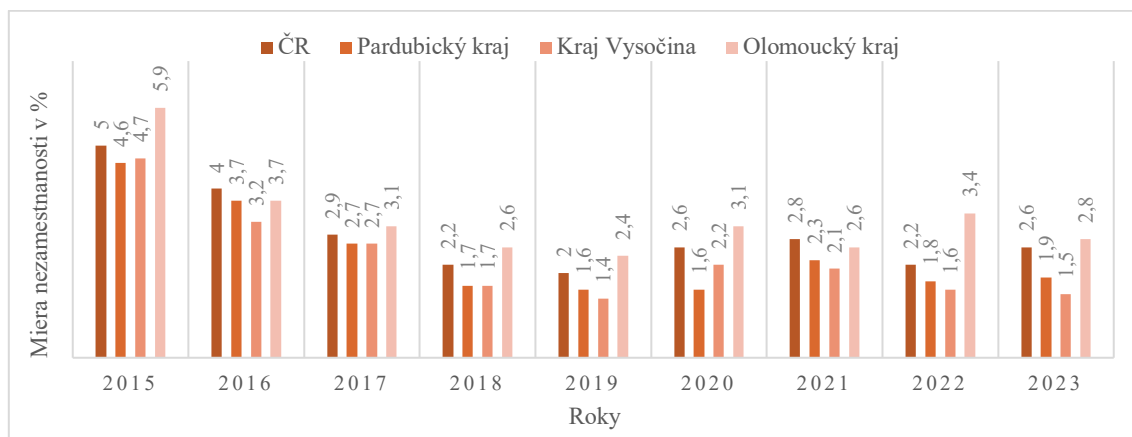


Graf 6: Vývoj úrokových sadziieb v Českej republike

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Česká národní banka, 2025b)

Miera nezamestnanosti je taktiež faktor, ktorý ovplyvňuje najmä priemyselné podniky. Nízka miera nezamestnanosti znamená, že je ťažšie získať nových pracovníkov, najmä ak ide o kvalifikované technické pozície, ako sú sústružníci, montážnici či konštruktéri.

Nasledujúci graf 7 porovnáva mieru nezamestnanosti celej republiky s regiónmi, v ktorých spoločnosť pôsobí v rokoch 2015 – 2023. Dáta za 2024 neboli v zdroji ČSÚ uvedené. ČNB (2025b) však predikuje, že miera nezamestnanosti Českej republiky v rokoch 2024 až 2026 bude rásť, a to z 2,7 % (2024) na 3 % (2026).



Graf 7: Vývoj miery nezamestnanosti v ČR a regionoch pôsobenia spoločnosti

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Český statistický úřad, 2025e)

V Pardubickom kraji a na Vysočine je miera nezamestnanosti dlhodobo pod celorepublikovým priemerom, čo sťažuje nábor a tlačí na zvyšovanie miezd. Naopak, v Olomouckom kraji je miera nezamestnanosti nad priemerom republiky, čo sa v praxi spoločnosti prejavuje ľahším prístupom k pracovnej sile. V celonárodnom aj regionálnom kontexte dochádza k dlhodobému poklesu nezamestnanosti, čo môže v budúcnosti viesť k zhoršenej dostupnosti kvalifikovaných pracovníkov. (Český statistický úřad, 2025e)

Sociálne faktory

Jedným z hlavných sociálnych faktorov ovplyvňujúcich spoločnosť XYZ s.r.o. je nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily v technických odboroch, najmä v Pardubickom kraji. Táto pretrvávajúca situácia bola jedným z dôvodov prečo firma rozšírila svoje výrobné kapacity do ďalších regiónov, ktorými sú Vysočina a Olomoucký kraj. Vzhľadom na to, že spoločnosť má v Olomouckom kraji len menšiu výrobnú prevádzku a nezaznamenáva problémy s obsadením pracovných miest, tento región nie je do nasledujúcej analýzy zahrnutý.

Do výroby v Pardubickom kraji spoločnosť hľadá najmä pracovníkov na pozície sústružníkov a servisných technikov, kde vyžaduje stredoškolské vzdelanie v odbore Strojárstvo a strojárenská výroba. V kraji Vysočina je dopyt sústredený

na konštruktérov a strojných inžinierov, kde by svoje miesto uplatnili v konštrukčných kanceláriách. Pre obsadenie týchto pozícií spoločnosť vyžaduje absolvované vysokoškolské štúdium v odbore Inžinierstvo a strojárstvo. Rozloženie pracovných pozícií teda zohľadňuje špecifiká regiónov a dostupnosť kvalifikovanej pracovnej sily.

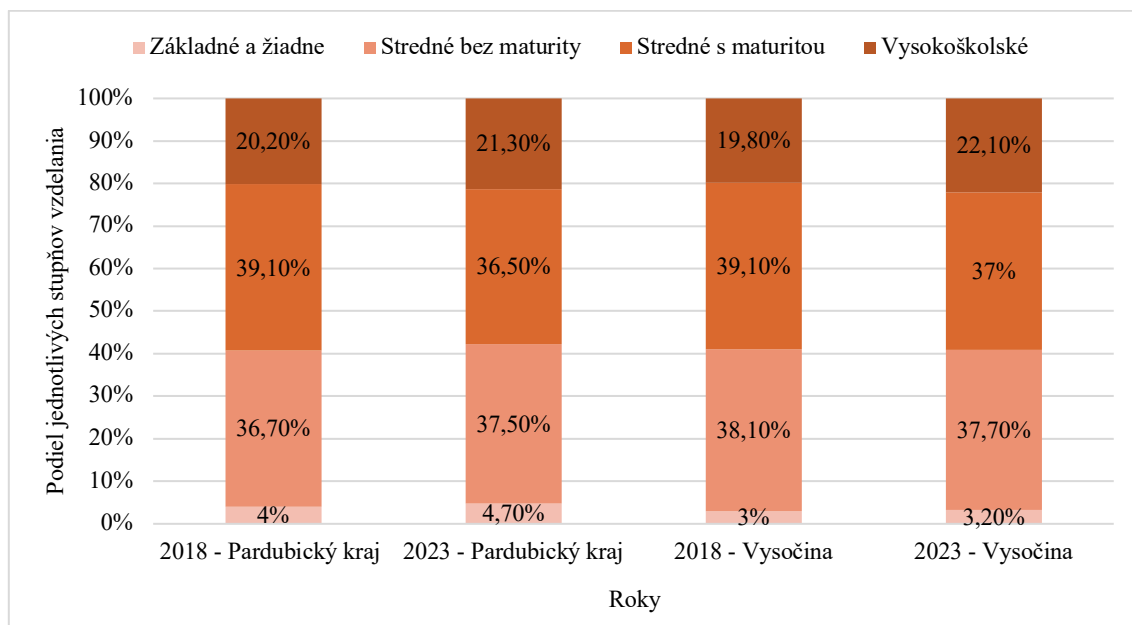
Dáta ČSÚ za rok 2023 ukazujú, že v kraji Vysočina bolo 269 absolventov vysokých škôl v odbore Inžinierstvo a strojárstvo, zatiaľ čo v Pardubickom kraji len 179. Vysokoškolský odbor Výroba a spracovanie absolvovalo 31 študentov na Vysočíne a iba 25 v Pardubickom kraji. Tieto údaje naznačujú lepšiu kvalifikačnú základňu pre technické pozície v kraji Vysočina, čo je pre firmu výhodné vzhľadom na lokalitu konštrukčných kancelárií.

Pokiaľ ide o stredoškolské vzdelanie, počet absolventov stredných škôl v odbore Strojárstvo a strojárenská výroba za rok 2023 nebol ČSÚ zverejnený. Čo sa však týka celkového počtu študentov tohto odboru, ten za posledné 3 školské roky v Pardubickom kraji vzrástol o 93 študentov, zatiaľ čo na Vysočíne klesol o 133. Celkovo je počet stredoškolských študentov tohto odboru každoročne vyšší v Pardubickom kraji než na Vysočíne. Tieto rozdiely odzrkadľujú rozdielnú regionálnu motiváciu študovať technické odbory a môžu v budúcnosti ovplyvniť dostupnosť pracovnej sily. Prehľad absolventov a študentov podľa jednotlivých odborov v oboch krajoch ponúka tabuľka 3. (Český statistický úrad, 2024a; 2024b)

Tabuľka 3: Počty absolventov a študentov súvisiacich odborov v Pardubickom kraji a kraji Vysočina
(Zdroj: Český statistický úrad, 2024a; 2024b)

	Školský rok		
	2021/2022	2022/2023	2023/2024
Pardubický kraj			
Absolventi VŠ v odbore Inžinierstvo a strojárenstvo	211	178	179
Absolventi VŠ v odbore Výroba a spracovanie	30	16	25
Študenti SŠ v odbore Strojárstvo a strojárenská výroba	1805	1765	1898
Kraj Vysočina			
Absolventi VŠ v odbore Inžinierstvo a strojárenstvo	268	256	269
Absolventi VŠ v odbore Výroba a spracovanie	39	42	31
Študenti SŠ v odbore Strojárstvo a strojárenská výroba	1735	1607	1602

Pre reálne posúdenie dostupnosti pracovného potenciálu je však dôležité analyzovať aj štruktúru celej pracovnej sily v týchto regiónoch, nielen aktuálny počet absolventov, či študentov. Túto informáciu prináša graf 2, ktorý porovnáva podiel jednotlivých stupňov vzdelania v Pardubickom kraji a kraji Vysočina v rokoch 2018 a 2023.



Graf 8: Porovnanie pracovnej sily podľa vzdelania v Pardubickom kraji a kraji Vysočina

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Český statistický úřad, 2023a; 2023b)

Z grafu 8 je zrejmé, že štruktúra pracovnej sily v oboch regiónoch je tvorená predovšetkým pracovníkmi so stredným odborným vzdelaním bez maturity. Ide o skupinu zamestnancov, ktorí pracujú v sklade, či vykonávajú montáž. V roku 2023 ich podiel dosiahol 37,5 % v Pardubickom kraji a 37,7 % v kraji Vysočina. Zároveň bol na Vysočine zaznamenaný o niečo vyšší podiel vysokoškolsky vzdelaných pracovníkov (22,1 %) oproti Pardubickému kraju (21,3 %), čo korešponduje s vyšším počtom technicky zameraných absolventov a umiestnením konštrukčných kancelárií spoločnosti v tomto regióne. (Český statistický úřad, 2023a; 2023b)

Tieto rozdiely v kvalifikačnej štruktúre obyvateľstva sú významné z pohľadu dlhodobého zabezpečenia pracovnej sily. Pre strategickú analýzu podniku sú základom pre rozhodovanie o náborových stratégiách, rozširovaní pôsobenia do kvalifikovanejších regiónov, prípadne automatizácie výroby tam, kde je dostupnosť kvalifikovaných pracovníkov nízka.

Popri regionálnych rozdieloch v kvalifikačnej štruktúre pracovnej sily treba zohľadniť aj širšie demografické trendy. Jedným z najvýraznejších je starnutie populácie, ktoré sa v Českej republike prejavuje naprieč všetkými regiónmi vrátane tých, kde pôsobí spoločnosť XYZ s.r.o. Kvalifikovaní zamestnanci v technických odboroch postupne odchádzajú do dôchodku často bez adekvátnej náhrady, čo vplýva na pokles dostupnej pracovnej sily. Z tohto dôvodu je pre spoločnosť strategicky dôležité priebežne monitorovať starnutie populácie spolu s vývojom kvalifikovanej pracovnej sily.

Technologické faktory

Jedným z najvýznamnejších technologických smerov, ktorým sa spoločnosť XYZ s.r.o. prispôsobuje, je automatizácia a digitalizácia výroby v súlade s princípmi Priemyslu 4.0. Ako už bolo spomenuté, spoločnosti bola v roku 2024 prisľúbená dotácia na realizáciu projektu zameraného na implementáciu autonómnej skladovej technológie. Cieľom tohto projektu je automatizácia toku materiálu a polotovarov vo výrobnom procese vrátane ich autonómnej prepravy a uskladnenia. Takáto inovácia prispieva k zvýšeniu efektivity výrobného procesu a znižovaniu potreby manuálnej práce.

Spoločnosť zároveň dlhodobo investuje do vývoja nových rád vlastných výrobkov. V oblasti vývoja vlastných výrobkov sa spoločnosť zameriava predovšetkým na oblasť celoplošného lakovania, rozširovanie portfólia laminovacích strojov a zlepšovanie digitálnej komunikácie medzi strojmi. Cieľom týchto inovácií je zabezpečenie lepšej kompatibility a jednoduchšej implementácie strojov do väčších výrobných celkov, čím spoločnosť reaguje na aktuálne požiadavky trhu a naplňuje víziu Priemyslu 4.0.

2.2.2 Porterova analýza piatich síl

Analýza piatich síl slúži na zhodnotenie konkurenčného prostredia, v ktorom analyzovaná spoločnosť pôsobí. Umožňuje identifikovať externé faktory, ktoré ovplyvňujú jej postavenie na trhu a dlhodobú konkurencieschopnosť.

1. Hrozba vstupu nových konkurentov

Vstup do odvetvia výroby špecializovaných strojov si vyžaduje vysoké kapitálové vstupy, odborné znalosti a dlhodobé know-how, čo predstavuje významnú vstupnú bariéru. Okrem toho sú dôležité aj dlhodobé vzťahy so zákazníkmi, ktoré novým firmám sťažujú

vstup. Z toho dôvodu je hrozba nových konkurentov hodnotená ako nízka až stredná, aj keď v prípade vstupu veľkého zahraničného hráča by sa situácia mohla zmeniť.

2. Hrozba substitučných výrobkov

Výrobky spoločnosti sú technologicky špecifické ako z hľadiska výroby, tak aj z hľadiska vývoja. Spoločnosť vyvíja a dodáva aj jednoúčelové stroje, ktoré prispôbujú konkrétnym potrebám zákazníka, čo znižuje možnosť ich nahradenia bežnými strojmi. Možnosti substitúcie sú preto obmedzené, najmä z dôvodu technologickej náročnosti a individuálnych požiadaviek odberateľov. V krátkodobom horizonte nie je hrozba substitútov výrazná, no s rozvojom nových výrobných technológií môže v budúcnosti mierne narásť. Tento faktor je hodnotený ako nízky až stredný.

3. Vyjednávacía sila dodávateľov

Spoločnosť je vo veľkej miere závislá od špecifických komponentov, ktorých ceny môžu výrazne kolísať v dôsledku globálnych udalostí, ako to bolo v prípade pandémie alebo vojny na Ukrajine. V prípade obmedzeného počtu dodávateľov, najmä v oblasti čipov či špeciálnych komponentov, rastie ich vyjednávacía sila. Tento faktor je preto klasifikovaný ako stredný až vysoký.

4. Vyjednávacía sila zákazníkov

Spoločnosť dodáva predovšetkým špecifické stroje pre B2B zákazníkov, ktorí často požadujú individuálny prístup, technickú podporu a vysokú kvalitu. Zákazníci, najmä väčší, môžu vyvíjať tlak na cenu či dodacie podmienky. Vzhľadom na technickú špecifikáciu výrobkov je však ich nahraditeľnosť obmedzená a prechod ku konkurencii by bol pre zákazníkov nákladne a časovo náročný, čo znižuje ich vyjednávaciu silu. Pri zohľadnení oboch faktorov možno vyjednávaciu silu zákazníkov zhodnotiť ako strednú.

5. Rivalita medzi konkurentmi

Trh špecializovaných strojov pre priemysel sa vyznačuje vysokou technickou náročnosťou a silnou orientáciou na potreby zákazníka. Konkurenti si často konkurujú nie len cenou, ale najmä kvalitou služieb, spoľahlivosťou a technickou úrovňou výrobkov. V tomto smere spoločnosť XYZ s.r.o. vystupuje ako partner s dôrazom na vývoj a výrobu produktov na mieru. Aj napriek určitej miere rivality zo strany domácich

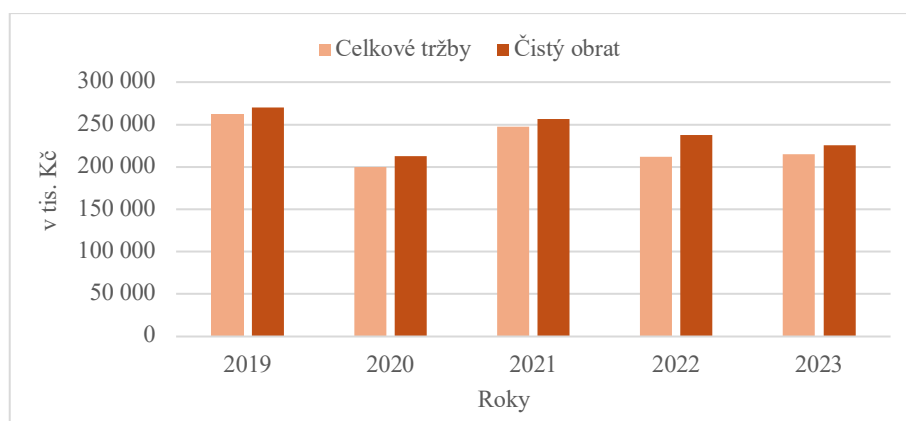
aj zahraničných výrobcov je trh natoľko špecializovaný, že priama konkurencia je obmedzená. Rivalita medzi konkurentmi je preto hodnotená ako nízka až stredná.

2.3 Finančná analýza

V nasledujúcej časti práce bude vykonaná finančná analýza hodnoteného podniku. Analýza bude realizovaná za obdobie 2019 – 2023, pričom hodnoty budú uvedené v tisícoch Kč. Výsledky ukazovateľov finančnej analýzy vychádzajú z údajov účtovných výkazov, ktoré sú priložené v prílohách A, B a C.

2.3.1 Vývoj tržieb a výsledku hospodárenia

Pre pochopenie vývoja finančnej situácie podniku je potrebné analyzovať vývoj tržieb a výsledku hospodárenia. Táto analýza poskytuje základný obraz o finančnej výkonnosti podniku a kontext pre ďalšie ukazovatele, ako je zadlženosť a rentabilita.



Graf 9: Vývoj tržieb a čistého obratu v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

Z grafu 9 je možné vidieť kolísanie tržieb a čistého obratu v dôsledku viacerých externých faktorov. Rok 2020 bol výrazne ovplyvnený pandemiou, pričom tržby klesli o 62 mil. Kč v porovnaní s rokom 2019. V roku 2021 sa spoločnosť priblížila späť k predpandemickým hodnotám. Mierny pokles tržieb v roku 2022 možno pripísať zvýšeniu cien vyrábaných produktov a strate niektorých trhov v dôsledku vojenského konfliktu na Ukrajine.

V roku 2023 sa tržby stabilizovali na hodnote 215 mil. Kč, čo naznačuje, že spoločnosť bola schopná prispôbiť sa novým trhovým podmienkam a efektívne reagovať na inflačné tlaky.

Tabuľka 4: Vývoj výsledku hospodárenia v období 2019 – 2023

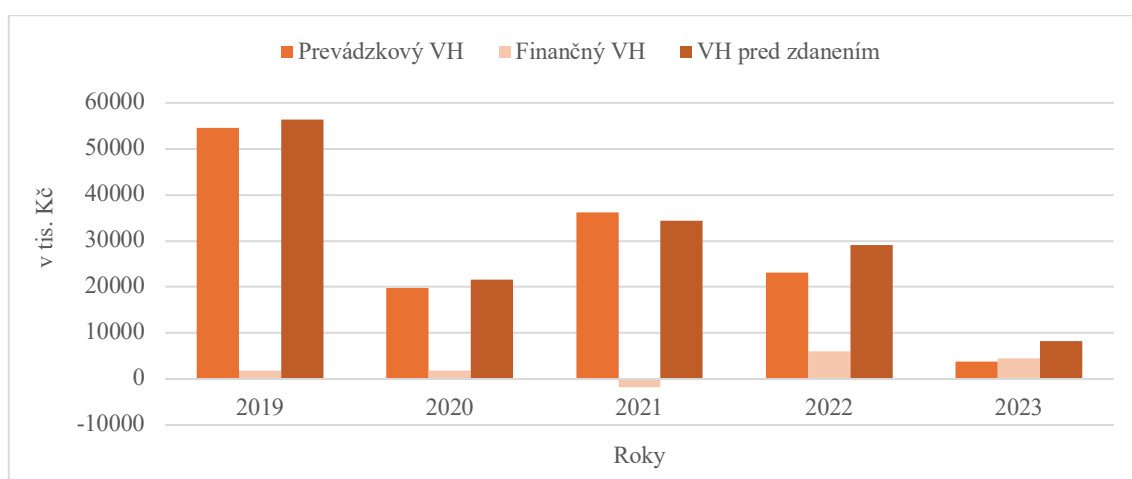
(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Prevádzkový výsledok hospodárenia	54 594	19 813	36 157	23 068	3 765
Finančný výsledok hospodárenia	1 822	1 778	-1 805	5 969	4 534
Výsledok hospodárenia pred zdanením	56 416	21 591	34 352	29 037	8 299
Výsledok hospodárenia po zdanení	52 115	21 078	30 977	28 474	9 075

Z údajov v tabuľke 4 vyplýva, že rok 2019 bol z pohľadu výsledkov hospodárenia najúspešnejší. Toto obdobie odrážalo hospodársky rast v segmentoch, v ktorých spoločnosť pôsobí. V roku 2020 však pandémia zásadne narušila trhové podmienky, čo spôsobilo prepad VH o viac než polovicu. V roku 2021 došlo k oživeniu čistého zisku na 30 977 tis. Kč, avšak v roku 2022 výrazne vzrástli náklady na vstupy, čím zisk opäť klesol. V roku 2023 sa ešte intenzívnejšie prejavili dôsledky vyšších nákladov na vstupy. Napriek miernemu nárastu tržieb oproti roku 2022 zaznamenala spoločnosť výrazný pokles čistého zisku na 9 075 tis. Kč.

Spoločnosť počas sledovaného obdobia vyplatila podiely na zisku spoločníkom len v roku 2021. Vo zvyšných rokoch sledovaného obdobia podiely na zisku nevyplácala a celý VH prevádza do nerozdeleného zisku minulých rokov.

Trend vývoja zisku v sledovanom období je detailnejšie znázornený v grafe 10, ktorý podčiarkuje dopady externých faktorov na jednotlivé zložky VH.



Graf 10: Vývoj výsledku hospodárenia v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

2.3.2 Pomerové ukazovatele

V tejto časti sú analyzované vybrané pomerové ukazovatele finančného zdravia spoločnosti XYZ s.r.o. Konkrétne budú rozobrané ukazovatele likvidity, zadlženosti, rentability a aktivity. Výsledné hodnoty budú porovnané s hodnotami odvetvia 28.9 CZ-NACE zverejnenými Ministerstvom priemyslu a obchodu Českej republiky.

Ukazovatele likvidity

Pre zistenie likvidity podniku v sledovanom období boli zvolené tri ukazovatele: bežná likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita. Vypočítané hodnoty týchto ukazovateľov sú uvedené v tabuľke 5.

Tabuľka 5: Ukazovatele likvidity podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

	2019	2020	2021	2022	2023
Bežná likvidita	7,28	7,61	6,90	4,66	4,56
Pohotová likvidita	4,62	4,87	4,51	2,52	2,12
Okamžitá likvidita	3,47	3,40	3,05	1,70	0,99

Likvidita spoločnosti XYZ s.r.o. vykazovala v sledovanom období 2019 – 2023 klesajúcu tendenciu vo všetkých troch ukazovateľoch. Napriek klesajúcemu trendu sa likvidita spoločnosti pohybovala nad odporúčanými hodnotami. Bežná likvidita sa pohybovala v rozmedzí od 4,56 až 7,61, čo výrazne prevyšuje odporúčaný rámec 1,6 – 2,5. Vysoké hodnoty bežnej likvidity sú zapríčinené najmä vysokým objemom zásob, ktoré tvoria vyše polovicu obežných aktív (206 859 tis. Kč v roku 2023).

Pohotová likvidita, ktorá vylučuje zásoby, sa pohybovala v rozmedzí 2,12 až 4,87, čím prekročila odporúčaný interval 1,0 – 1,5. Vysoké hodnoty súvisia najmä s vyšším stavom peňažných prostriedkov, ktoré sa v rokoch 2019 – 2021 pohybovali nad úrovňou 180 mil. Kč.

Okamžitá likvidita, ktorá vo svojom čitateli zahŕňa len peňažné prostriedky (KFM spoločnosť neeviduje), počas sledovaného obdobia taktiež prevyšovala odporúčané hodnoty 0,2 – 0,5. Pokles okamžitej likvidity na hodnotu 0,99 v roku 2023 odráža pokles peňažných prostriedkov na úroveň približne 84 mil. Kč.

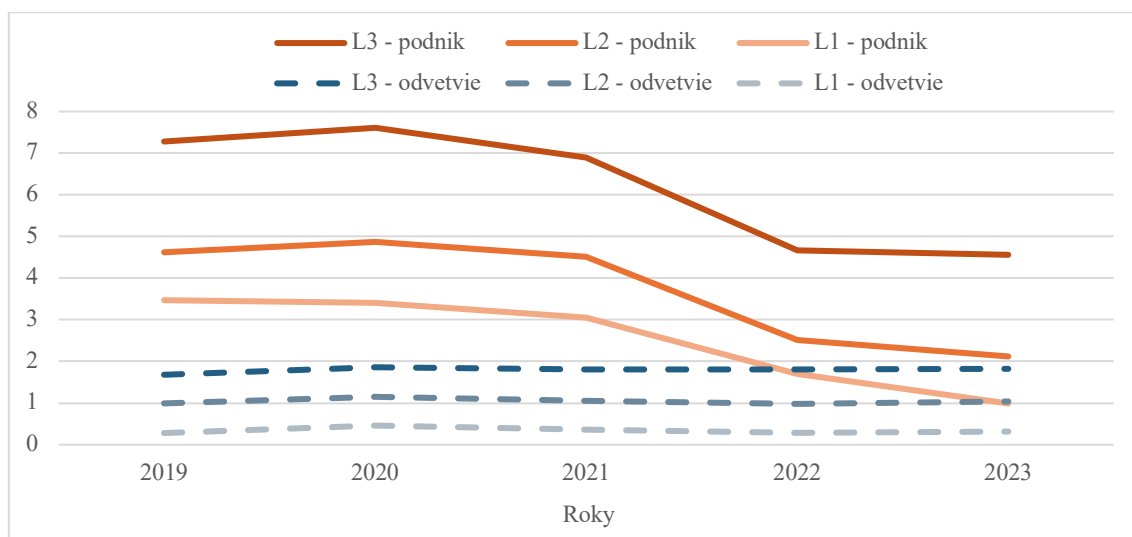
Nasledujúca tabuľka 6 uvádza hodnoty ukazovateľov likvidity odvetvia 28.9 CZ-NACE, v ktorom podnik pôsobí.

Tabuľka 6: Ukazovatele likvidity odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa MPO ČR, 2024a)

	2019	2020	2021	2022	2023
Bežná likvidita	1,68	1,86	1,8	1,81	1,83
Pohotová likvidita	1	1,15	1,06	0,98	1,04
Okamžitá likvidita	0,28	0,46	0,36	0,29	0,31

Na porovnanie likvidity podniku s priemernými hodnotami v rámci odvetvia 28.9 slúži graf 11, ktorý zobrazuje vývoj všetkých troch ukazovateľov v rokoch 2019 – 2023.



Graf 11: Vývoj ukazovateľov likvidity podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Z porovnania s priemernými hodnotami odvetvia 28.9 vyplýva, že spoločnosť si počas celého sledovaného obdobia udržiavala nadpriemernú likviditu. Najväčší rozdiel bol zrejmy pri bežnej likvidite (L3) v roku 2019, kedy podnik dosiahol štvornásobne vyššie hodnoty ako priemer odvetvia. Napriek celkovému poklesu v čase zostáva likvidita podniku dvojnásobná nad odvetvovým priemerom, čo potvrdzuje jeho silnú krátkodobú platobnú schopnosť. Nadmerná likvidita zároveň signalizuje, že spoločnosť nevyužíva naplno potenciál svojich voľných prostriedkov, a tým stráca príležitosti na dosiahnutie vyšších výnosov.

Ukazovatele zadlženosti

Pre zistenie zadlženosti podniku v sledovanom období boli zvolené ukazovatele celková zadlženosť a miera zadlženosti. Ukazovateľ úrokového krytia nie je relevantné analyzovať, pretože spoločnosť za celé sledované obdobie neeviduje žiadne nákladové úroky, t. j. nevyužíva financovanie úverom. Vypočítané hodnoty ukazovateľov zadlženosti sú uvedené v tabuľke 7.

Tabuľka 7: Ukazovatele zadlženosti podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

	2019	2020	2021	2022	2023
Celková zadlženosť	10,85 %	10,80 %	11,27 %	14,91 %	13,33 %
Miera zadlženosti	12,17 %	12,11 %	12,71 %	17,53 %	15,39 %

Celková zadlženosť podniku v sledovanom období dosahovala v priemere 12 %, čo je výrazne pod odporúčaným intervalom 40 – 60 %. Tento ukazovateľ poukazuje na skutočnosť, že spoločnosť využíva k financovaniu svojich činností výhradne vlastné zdroje a generovaný zisk. Záväzky spoločnosti pozostávajú najmä z obchodných záväzkov, bez využitia úverových zdrojov. Hoci takáto kapitálová štruktúra zabezpečuje vyššiu finančnú stabilitu a minimalizuje riziká spojené s úverovým zaťažením, podnik tým prichádza o potenciálne výhody, ktoré využívanie cudzieho kapitálu prináša, ako sú daňové úspory či vyššia rentabilita vlastného kapitálu.

Miera zadlženosti podniku dosahovala v sledovanom období priemerne 14 %, čo opäť potvrdzuje nízku závislosť od cudzích zdrojov. Konzervatívny prístup k financovaniu taktiež potvrdzujú priemerné hodnoty ukazovateľov zadlženosti v odvetví 28.9, ktoré uvádza tabuľka 8. Tie sú výrazne vyššie než hodnoty podniku.

Tabuľka 8: Ukazovatele zadlženosti odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa MPO ČR, 2024a)

	2019	2020	2021	2022	2023
Celková zadlženosť	41,61 %	38,05 %	40,22 %	43,44 %	42,77 %
Miera zadlženosti	74,04 %	63,92 %	70,21 %	80,58 %	78,63 %

Ukazovatele rentability

Vypočítané hodnoty rentability podniku sú zhrnuté v tabuľke 9. Hoci najbežnejší výpočet rentability aktív využíva EBIT, v tomto prípade bol pre výpočet ROA zvolený EAT,

keďže do aktív spoločnosti patrí aj dlhodobý finančný majetok, z ktorého výnosy a náklady sa do EBIT nezapočítavajú. EAT zároveň zahŕňa aj daň z príjmu, čím poskytuje ucelenejší obraz o celkovej návratnosti aktív. Pre výpočet ROE bol taktiež použitý EAT, keďže táto forma zisku predstavuje reálny výnos pre vlastníkov. Výpočet ROS uvažuje EBIT, pretože sleduje výnosnosť hlavnej činnosti bez vplyvu daní a kapitálovej štruktúry. V roku 2020 podnik zaznamenal pokles ROA, ktorý možno pripísať poklesu zisku v dôsledku pandémie, zatiaľ čo objem aktív postupne rástol. Podobná situácia nastala aj v roku 2023, kedy výrazný prepád zisku spôsobil pokles všetkých ukazovateľov rentability pod hranicu 2 %.

Rovnako kolísavý trend v sledovanom období je možné pozorovať aj u rentability vlastného kapitálu a rentability tržieb. Hodnota vlastného kapitálu každoročne rástla, preto výkyvy ROE možno pripísať kolísaniu zisku. Rentabilita tržieb kopírovala vývoj zisku a tržieb, pričom v sledovanom období klesla z úrovne 20,80 % na 1,75 %.

Tabuľka 9: Ukazovatele rentability podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

	2019	2020	2021	2022	2023
Rentabilita aktív	9,04 %	3,51 %	4,85 %	4,09 %	1,31 %
Rentabilita VK	10,14 %	3,94 %	5,47 %	4,81 %	1,51 %
Rentabilita tržieb	20,80 %	9,90 %	14,61 %	10,89 %	1,75 %

Tabuľka 10 uvádza hodnoty ukazovateľov rentability odvetvia, v ktorom podnik pôsobí. Pre rok 2023 hodnota ROS v odvetví nebola dostupná, no vzhľadom na jej predošlý vývoj a rast ROA a ROE možno predpokladať hodnotu okolo 4 %.

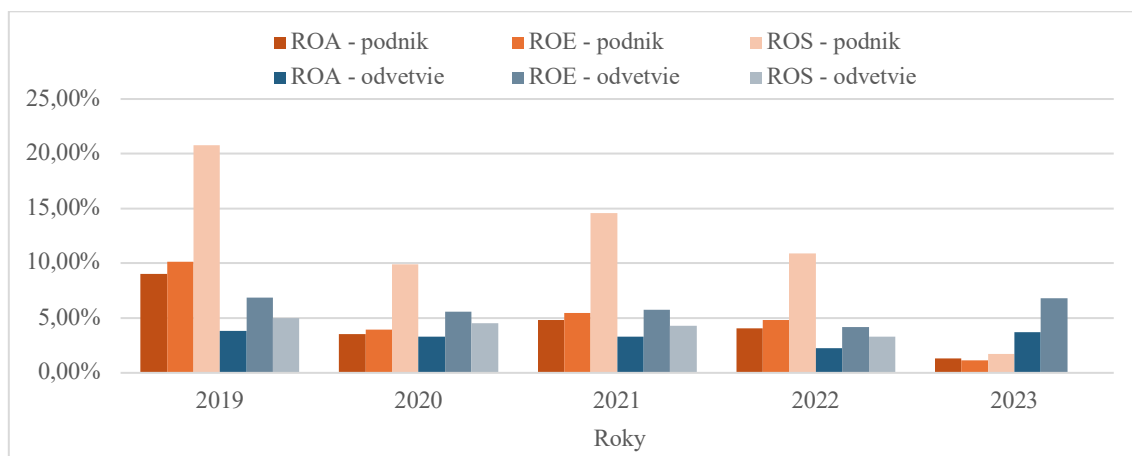
Tabuľka 10: Ukazovatele rentability odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa MPO ČR, 2024a)

	2019	2020	2021	2022	2023
Rentabilita aktív	3,85 %	3,31 %	3,30 %	2,25 %	3,72 %
Rentabilita VK	6,86 %	5,56 %	5,75 %	4,17 %	6,84 %
Rentabilita tržieb	4,98 %	4,55 %	4,28 %	3,30 %	n. a.

Porovnanie ukazovateľov rentability podniku s hodnotami odvetvia znázorňuje graf 12. Z porovnania je možné vidieť, že hodnoty ROA a ROS podniku boli v rokoch 2019 až 2022 nadpriemerné. Ukazovateľ ROE presiahol hodnoty odvetvia len v rokoch 2019

a 2022, pričom v ostatných rokoch sa pohyboval mierne pod ich úrovňou. V roku 2023 boli všetky ukazovatele rentability podniku pod hodnotami odvetvia.



Graf 12: Vývoj ukazovateľov rentability podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Ukazovatele aktivity

Pre posúdenie hospodárenia podniku s jeho aktívami boli analyzované ukazovatele ako obrat aktív, doba obratu zásob, pohľadávok a záväzkov. Súhrn vypočítaných hodnôt sa nachádza v tabuľke 11 a hodnoty odvetvia zachytáva tabuľka 12.

Tabuľka 11: Ukazovatele aktivity podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

	2019	2020	2021	2022	2023
Obrat aktív	0,46	0,33	0,39	0,30	0,31
Doba obratu zásob v dňoch	199	277	221	346	347
Doba obratu pohľadávok v dňoch	81	89	102	110	144
Doba obratu záväzkov v dňoch	143	177	202	172	199

Tabuľka 12: Ukazovatele aktivity odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa MPO ČR, 2024a)

	2019	2020	2021	2022	2023
Obrat aktív	1,09	0,99	1,09	1,13	1,13
Doba obratu zásob v dňoch	75	78	81	92	87
Doba obratu pohľadávok v dňoch	79	77	77	76	79
Doba obratu záväzkov v dňoch	110	112	111	111	109

Obrat aktív podniku vykazuje v sledovanom období mierne kolísavé hodnoty, ktoré sa pohybovali v rozmedzí od 0,30 do 0,46. V porovnaní s hodnotami príslušného odvetvia, kde sa obrat aktív pohyboval medzi 0,99 až 1,13 (viď tabuľka 12), podnik dosahuje nižšiu obrátkovosť aktív, čo odráža jeho kapitálovo náročné zameranie. Na hodnotu obratu aktív výrazne vplýva vysoký podiel dlhodobého majetku, ktorý v roku 2023 tvoril až 305 mil. Kč (44 % z celkových aktív), a to predovšetkým v podobe výrobných hál, strojov a zariadení.

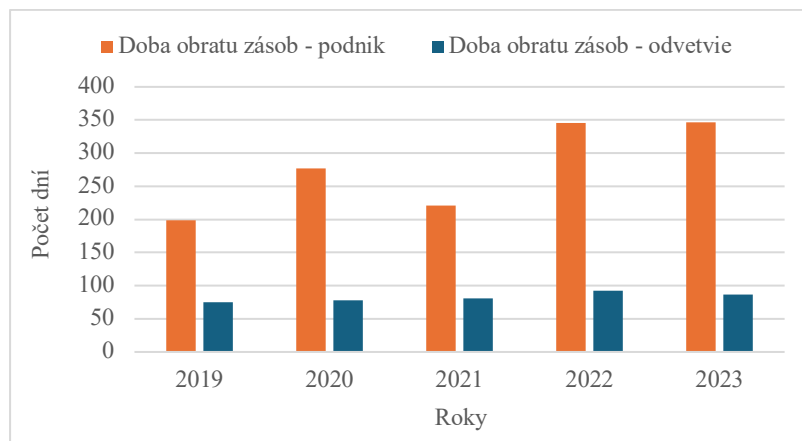
Pri hodnotení týchto ukazovateľov však treba zdôrazniť, že podnik pôsobí v odvetví výroby ostatných strojov pre špeciálne účely, čo je pomerne široký segment. Špecifiká jednotlivých podnikov v tomto odvetví sa preto môžu výrazne líšiť, najmä z hľadiska dĺžky výrobných cyklov, typu zákaziek a charakteru zásob.

Podnik zároveň drží vysoký objem zásob, ktoré v roku 2023 presiahli výšku 206 mil. Kč, čo predstavuje takmer 30 % celkových aktív. Takáto kombinácia viazanosti kapitálu v menej likvidných formách majetku znižuje efektivitu jeho využitia.

Doba obratu zásob sa v priebehu rokov zvyšovala, pričom vzrástla z 199 dní (2019) na 347 dní (2023). Prudký nárast zásob bol badateľný najmä v roku 2022, kedy vzrástli o 52 mil. Kč, čo predstavuje takmer 35% nárast oproti predošlému roku. Tento vývoj možno pripísať predovšetkým rastu cien materiálu, ktorého zásoby sa v roku 2022 zvýšili o 40 %, a rastu objemu nedokončenej výroby, ktorá vzrástla o takmer 53 %. Ide o prejav predzásobenia podniku v reakcii na rast cien vstupov a nestabilitu trhu v dôsledku geopolitického napätia.

Vysoké hodnoty doby obratu zásob podniku v porovnaní priemerom odvetvia (80 dní) poukazujú na vysoké viazanie kapitálu v zásobách, čo sa premieta do nižšieho obratu zásob, obratu aktív a vysokých hodnôt bežnej likvidity. Tento stav odráža dlhý výrobný cyklus a špecifický charakter zásob, ktoré sú typické pre strojárne podniky s vysokou mierou prispôsobenia produktov konkrétnym požiadavkám zákazníka.

Vizuálne porovnanie doby obratu zásob podniku s odvetvím poskytuje graf 13.



Graf 13: Vývoj doby obratu zásob podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

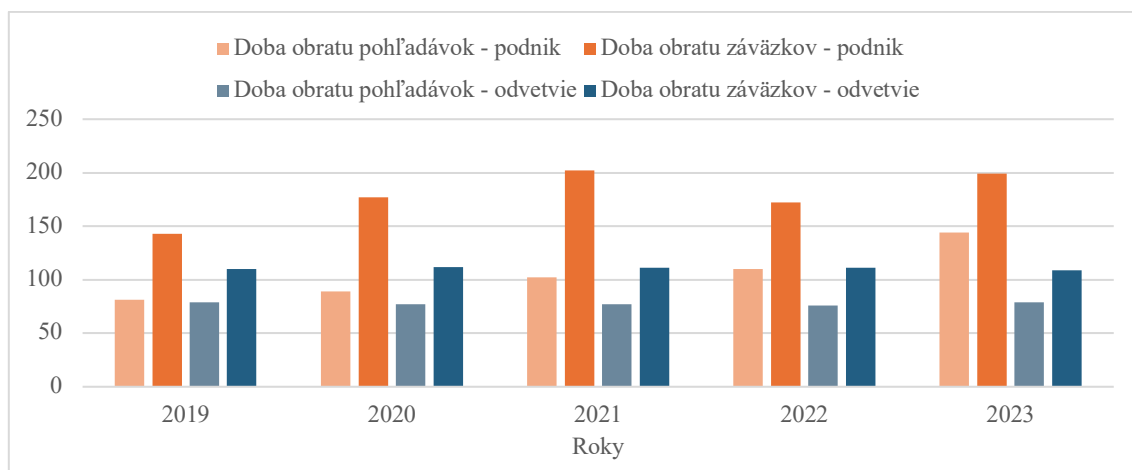
Pri hodnotení doby obratu pohľadávok je vhodné ich porovnať nielen s hodnotami v odvetví, ale aj s dobou obratu záväzkov, pričom z hľadiska likvidity je priaznivé, ak je doba inkasa pohľadávok kratšia než lehota splatnosti záväzkov.

Podnik XYZ s.r.o. túto požiadavku spĺňa vo všetkých sledovaných rokoch. Inkasuje svoje pohľadávky v priemere o 77 dní skôr, než musí uhradiť svoje záväzky, čo pozitívne vplýva na cash flow.

Pri porovnaní s odvetvím, kde sa doba obratu pohľadávok stabilne pohybuje okolo 77 dní, možno vidieť zhoršujúci sa trend. V roku 2019 bola doba obratu len o 2 dni dlhšia než v odvetví. Od roku 2020 sa každoročne predlžovala približne o 10 dní, až v roku 2023 dosiahla medziročný nárast o 34 dní. Tento vývoj môže naznačovať oslabovanie platobnej disciplíny odberateľov.

Doba obratu záväzkov sa v sledovanom období postupne predlžovala. Výnimkou bol rok 2022, v ktorom došlo k jej poklesu o 30 dní. V roku 2023 sa opäť predĺžila, pričom dosiahla hodnotu 199 dní. Podnik v každom roku vykazoval dlhšiu dobu obratu záväzkov než je priemer v odvetví, ktorý sa pohyboval na úrovni približne 110 dní. Najbližšie k odvetviu sa podnik priblížil v roku 2019 s hodnotou 143 dní. Z pohľadu podniku predstavuje dlhšia doba obratu záväzkov výhodu v podobe časovej rezervy na uhradenie záväzkov, no dodávatelia ju môžu považovať za alarmujúci faktor.

Vizuálne porovnanie vývoja doby obratu pohľadávok a záväzkov podniku s hodnotami odvetvia znázorňuje graf 14.



Graf 14: Vývoj doby obratu pohľadávok a záväzkov podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

2.3.3 Altmanov model

Tabuľka 13 zobrazuje výpočet Altmanovho modelu pre sledované obdobie rokov 2019 až 2023. Altmanov model hodnotí finančnú stabilitu podniku na základe piatich ukazovateľov ($X_1 - X_5$), pričom výsledná hodnota Z-skóre indikuje finančnú situáciu podniku. Ak je hodnota Z-skóre vyššia ako 2,99, podnik má uspokojivú finančnú situáciu, čo platí pre spoločnosť XYZ s.r.o. vo všetkých sledovaných rokoch. Hodnoty Z-skóre sa pohybovali v rozmedzí 5,64 – 7,65, pričom priemerná hodnota Z-skóre za celé obdobie je 6,77, čo potvrdzuje dobrú finančnú stabilitu spoločnosti.

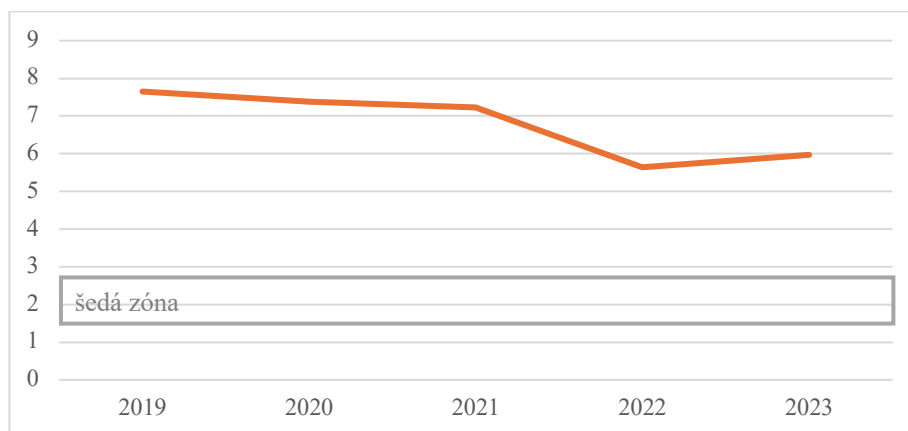
Tabuľka 13: Výpočet Z-skóre v období 2019 – 2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročných správ spoločnosti)

	2019	2020	2021	2022	2023
$X_1 = \text{Pracovný kapitál} / \text{Aktíva}$	0,58	0,60	0,57	0,49	0,42
$X_2 = \text{Nerozdelené zisky} / \text{Aktíva}$	0,89	0,89	0,89	0,85	0,87
$X_3 = \text{EBIT} / \text{Aktíva}$	0,10	0,04	0,05	0,04	0,01
$X_4 = \text{Vlastný kapitál} / \text{Cudzí zdroje}$	8,22	8,26	7,87	5,71	6,50
$X_5 = \text{Tržby} / \text{Aktíva}$	0,46	0,33	0,39	0,30	0,31
Z-skóre	7,65	7,38	7,22	5,64	5,97

Počas sledovaného obdobia Z-skóre vykazovalo mierny pokles. V roku 2019 dosahovalo najvyššiu hodnotu 7,65, avšak postupne klesalo na 5,64 v roku 2022. V roku 2023 zaznamenalo mierne zlepšenie na 5,97. Napriek tomuto vývoju sa Z-skóre počas celého

obdobia drží výrazne nad hranicou 2,99, čo signalizuje stabilnú a uspokojivú finančnú situáciu. Na grafe 15 je možné vidieť, že Z-skóre sa pohybuje výrazne nad šedou zónou.



Graf 15: Vývoj Z-skóre podniku XYZ s.r.o. v období 2019-2023

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

2.3.4 Rozklad ukazovateľa ROE

Vzhľadom na fakt, že ukazovateľ rentability vlastného kapitálu (ROE) v roku 2023 zaznamenal výrazný pokles, je vhodné jeho výšku analyzovať prostredníctvom pyramídového rozkladu.

Pyramídový rozklad ukazovateľa ROE vychádza z jeho vyjadrenia ako súčinu finančnej páky a rentability aktív (ROA), ktorá sa ďalej delí na rentabilitu tržieb (ROS) a obrat aktív. Multiplikatívny vzťah medzi týmito ukazovateľmi zapríčiňuje, že zmena ktoréhokoľvek z týchto ukazovateľov sa priamo premieta do výslednej hodnoty ROE.

Rentabilita tržieb ukazuje, koľko čistého zisku zostane z každej koruny tržieb. Hodnota 19,86 % v roku 2019 znamená, že z každých 100 Kč tržieb si podnik udrží 19,86 Kč čistého zisku. V roku 2023 to bolo iba 4,22 Kč. Tento výsledok je priamym odrazom nízkeho čistého zisku v roku 2023 (9 mil. Kč), ktorý bol zapríčinený najmä stagnáciou tržieb a zvýšením osobných nákladov. Tie dosahovali v roku 2023 takmer 104 mil. Kč, čo predstavuje takmer 50 % tržieb.

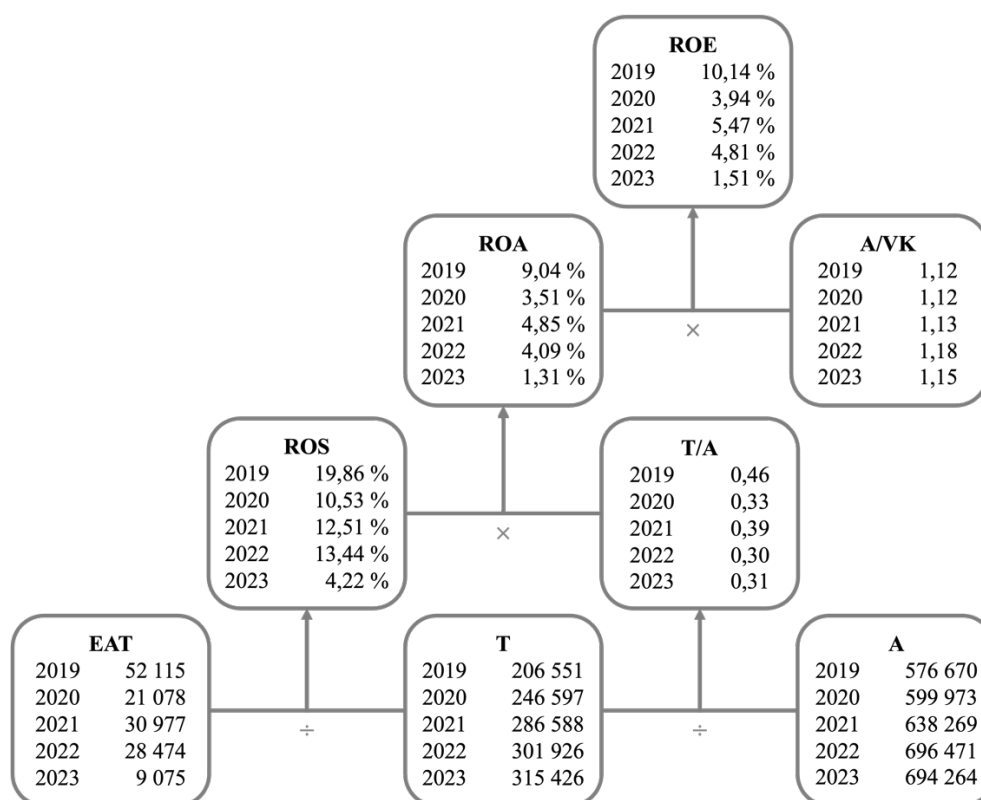
Pokles rentability tržieb v roku 2023 sa negatívne prejavil aj na rentabilite aktív. Rentabilita aktív dosiahla hodnotu 1,31 %, čo predstavuje pokles oproti predchádzajúcim rokom a potvrdzuje, že nízka zisková marža (ROS) negatívne ovplyvnila schopnosť podniku zhodnotiť svoje aktíva. Obrat aktív dosiahol hodnotu 0,31, čo znamená,

že podnik z každej koruny viazanej v aktívach vygeneroval len 0,31 Kč tržieb. Takto nízky obrat majetku obmedzuje potenciál zhodnotenia aktív a tiež prispieva k slabšiemu výsledku ROA.

Finančná páka dlhodobo dosahuje relatívne nízkych hodnôt, čo potvrdzuje, že podnik sa vo veľkej miere spolieha na vlastné zdroje. Priemerná hodnota finančnej páky (1,14) blízka hodnote 1 zapríčiňuje minimálny multiplikačný efekt pre výslednú hodnotu ROE.

Rozklad rentability vlastného kapitálu ukázal, že za hlavné dôvody jeho nízkej hodnoty v roku 2023 možno považovať slabú ziskovú maržu v kombinácii s nízkym obratom aktív a minimálnym vplyvom finančnej páky.

Schému pyramidového rozkladu ROE je možné vidieť na nasledujúcom obrázku 1.



Obrázok 1: Rozklad ukazovateľa ROE

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

2.4 Zhrnutie strategickej a finančnej analýzy

Strategická analýza ukázala, že podnik pôsobí vo vyspelom, no technologicky náročnom segmente, v ktorom je dôraz kladený na špecializáciu, inovácie a dlhodobý vývoj a kapitálovú náročnosť. Podnik má výhodu silného technického zázemia, stabilného personálu a dlhotrvajúcich obchodných vzťahov. Porterov model ukázal, že najvýznamnejšia je vyjednávacía sila dodávateľov, a to najmä v oblasti špecifických komponentov. Bariéry vstupu do odvetvia, ako aj vysoká miera individuálneho prispôsobenia produktov, znižujú riziko vstupu nových konkurentov a substitúcie. PEST analýza upozornila na makroekonomické hrozby súvisiace s geopolitickým napätím. Mimoriadne globálne udalosti sa podpísali najmä na inflácii, ktorá sa podpísala na raste cien vstupov a ich obmedzenosti. Spoločnosť preto systematicky buduje interné kapacity a investuje do inovácií.

Finančná analýza preukázala, že spoločnosť si dlhodobo udržiava nadpriemernú likviditu, čo odráža aj vysoký stav peňažných prostriedkov a zásob, ktoré spoločne tvorili viac než polovicu obežných aktív. Tento stav znižuje tlak na externé úverové financovanie, ktoré spoločnosť vôbec nevyužíva, čo znižuje zadlženosť a riziká, no zároveň sa vzdáva pákového efektu. Obrat aktív sa stabilne pohyboval na úrovni okolo 0,3, čo je pod odvetvovým priemerom (1,0). Nižšia hodnota obratu aktív naznačuje nízku efektívnosť využitia majetku, čo možno pripísať kapitálovo náročnému charakteru výroby a vysokému podielu neobratkových aktív. Doba obratu zásob vzrástla zo 199 na 347 dní a zásoby sa medzi rokmi 2021 a 2022 zvýšili o 52 mil. Kč, čo súviselo najmä s nárastom cien materiálov a objemu nedokončenej výroby. Hoci pohľadávky boli inkasované skôr, než podnik splácal záväzky, trend predlžovania ich doby obratu môže v budúcnosti predstavovať riziko. Vývoj ukazovateľov rentability má klesajúci charakter. ROE klesla z viac ako 10 % na 1,5 %, čo bolo ovplyvnené rastom vstupných nákladov a stagnujúcimi tržbami v roku 2023. Z hľadiska celkového zhodnotenia však podnik vykazuje silnú finančnú stabilitu s nízkym rizikom platobnej neschopnosti. Súčasne však čelí výzvam v oblasti efektívneho využívania majetku a poklesu rentability, čo odráža vplyv externých faktorov identifikovaných v strategickej analýze, najmä inflačných tlakov a rastúcich nákladov.

3 NÁVRHOVÁ ČASŤ

Nasledujúca časť diplomovej práce je zameraná na praktickú aplikáciu ekonomickej pridanej hodnoty ako nástroja hodnotového riadenia podniku. Postupne sú stanovené vstupné parametre pre výpočet EVA, ktorý bude realizovaný v dvoch variantoch, a to podľa ekonomického a účtovného modelu, čo umožní porovnanie rozdielného pohľadu na tvorbu hodnoty. Záverečná časť kapitoly sa venuje návrhu implementácie konceptu EVA do riadenia finančnej výkonnosti podniku.

3.1 Vymedzenie NOA

Pre stanovenie čistých operatívnych aktív sa vychádza zo súvah jednotlivých účtovných období, ktoré sú zhrnuté v prílohe A a B. Najskôr je nutné aktivovať položky, ktoré v súvahe nie sú evidované. Ďalej je potrebné z aktív vylúčiť tie, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku. V neposlednom rade je potrebné upraviť aktíva o pasíva, ktoré nie sú nositeľmi nákladov.

3.1.1 Aktivácia položiek nevykázaných v súvahe

Niektoré nákladové položky môžu mať charakter majetku s budúcim úžitkom. Z tohto dôvodu je vhodné preveriť ich prítomnosť a zvážiť ich prípadnú aktiváciu.

Leasing a prenájom

Spoločnosť v sledovaných rokoch nehospodári so žiadnym majetkom, ktorý by bol financovaný prostredníctvom leasingu alebo bol zaťažený inou formou nájmu.

Tiché rezervy a oceňovacie rozdiely

Spoločnosť neupravuje ocenenie dlhodobého majetku prostredníctvom opravných položiek. V sledovanom období spoločnosť nevykazovala tvorbu rezerv ani skryté zníženie hodnoty majetku. Tiché rezervy neboli identifikované.

Goodwill

Spoločnosť v sledovanom období neevidovala položku goodwillu.

Náklady na vývoj

Spoločnosť v sledovanom období každoročne investovala do vývoja nových rád vlastných výrobkov a digitálnych riešení zameraných na zvýšenie kompatibility a efektivity strojov. Tieto výdavky spoločnosť evidovala iba v nákladoch, no vzhľadom na ich predpokladaný trojročný prínos budú v rámci úprav pre výpočet NOA aktivované do dlhodobého nehmotného majetku. Nasledujúca tabuľka 14 poskytuje prehľad vynaložených nákladov na vývoj znížených o príslušné odpisy, ktorých čistá hodnota predstavuje čiastku k aktivácii.

Tabuľka 14: Aktivácia nákladov na vývoj

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Náklady na vývoj	19 224	19 330	16 738	26 372	17 394
Odpis vývoja 2019	6 408	6 408	6 408	0	0
Odpis vývoja 2020	12 816	6 443	6 443	6 443	0
Odpis vývoja 2021	0	0	5 579	5 579	5 579
Odpis vývoja 2022	0	0	0	8 791	8 791
Odpis vývoja 2023	0	0	0	0	5 798
Odpisy celkom	19 224	12 851	18 431	20 813	20 168
Čiastka k aktivácii	12 816	19 295	17 602	23 161	20 387

3.1.2 Vyčlenenie neoperatívnych aktív

V tejto časti je potrebné vylúčiť aktíva, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku alebo ich podnik drží v nadmernom množstve a zostávajú nevyužité.

Dlhodobý finančný majetok

Pri hodnotení operatívosti dlhodobého finančného majetku je dôležité rozlíšiť, či súvisí s hlavnou činnosťou podniku alebo má iba portfóliový charakter. Spoločnosť vlastní 100% podiel v dcérskej spoločnosti v Holandsku, ktorá slúži ako distribučný kanál pre predaj výrobkov v západnej Európe. Nakoľko tento podiel súvisí s operatívnou činnosťou podniku, bude v súvahe ponechaný.

V roku 2021 spoločnosť obstarala 75% podiel v spoločnosti zaoberajúcej sa výhradne poľnohospodárskou činnosťou. V roku 2022 tento podiel navýšila na 100 %. Keďže držanie tohto podielu nijak nesúvisí s hlavnou činnosťou podniku, bude z aktív vylúčený.

Spoločnosť taktiež dlhodobo vlastní 7% podiel v nadačnom fonde, ktorého držanie neprispieva k tvorbe operatívneho zisku, preto bude z aktív tiež vylúčený.

V rokoch 2021 – 2023 poskytovala dcérskej spoločnosti v Holandsku bezúročné pôžičky. Pôžičky boli poskytované za účelom podpory predajných aktivít, ktoré priamo súvisia s operatívnou činnosťou materskej spoločnosti, preto budú v aktívach ponechané.

Poslednou položkou dlhodobého finančného majetku sú ostatné dlhodobé cenné papiere, ktoré majú čisto investičný charakter, preto budú z aktív vylúčené.

Prehľad vylúčeného dlhodobého finančného majetku poskytuje tabuľka 15.

Tabuľka 15: Vylúčenie dlhodobého finančného majetku

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Podiel – poľnohospodárstvo	0	0	70	75	75
Iný dlhodobý FM (nadačný fond)	10	10	10	10	10
Ostatné dlhodobé CP	0	0	7 637	2 420	2 481
Čiastka k vylúčeniu	10	10	7 717	2 505	2 566

Nedokončený dlhodobý majetok

Spoločnosť v sledovanom období vykazovala hodnoty nedokončeného dlhodobého majetku. Keďže tento majetok nebol podniku k dispozícii pre tvorbu výsledku hospodárenia, je považovaný za neprevádzkový a musí byť vylúčený. Nasledujúca tabuľka 16 uvádza jeho celkovú hodnotu k vylúčeniu.

Tabuľka 16: Vylúčenie nedokončeného dlhodobého majetku

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Nedokončený DNM	0	0	0	0	35
Nedokončený DHM	2 968	2 011	3 074	22 577	5 879
Čiastka k vylúčeniu	2 968	2 011	3 074	22 577	5 914

Krátkodobý finančný majetok a peňažné prostriedky

Spoločnosť v sledovanom období nevykazuje žiaden krátkodobý finančný majetok v podobe krátkodobých cenných papierov či podielov, preto jeho úpravy nebudú vykonané.

Z analýzy ukazovateľov likvidity však vyplynulo, že spoločnosť si v sledovanom období udržiavala nadpriemernú likviditu, čo signalizuje nadmerné držanie peňažných prostriedkov. Je preto nutné upraviť peňažné prostriedky o časť prevyšujúcu limit pre okamžitú likviditu. Prevádzková úroveň okamžitej likvidity je stanovená na 0,34, čo odráža priemernú hodnotu odvetvia 28.9 v sledovanom období. Tabuľka 17 zobrazuje určenie neprevádzkovej hodnoty peňažných prostriedkov, ktorá bude vylúčená.

Tabuľka 17: Vylúčenie časti peňažných prostriedkov

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

	2019	2020	2021	2022	2023
Peňažné prostriedky	188 942	191 040	192 988	162 377	84 128
Krátkodobé záväzky	54 390	56 207	63 336	95 266	84 765
Okamžitá likvidita	3,47	3,40	3,05	1,70	0,99
Limit peňažných prostriedkov	18 493	19 110	21 534	32 390	28 820
Čiastka k vylúčeniu	170 449	171 930	171 454	129 987	55 308

Dlhodobé a iné pohľadávky

Spoločnosť v každom roku sledovaného obdobia vykazuje v súvahe dlhodobé pohľadávky týkajúce sa pôžičiek peňažných prostriedkov. Tieto pohľadávky sú splatné v rozmedzí 2 – 5 rokov a majú úrokovú sadzbu vo výške 5 %. Keďže tieto pohľadávky majú investičný charakter, nie sú viazané na hlavnú činnosť a nepodieľajú sa na tvorbe prevádzkového zisku, budú z aktív vylúčené (viď tabuľka 18).

Spoločnosť taktiež vykazuje iné pohľadávky, ktoré nezahŕňajú položky bežného operatívneho cyklu, preto budú z aktív tiež vylúčené. V roku 2020 bola v iných pohľadávkach vykázaná dotácia pre prevádzkové účely prijatá z programu Antivirus vo výške 515 tis. Kč. Cieľom programu bola kompenzácia mzdových nákladov v podobe náhrad miezd náležiacich zamestnancom po dobu prekážok v práci vyvolaných karanténou. Napriek tomu, že bola určená na prevádzkové účely, nejde o pohľadávku bežného prevádzkového cyklu, preto bude z aktív vylúčená. Rovnako v roku 2021 a 2022 v tejto položke evidovala dotácie na Covid samotestovanie vo výške 271 tis. Kč (2022) a 555 tis. Kč (2021). Vzhľadom na ich mimoriadny charakter, budú z aktív tiež vylúčené.

Tabuľka 18: Vylúčenie dlhodobých pohľadávok

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Dlhodobé pohľadávky	0	8 670	6 750	6 197	1 617
Iné pohľadávky	2 859	16 857	11 833	2 098	2 211
Čiastka k vylúčeniu	2 859	25 527	18 583	8 295	3 828

3.1.3 Určenie pasív, ktoré nenesú náklad

V tejto časti je potrebné zo strany pasív vylúčiť tie položky, ktoré nenesú žiaden náklad. Spoločnosť v sledovanom období nevykazovala žiadne rezervy ani nevyužívala úverové financovanie, preto bude hodnota neúročeného cudzieho kapitálu predstavovať súčet cudzích zdrojov a časového rozlíšenia pasív. Z tabuľky 19 je možné vidieť, že najvýznamnejšou položkou sú záväzky z obchodných vzťahov.

Tabuľka 19: Výpočet neúročeného cudzieho kapitálu

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Rezervy	0	0	0	0	0
Prijaté zálohy	3 836	4 334	3 860	31 743	23 078
Záväzky z obchodných vzťahov	43 569	44 580	51 533	54 849	53 614
Ostatné záväzky krátkodobé	6 985	7 293	7 943	8 674	8 073
Ostatné záväzky dlhodobé	0	0	0	150	150
Odložený daňový záväzok	8 154	8 595	8 607	8 438	7 662
Časové rozlíšenie pasív	84	51	86	46	41
Neúročený kapitál celkom	62 628	64 853	72 029	103 900	92 618

3.1.4 Aplikácia úprav pre výpočet NOA

Nasledujúca tabuľka 20 zhrňa všetky vyššie spomenuté úpravy potrebné k výpočtu NOA.

Tabuľka 20: Výpočet NOA

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Aktíva celkom	576 670	599 973	638 126	696 471	694 264
+ Aktivácia nákladov na vývoj	12 816	19 295	17 602	23 161	20 387
– Dlhodobý finančný majetok	10	10	7 717	2 505	2 566
– Nedokončený dlhodobý majetok	2 968	2 011	3 074	22 577	5 914
– Peňažné prostriedky	170 449	171 930	171 454	129 987	55 308
– Dlhodobé a iné pohľadávky	2 859	25 527	18 583	8 295	3 828
– Neúročený cudzí kapitál	62 628	64 853	72 029	103 900	92 618
= NOA	350 572	354 937	382 871	452 368	554 417

Z tabuľky 20 možno vidieť, že v rokoch 2019 – 2021 sa na úpravách aktív najviac prejavilo vylúčenie peňažných prostriedkov nad limit hotovostnej likvidity. Tabuľka 21 poskytuje prehľad upravenej majetkovej štruktúry spoločnosti.

Tabuľka 21: Upravená majetková štruktúra

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Dlhodobý majetok	188 310	189 575	207 979	249 571	316 927
DNM	12 993	19 420	17 782	23 253	20 689
DFM	374	374	19 529	37 371	51 471
DHM	174 943	169 781	170 668	188 947	244 767
ČPK	162 262	165 362	174 892	202 797	237 490
Zásoby	144 703	153 843	151 271	203 567	206 895
Pohľadávky	59 643	57 184	74 098	69 790	91 704
KFM a peňažné prostriedky	18 493	19 110	21 534	32 390	28 820
Časové rozlíšenie aktív	2 051	78	18	950	2 689
– Neúročený cudzí kapitál	62 628	64 853	72 029	103 900	92 618
NOA	350 572	354 937	382 871	452 368	554 417

3.1.5 Výpočet celkového kapitálu C

Pre dodržanie bilančnej rovnováhy je nevyhnutné, aby čisté operatívne aktíva zodpovedali celkovému kapitálu (C), rovnako ako pri pôvodnej štruktúre aktív a pasív. Vzhľadom na absenciu úročeného cudzieho kapitálu sa úpravy finančnej štruktúry týkajú výlučne vlastného kapitálu. Na vyrovnanie rozdielu spôsobeného úpravami aktív bude pridaná položka ekvivalenty vlastného kapitálu. Upravená finančná štruktúra je zachytená v tabuľke 22.

Tabuľka 22: Upravená finančná štruktúra

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Základný kapitál	100	100	100	100	100
Ážio a kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy zo zisku	0	0	0	0	0
VH minulých rokov	461 827	513 942	535 020	563 997	592 471
VH bežného účtovného obdobia	52 115	21 078	30 977	28 474	9 075
Ekvivalenty VK	-163 470	-180 183	-183 226	-140 203	-47 229
Celkový kapitál C	350 572	354 937	382 871	452 368	554 417

3.2 Vymedzenie NOPAT

Po vymedzení aktív je potrebné určiť čistý operatívny zisk (NOPAT). Dôvodom je dosiahnutie symetrie medzi NOA a NOPAT, ktorá je podmienkou výpočtu EVA. Východiskom pre dosiahnutie tejto symetrie bude výsledok hospodárenia pred zdanením, ktorý bude upravený o nasledujúce operácie.

Bežnou úpravou výsledku hospodárenia je vylúčenie nákladových úrokov ich spätným pričítaním. Vzhľadom na fakt, že spoločnosť neeviduje žiadne nákladové úroky, táto úprava nebude vykonaná.

3.2.1 Vylúčenie nákladov na vývoj

Hodnoty nákladov na vývoj už boli aktivované do výpočtu NOA, a preto je nutné ich vylúčiť. Pôvodný VH tak bude navýšený o hodnotu týchto nákladov a ponížený o prislúchajúce odpisy, ako zobrazuje tabuľka 23.

Tabuľka 23: Vylúčenie nákladov na vývoj

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Náklady na vývoj	12 816	19 295	17 602	23 161	20 387
Odpisy aktivovaného vývoja	19 224	12 851	18 431	20 813	20 168
Čiastka k vylúčeniu	-6 408	6 444	-829	2 348	219

3.2.2 Vylúčenie mimoriadnych položiek

Pri výpočte NOPAT je potrebné vylúčiť položky, ktoré majú jednorazový charakter a ich vplyv sa nebude opakovať. Spoločnosť vo výkazoch ziskov a strát evidovala výnosy a náklady súvisiace s jednorazovým predajom dlhodobého majetku a materiálu, ktoré je potrebné vylúčiť. Výpočet čiastok určených k vylúčeniu je zachytený v tabuľke 24.

Tabuľka 24: Vylúčenie VH z predaja DM a materiálu

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby z predaného DM	416	134	268	165	4
Zostatková cena predaného DM	490	0	16	473	821
VH z predaného DM	-74	134	252	-308	-817
Tržby z predaného materiálu	4	0	6	693	220
Zostatková cena materiálu	4	0	6	0	0
VH z predaného materiálu	0	0	0	693	220
Čiastka k vylúčeniu	-74	134	252	385	-597

Za mimoriadne položky sa považujú aj iné prevádzkové výnosy a náklady. Iné prevádzkové náklady tvoria predovšetkým dary a poisťné služby. Iné prevádzkové výnosy zahŕňajú poisťné plnenie a preplatky za odpad. V roku 2022 a 2021 spoločnosť evidovala tejto položke dotácie na Covid samotestovanie, ktoré boli vylúčené v rámci iných pohľadávok z NOA v kapitole 3.1.2. V roku 2020 evidovala v týchto výnosoch dotáciu pre prevádzkové účely prijatú z programu Antivirus vo výške 515 tis. Kč. Vzhľadom na mimoriadny charakter týchto výnosov a nákladov, budú tieto položky vylúčené v plnej výške, čo zobrazuje tabuľka 25.

Tabuľka 25: Vylúčenie iných prevádzkových výnosov a nákladov

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Iné prevádzkové výnosy	2 164	2 023	2 334	3 044	2 321
Iné prevádzkové náklady	4 705	4 337	6 630	2 605	2 223
Čiastka k vylúčeniu	-2 541	-2 314	-4 296	439	98

3.2.3 Vylúčenie nákladov a výnosov z neoperatívnych aktív

V roku 2022 došlo k predaju dlhodobých cenných papierov, ktoré boli vyhodnotené za prevádzkovo nepotrebné, preto aj výnosy a náklady plynúce z tohto predaja je nutné vylúčiť. Túto úpravu zachytáva tabuľka 26.

Tabuľka 26: Vylúčenie predaja DFM

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Výnosy z predaja DFM	0	0	0	5 175	0
Náklady spojené s predajom DFM	0	0	0	5 000	0
Čiastka k vylúčeniu	0	0	0	175	0

Spoločnosť v rokoch 2021 až 2023 zaevidovala výnosy plynúce z držania podielu v nadačnom fonde, ktorý nesúvisí s prevádzkovou činnosťou. Z tohto dôvodu budú tieto výnosy vylúčené vo výškach, ktoré uvádza tabuľka 27.

Tabuľka 27: Vylúčenie výnosov z podielu v NF

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Výnosy z podielu v NF	0	0	75	98	96

V sledovanom období je vykazovaná aj položka výnosových úrokov, ktorá je tvorená predovšetkým úrokmi plynúcich z bankových vkladov a dlhodobých pohľadávok. Nakoľko boli dlhodobé pohľadávky posúdené ako neoperatívne aktíva, je potrebné výnosy z nich plynúce vylúčiť. Ich sumu k vylúčeniu zobrazuje tabuľka 28.

Tabuľka 28: Vylúčenie výnosových úrokov

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Výnosové úroky	1 593	1 051	1 247	3 901	3 554

Položky ostatné finančné výnosy a náklady sú tvorené prevažne kurzovými ziskami a stratami, ktoré sú výsledkom pohybov menových kurzov. Tieto položky tak vychádzajú z externých faktorov a nesúvisia priamo s operatívnou činnosťou, preto je vhodné ich nezahŕňať. Čiastku, ktorá bude vylúčená zobrazuje tabuľka 29.

Tabuľka 29: Vylúčenie VH z ostatných finančných výnosov a nákladov

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Ostatné finančné výnosy	3 326	9 050	5 369	12 396	4 039
Ostatné finančné náklady	3 097	8 323	8 496	10 601	3 155
Čiastka k vylúčeniu	229	727	-3 127	1 795	884

3.2.4 Stanovenie NOPAT

V nasledujúcej tabuľke 30 sú zobrazené všetky úpravy výsledku hospodárenia pred zdanením.

Tabuľka 30: Úprava VH pred zdanením pre účely výpočtu NOPAT

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
VH pred zdanením	56 416	21 591	34 352	29 037	8 299
+ Náklady na vývoj	12 816	19 295	17 602	23 161	20 387
– Odpisy aktivovaného vývoja	19 224	12 851	18 431	20 813	20 168
– Predaj DM	-74	134	252	-308	-817
– Predaj materiálu	0	0	0	693	220
– Iný prevádzkový VH	-2 541	-2 314	-4 296	439	98
– Predaj DFM	0	0	0	175	0
– Výnosy z podielu v NF	0	0	75	98	96
– Výnosové úroky	1 593	1 051	1 247	3 901	3 554
– Iný finančný VH	229	727	-3 127	1 795	884
Upravený VH pred zdanením	50 801	28 437	39 372	24 592	4 483

V poslednom kroku stanovenia NOPAT je potrebné upraviť daň. Upravená daň sa vypočíta pomocou skutočnej daňovej sadzby (pôvodná platená daň/pôvodný EBT), ktorá sa vynásobí upraveným výsledkom hospodárenia. Výsledná hodnota NOPAT sa následne vypočíta ponížením tohto upraveného výsledku hospodárenia o upravenú daň. Tento výpočet zachytáva tabuľka 31.

Tabuľka 31: Výpočet NOPAT

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

	2019	2020	2021	2022	2023
Pôvodný VH pred zdanením	56 416	21 591	34 352	29 037	8 299
Pôvodne platená daň	4 301	513	3 375	563	-776
Skutočná daňová sadzba	7,62%	2,38%	9,82%	1,94%	-9,35%
Upravený VH pred zdanením	50 801	28 437	39 372	24 592	4 483
Upravená daň	3873	676	3868	477	-419
NOPAT	46 928	27 761	35 504	24 115	4 902

3.3 Stanovenie WACC

Poslednou položkou, ktorá je potrebná pre výpočet ukazovateľa EVA, je veľkosť priemerných vážených nákladov na kapitál.

3.3.1 Náklady na cudzí kapitál

Keďže spoločnosť nevyužíva žiadnu formu úverového financovania, veľkosť cudzieho úročeného kapitálu (D) je nulová. Z tohto dôvodu je bezpredmetné aj samotné stanovenie nákladov na cudzí kapitál (r_d).

3.3.2 Náklady na vlastný kapitál

Existuje množstvo metód, ktorými je možné stanoviť náklady na vlastný kapitál (r_e). Tie najpoužívanejšie boli predstavené v kapitole 1.7.3 teoretickej časti tejto práce. V prípade analyzovaného podniku boli vybrané tri hlavné prístupy, a to model CAPM, stavebnicový model a priemerná rentabilita vlastného kapitálu v odvetví.

Použitie ďalších metód, ako napríklad odvodenie nákladov na vlastný kapitál z nákladov na cudzí kapitál, nie je v tomto prípade možné, keďže podnik nevyužíva žiadne cudzie úročené zdroje. Rovnako nie je možné použiť Gordonov model, pretože ide o spoločnosť s ručením obmedzeným, ktorá nevydáva akcie a nevypláca dividendy.

Model oceňovania kapitálových aktív (CAPM)

Pre výpočet nákladov vlastného kapitálu pomocou modelu CAPM bol použitý vzorec (30) z kapitoly 1.7.3 teoretickej časti tejto práce. Na stanovenie hodnoty bezrizikovej

úrokovej sadzby (r_f) bola použitá miera výnosnosti 10-ročných štátnych dlhopisov zverejnených na webových stránkach Ministerstva financií ČR.

Analyzovaná spoločnosť nie je obchodovaná na kapitálovom trhu, preto budú použité náhradné odhady koeficientu beta. Hodnoty tohto koeficientu pre jednotlivé roky boli prevzaté z historických dát z webu profesora Damodarana pre Európu a strojársky priemysel. Vzhľadom k tomu, že spoločnosť nevyužíva cudzí úročený kapitál, hodnotu β nie je potrebné upravovať na β zadlženú.

Hodnoty rizikovej prémie pre ČR boli taktiež prevzaté z webu profesora Damodarana. Výpočet r_e pomocou modelu CAPM je vykonaný v tabuľke 32.

Tabuľka 32: Stanovenie nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu CAPM

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Ministerstvo financií České republiky, 2024; Damodaran Online, 2025)

	2019	2020	2021	2022	2023
r_f	1,55 %	1,13 %	1,90 %	4,33 %	4,44 %
β nezadlžená	1,17	0,94	1,03	1,12	1,07
Riziková prémie	5,80 %	5,31 %	4,84 %	6,97 %	5,48 %
r_e	8,34 %	6,12 %	6,89 %	12,14 %	10,30 %

Stavebnicový model

Druhou metódou stanovenia nákladov na vlastný kapitál je stavebnicový model podľa metodiky Ministerstva priemyslu a obchodu Českej republiky (2024b). Výpočet si vyžaduje stanovenie nasledujúcich rizikových prirážok:

Rovnako ako pri modeli CAPM, bezriziková výnosová miera (r_f) je daná výnosnosťou 10-ročných štátnych dlhopisov.

Prirážka za finančnú stabilitu ($r_{FINSTAB}$) závisí od ukazovateľa bežnej likvidity ($L3$).

Podľa metodiky MPO bola táto prirážka stanovená nasledovne:

- Ak $L3 \leq XL1$, potom $r_{FINSTAB} = 10 \%$,
- Ak $L3 \geq XL2$, potom $r_{FINSTAB} = 0 \%$.

Pre daný výpočet boli použité hodnoty $XL1 = 1$ a $XL2 = 2,5$ podľa odporúčaní metodiky. Vzhľadom na to, že likvidita podniku ($L3$) bola počas všetkých rokov vyššia než 2,5, hodnota $r_{FINSTAB}$ bola vo všetkých rokoch nulová.

Riziková prirážka za veľkosť podniku (r_{LA}) bola vypočítaná na základe veľkosti úplatných zdrojov (UZ), ktoré zahŕňajú vlastný kapitál, bankové úvery a dlhopisy. Pre podnik s UZ medzi 100 mil. Kč a 3 mld. Kč sa r_{LA} počíta podľa vzorca:

$$r_{LA} = \frac{(3 - UZ \text{ v mld. Kč})^2}{168,2}$$

Pre analyzovaný podnik bola prirážka za podnikateľské riziko (r_{POD}) stanovená ako minimálna hodnota r_{POD} v odvetví, pretože podnik vo všetkých rokoch spĺňa podmienku:

- Ak $EBIT/A \geq UZ/A * UM$ ($UM = \text{Nákladové úroky} / \text{Bankové úvery} + \text{Dlhopisy}$).

Keďže Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR prestalo po roku 2019 zverejňovať aktualizované hodnoty minimálnej r_{POD} pre jednotlivé odvetvia, je nutné pracovať s poslednými dostupnými údajmi. V prípade zvoleného odvetvia je posledná odporúčaná hodnota r_{POD} pre rok 2019 vo výške 2,63 %. Keďže ide o údaje, ktoré nezohľadňujú významné ekonomické zmeny po roku 2019 je výsledná hodnota r_e vypočítaná stavebnicovým modelom považovaná len za hrubý odhad. Z tohto dôvodu bude mať táto hodnota v konečnom výpočte nižšiu váhu, aby bolo minimalizované skreslenie výsledného odhadu.

Riziková prirážka za finančnú štruktúru ($r_{FINSTRU}$) je daná rozdielom medzi nákladmi na vlastný kapitál a priemernými váženými nákladmi na kapitál. Keďže vypočítaná hodnota r_e bola menšia než WACC, platí pravidlo, že $r_e = WACC$, a teda $r_{FINSTRU} = 0$ vo všetkých sledovaných rokoch.

Nasledujúca tabuľka 33 zachytáva prehľad stanovených jednotlivých prirážok aj s výslednou hodnotou r_e , ktorá predstavuje ich súčet.

Tabuľka 33: Stanovenie nákladov na kapitál pomocou stavebnicového modelu

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa MPO ČR, 2024b)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
r_f	1,55 %	1,13 %	1,90 %	4,33 %	4,44 %
$r_{FINSTAB}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Bežná likvidita L3	7,28	7,61	6,90	4,66	4,56
XL1	1	1	1	1	1
XL2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
r_{LA}	3,67 %	3,61 %	3,52 %	3,45 %	3,42 %

UZ	514 042	535 120	566 097	592 571	601 646
UZ v mld. Kč	0,514042	0,53512	0,566097	0,592571	0,601646
r_{POD}	2,63 %	2,63 %	2,63 %	2,63 %	2,63 %
EBIT/A	0,094671	0,033023	0,056661	0,033121	0,005423
UM (Nákladové úroky / Bankové úvery + Dlhopisy)	0	0	0	0	0
$r_{FINSTRU}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
r_e	7,85 %	7,37 %	8,05 %	10,41 %	10,49 %

Priemerná rentabilita v odvetví

Náklady na vlastný kapitál je možné určiť aj na základe priemernej rentability vlastného kapitálu v rámci odvetvia. Táto metóda však môže byť menej presná, pretože zahŕňa široké spektrum podnikov rôznych veľkostí a kapitálových štruktúr, čo môže skresľovať výsledky. Výhodou tohto prístupu je však dostupnosť potrebných dát na internetových stránkach Ministerstva priemyslu a obchodu. Nasledujúca tabuľka 34 zobrazuje hodnoty priemernej rentability vlastného kapitálu v odvetví 28.9.

Tabuľka 34: Priemerná rentabilita v odvetví 28.9

(Zdroj: Vlastné spracovanie podľa MPO ČR, 2024a)

	2019	2020	2021	2022	2023
Priemerná rentabilita v odvetví	6,86 %	5,56 %	5,75 %	4,17 %	6,84 %

Priemerná hodnota nákladov na vlastný kapitál

Výsledná hodnota nákladov na vlastný kapitál bude stanovená ako vážený priemer všetkých troch použitých metód. Každá z použitých metód má svoje výhody aj obmedzenia, preto je dôležité priradiť im váhy zodpovedajúce ich spoľahlivosti.

Výhodou modelu CAPM je, že zohľadňuje systematické trhové riziko prostredníctvom beta koeficientu. Vzhľadom na to, že podnik nie je verejne obchodovaný na kapitálovom trhu, boli použité náhradné odhady tohto koeficientu, čo môže do určitej miery skresľovať výsledok. Z tohto dôvodu vstupuje do výpočtu priemernej hodnoty r_e s váhou 6.

Stavebnicový model zohľadňuje viaceré individuálne prirážky za riziko, čo je jeho výhodou. Na druhej strane, jeho presnosť je limitovaná dostupnosťou aktuálnych dát, konkrétne minimálnej hodnoty r_{POD} v odvetví, ktorá bola naposledy publikovaná v roku 2019. Vzhľadom na tieto obmedzenia je výsledná hodnota r_e vypočítaná týmto modelom považovaná za hrubý odhad a do výpočtu finálnej hodnoty r_e vstupuje s váhou 3.

Metóda založená na priemernej rentabilite odvetvia poskytuje rýchly odhad nákladov na vlastný kapitál vzhľadom na dostupnosť dát. Nevýhodou je však nízka miera aplikovateľnosti na konkrétny podnik, keďže vo svojej hodnote zahŕňa rôzne podniky s odlišnou kapitálovou štruktúrou a veľkosťou, čo môže viesť k nepresným výsledkom. Z tohto dôvodu je jej udelená váha 1.

Tabuľka 35 zobrazuje výsledné hodnoty nákladov na vlastný kapitál.

Tabuľka 35: Stanovenie priemerných nákladov na vlastný kapitál

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

	Váha	2019	2020	2021	2022	2023
Model CAPM	6	8,34 %	6,12 %	6,89 %	12,14 %	10,30 %
Stavebnicový model	3	7,85 %	7,37 %	8,05 %	10,41 %	10,49 %
Rentabilita v odvetví	1	6,86 %	5,56 %	5,75 %	4,17 %	6,84 %
r_e	10	8,04 %	6,44 %	7,12 %	10,82 %	10,01 %

3.3.3 Výpočet WACC

Keďže analyzovaná spoločnosť nevyužíva úročené cudzie zdroje, hodnota priemerných vážených nákladov na kapitál je rovná nákladom na vlastný kapitál. Pre výpočet r_e boli použité tri rôzne prístupy, ktoré súhrnne uvádza tabuľka 36. Každá z týchto metód bola ohodnotená na základe ich relevantnosti a spoľahlivosti, pričom výsledná hodnota r_e bola stanovená ako vážený priemer. Výsledná hodnota r_e sa teda rovná WACC, čo je zobrazené v tabuľke 36, ktorá obsahuje jednotlivé časti potrebné pre výpočet WACC.

Tabuľka 36: Stanovenie priemerných vážených nákladov na kapitál

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

	2019	2020	2021	2022	2023
r_d	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
r_e	8,04 %	6,44 %	7,12 %	10,82 %	10,01 %
D/C	0	0	0	0	0
E/C	1	1	1	1	1
WACC	8,04 %	6,44 %	7,12 %	10,82 %	10,01 %

3.4 Stanovenie EVA

Po vymedzení čistých operatívnych aktív ($NOA=C$), čistého operatívneho zisku ($NOPAT$) a priemerných vážených nákladov na kapitál (WACC) je možné prejsť

k výpočtu ekonomickej pridanej hodnoty (EVA), ktorá predstavuje rozdiel medzi čistým ziskom z operatívnych aktív a nákladmi na ich financovanie. Výpočet bude realizovaný v dvoch variantoch:

- Ekonomický model: $EVA = NOPAT - C * WACC$,
- Účtovný model: $EVA = EAT - VK * r_e$.

3.4.1 Ekonomický model EVA

V roku 2019 dosiahla spoločnosť kladnú hodnotu EVA vo výške 18 730 tis. Kč, čo naznačuje, že podnik dokázal generovať zisk prevyšujúci kapitálové náklady a tvoriť tak hodnotu pre svojich vlastníkov. Tento výsledok možno pripísať kombinácii relatívne vysokého NOPAT (46 928 tis. Kč) a nízkych kapitálových nákladov (WACC 8,04 %). V tomto období dosiahla rentabilita čistých operatívnych aktív (RONA) úroveň 13,39 %, čo výrazne prevyšuje kapitálové náklady a potvrdzuje, že podnik v tomto roku dosiahol najoptimálnejšiu úroveň efektívnosti aktív.

Od roku 2020 však EVA postupne klesala, pričom najvýraznejší prepád nastal v rokoch 2022 (-24 832 tis. Kč) a 2023 (-50 610 tis. Kč). Hlavným dôvodom bol prudký nárast NOA a pokles NOPAT na 4 902 tis. Kč, čo v kombinácii s rastúcimi nákladmi na kapitál (nad 10 %) spôsobilo výrazný pokles tvorby pridanej hodnoty. Tento negatívny vývoj je dôsledkom zhoršenia efektívnosti aktív, rastu osobných nákladov a stagnujúcich tržieb, čo výrazne znížilo schopnosť podniku generovať ekonomickú pridanú hodnotu. V rokoch 2022 a 2023 klesla hodnota RONA na 5,33 % a 0,88 %, čo signalizuje oslabenie schopnosti podniku efektívne zhodnocovať svoje aktíva.

Prehľad vypočítaných hodnôt EVA podľa ekonomického modelu poskytuje tabuľka 37.

Tabuľka 37: Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty – ekonomický model

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT	46 928	27 761	35 504	24 115	4 902
NOA	350 572	354 937	382 871	452 368	554 417
WACC	8,04 %	6,44 %	7,12 %	10,82 %	10,01 %
EVA	18 730	4 900	8 235	-24 832	-50 610
RONA	13,39 %	7,82 %	9,27 %	5,33 %	0,88 %

3.4.2 Účtovný model EVA

Účtovný model EVA je v metodike MPO založený na neupravených účtovných dátach, čo umožňuje rýchly výpočet, no zároveň prináša riziko skreslenia výslednej hodnoty EVA. Tento model pracuje s nákladmi na vlastný kapitál stanovenými stavebnicovým modelom.

Podľa účtovného modelu EVA podnik generoval kladnú hodnotu len v roku 2019 (11 741 tis. Kč), pričom v nasledujúcich rokoch vykazoval už len záporné hodnoty. Najvýraznejšie rozdiely oproti ekonomickému modelu boli zaznamenané v rokoch 2020 (rozdiel 23 272 tis. Kč) a 2021 (22 840 tis. Kč), kedy ekonomický model stále vykazoval pozitívne hodnoty, zatiaľ čo účtovný model prešiel do záporných hodnôt. Hlavným dôvodom tohto rozdielu je ponechanie nákladov na vývoj v nákladoch a neodlíšenie operatívnych a neoperatívnych aktív, čo skresľuje skutočnú tvorbu hodnoty.

Navyše, stavebnicový model vo viacerých rokoch stanovil r_e na vyššiu úroveň, než akú predstavuje WACC v ekonomickom modeli, čo ďalej znižuje výsledné hodnoty EVA.

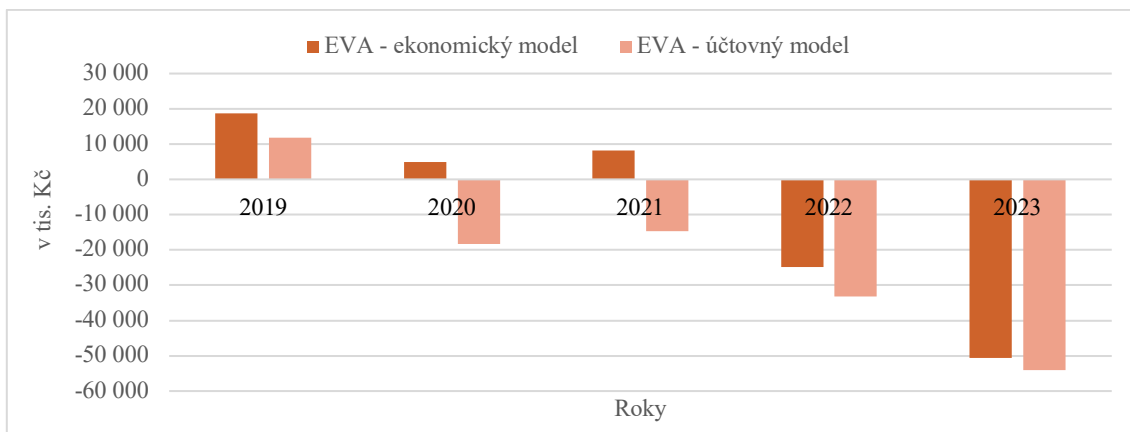
Vypočítané hodnoty EVA pomocou účtovného modelu obsahuje tabuľka 38.

Tabuľka 38: Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty – účtovný model

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

	2019	2020	2021	2022	2023
EAT	52 115	21 078	30 977	28 474	9 075
VK	514 042	535 120	566 097	592 571	601 646
r_e	7,85 %	7,37 %	8,05 %	10,41 %	10,49 %
EVA	11 741	-18 372	-14 605	-33 187	-54 036

Porovnanie výsledkov oboch metód výpočtu EVA je možné vidieť na grafe 16. Z grafu zrejme, že ekonomický model dosahoval v každom roku vyšších hodnôt než model účtovný. Oba modely však poukazujú na klesajúci vývoj tvorby hodnoty v posledných rokoch, pričom účtovný model má tendenciu tieto hodnoty ešte viac podhodnocovať.



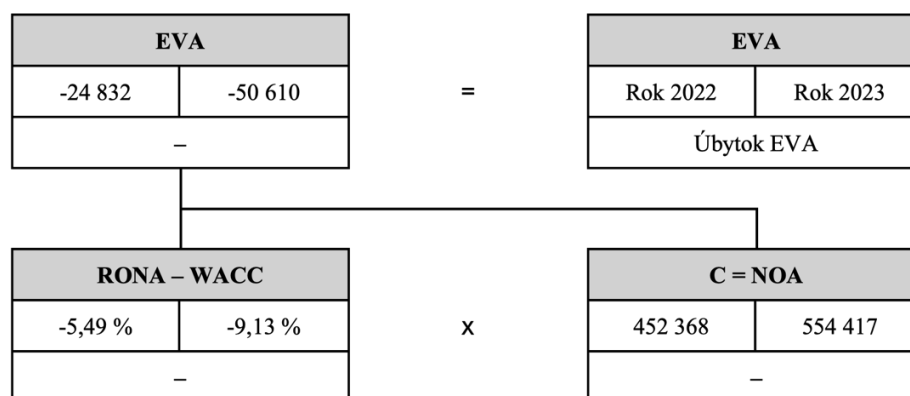
Graf 16: Porovnanie výsledných hodnôt EVA podľa ekonomického a účtovného modelu

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

3.4.3 Pyramídový rozklad EVA

Pre podrobnejšie pochopenie príčin zmeny hodnoty EVA bol použitý pyramídový rozklad, ktorý umožňuje identifikovať jednotlivé faktory prispievajúce k zmene hodnoty pre vlastníkov. Ukazovatele sú analyzované v rokoch 2022 a 2023. Rozklad ukazovateľa EVA zachytáva, či konkrétny ukazovateľ vplýval na hodnotu EVA pozitívne alebo negatívne.

Na vrchole pyramídy stojí samotný ukazovateľ EVA, ktorý v oboch analyzovaných rokoch nadobúdal záporné hodnoty, čo znamená, že podnik jeho činnosťou znižoval hodnotu pre vlastníkov. V roku 2023 sa tento negatívny trend ešte prehĺbil, keď hodnota EVA klesla o 25 778 tis. Kč. Rozklad do nižších úrovní môže ukázať, ktoré konkrétne zložky najviac ovplyvnili tento negatívny vývoj.

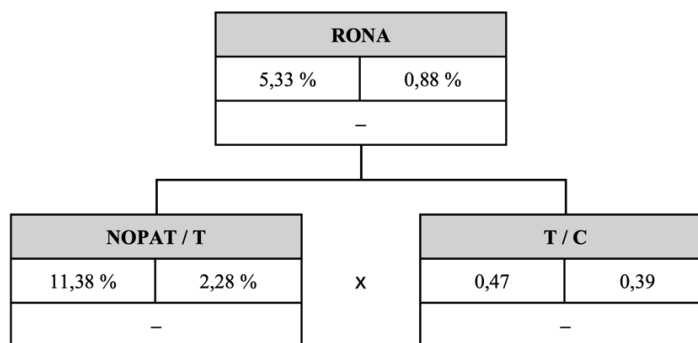


Obrázok 2: Rozklad ukazovateľa EVA

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Obrázok 2 zachytáva rozklad ukazovateľa EVA na dva hlavné faktory, ktorými sú čisté operatívne aktíva a ukazovateľ spread (RONA – WACC). Hodnoty tohto ukazovateľa boli záporné v oboch rokoch, čo zapríčinilo zápornú hodnotu EVA. V roku 2023 ukazovateľ spread dosahoval ešte nižších hodnôt v porovnaní s predošlým rokom, čo negatívne ovplyvnilo medziročnú zmenu hodnoty EVA. Súčasne došlo k výraznému nárastu NOA o 102 049 tis. Kč, čo v kombinácii so záporným ukazovateľom spread (RONA – WACC) ešte viac prehĺbilo negatívny efekt. Navýšenie NOA má teda v prípade zápornej hodnoty spreadu negatívny dopad na výslednú hodnotu EVA. Pri pozitívnom spreade, by bol dopad opačný.

Rozklad ukazovateľa rentability čistých operatívnych aktív (RONA) je základným krokom pri analýze tvorby ekonomickej pridanej hodnoty. Skladá sa z rentability tržieb (NOPAT/T) a obratu investovaného kapitálu (T/C). Z analýzy tohto ukazovateľa (viď obrázok 3) je možné vidieť, že v roku 2023 došlo k jeho výraznému poklesu na hodnotu 0,88%, čo malo negatívny dopad na výslednú hodnotu EVA. V prípade analyzovaného podniku sa medzi rokmi 2022 a 2023 znížila rentabilita tržieb (NOPAT/T) v dôsledku vyšších nákladov a stagnujúcich tržieb, zatiaľ čo obrat aktív (T/C) poklesol v dôsledku nárastu NOA. Kombinácia týchto negatívnych vplyvov spôsobila pokles RONA, čo následne prehĺbilo zápornú hodnotu EVA.



Obrázok 3: Rozklad ukazovateľa rentability čistých operatívnych aktív (RONA)

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Z obrázku 4, ktorý zobrazuje rozklad ukazovateľa rentability tržieb, je možné vidieť, že najzásadnejší vplyv na jeho pokles mal ukazovateľ, ktorý vyjadruje podiel pridanej hodnoty na tržbách. Tento ukazovateľ zaznamenal medziročný pokles o 7,68 percentných bodov, čo malo negatívny vplyv na rentabilitu tržieb, a tým aj na výslednú hodnotu EVA. Negatívny vplyv na hodnotu rentability tržieb a EVA mal aj nárast podielu osobných

nákladov na tržbách a podielu odpisov na tržbách. Podiel ostatných výnosov a nákladov na tržbách zaznamenal medziročný pokles, ktorý vplýval na EVA taktiež negatívne.

NOPAT / T							
11,38 %		2,28 %		-			
-							
PH / T		Osobné náklady / T		Odpisy / T		Ostatné V – Ostatné N / T	
66,01 %		48,96 %		5,84 %		0,16 %	
58,53 %		49,22 %		6,55 %		-0,48 %	
-		-		-		-	

Obrázok 4: Rozklad ukazovateľa rentability tržieb (NOPAT/T)

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Druhou položkou rozkladu ukazovateľa RONA je obrat investovaného kapitálu, ktorý je vyjadrený podielom tržieb na celkovom kapitále. Tento ukazovateľ zaznamenal medziročný pokles, ktorý bol spôsobený negatívnym vplyvom rastu kapitálu. Obrázok 5 zobrazuje, že hoci veľkosť kapitálu medziročne vzrástla o 22 %, rýchlosť tohto rastu bola výraznejšia než rýchlosť rastu tržieb (1,5 %), čo negatívne pôsobilo na obrátkovosť a aj celkovú hodnotu EVA. Inak povedané, rast tržieb nedokázal vykompenzovať efekt rozširovania kapitálovej základne.

T / C			
0,47		0,39	
-			
T		C = NOA	
211 874		452 368	
215 077		554 417	
+		-	

Obrázok 5: Rozklad obratu investovaného kapitálu (T/C)

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Vplyv NOA na výslednú hodnotu EVA je daný primárne kladnou či zápornou hodnotou ukazovateľa spreadu (RONA – WACC). Keďže hodnota spreadu je záporná, rastúci trend NOA bude mať negatívny dopad na hodnotu EVA. Rozložením NOA na dlhodobý majetok a čistý pracovný kapitál možno zistiť, aký mala vplyv zmena týchto položiek na hodnotu EVA. Z obrázku 6 je zrejmé, že medzi rokmi 2022 a 2023 došlo k nárastu DM o

67 356 tis. Kč a ČPK o 34 693 tis. Kč. Celkový nárast NOA tak dosiahol 102 049 tis. Kč, čo v kombinácii so záporným spreadom prehĺbilo negatívny dopad na EVA.

C = NOA	
452 368	554 417
-	

DM		+	ČPK	
249 571	316 927		202 797	237 490
-			-	

Obrázok 6: Rozklad celkového kapitálu

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Poslednou zložkou, ktorú je potrebné analyzovať z hľadiska vplyvov na EVA, sú priemerné vážené náklady na kapitál. Z rozkladu WACC (viď obrázok 7) možno vidieť, že medzi rokmi 2022 a 2023 došlo k poklesu WACC o 0,81 p. b., čo pozitívne vplýva na hodnotu EVA. Táto zmena bola však menej výrazná než zmena RONA (o 4,45 p. b.), čo zapríčinilo, že negatívny vplyv RONA bol silnejší než pozitívny vplyv WACC. Tým bol celkový vplyv spreadu (RONA – WACC) na výslednú hodnotu EVA negatívny.

WACC	
10,82 %	10,01 %
+	

rD		x	D/C		+	rE		x	E/C	
0,00 %	0,00 %		0	0		10,82 %	10,01 %		1	1
						+				

Obrázok 7: Rozklad WACC

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Pokles hodnoty EVA v roku 2023 bol spôsobený kombináciou viacerých nepriaznivých faktorov. Prvým z nich je negatívny vývoj spreadu (RONA – WACC), ktorý sa prehĺbil z -5,49 % na -9,13 %. Tento pokles bol spôsobený znížením rentability čistých operatívnych aktív na 0,88 %, čo vyplýva z poklesu rentability tržieb a poklesu obratu investovaného kapitálu. Rentabilita tržieb bola negatívne ovplyvnená poklesom podielu pridanej hodnoty na tržbách, ako aj rastom podielu osobných nákladov a odpisov na tržbách a znížením čistých ostatných výnosov. Súčasne došlo k nárastu celkového

kapitálu o 102 049 tis. Kč, čo v kombinácii so záporným spreadom ešte viac prehĺbilo negatívny vplyv na hodnotu EVA. Hoci WACC medziročne poklesli o 0,81 p. b., táto zmena nebola dostatočne výrazná na kompenzáciu negatívneho vývoja ostatných ukazovateľov.

3.5 Implementácia konceptu EVA do riadenia spoločnosti

Spoločnosť pre hodnotenie finančnej výkonnosti používa klasické ukazovatele, a to konkrétne rentabilitu vlastného kapitálu (ROE) a rentabilitu aktív (ROA), ktoré porovnáva s podobnými strojárskymi podnikmi v Českej republike. Okrem toho hľadá na vývoj zisku (EAT a EBT), tržieb z predaja výrobkov a služieb a výkonovú spotrebu, ktorú porovnáva s pridanou hodnotou. Z pomerových ukazovateľov sú sledované predovšetkým likvidita a zadlženosť. Výrazný rozdiel medzi výsledkami získanými pomocou klasických ukazovateľov a hodnotou EVA podľa ekonomického modelu poukazuje na obmedzenú výpovednú schopnosť tradičných nástrojov. Tento nesúlad je podnetom na zmenu prístupu k meraniu a riadeniu finančnej výkonnosti podniku.

Ako efektívnejší nástroj merania výkonnosti je v tejto práci navrhované zavedenie konceptu ekonomickej pridanej hodnoty. Ten umožňuje nielen presnejšie zachytiť ekonomickú realitu podniku, ale zároveň slúži ako nástroj strategického riadenia. Jedným z dlhodobých cieľov spoločnosti je totiž tvorba nadpriemernej pridanej hodnoty, a práve ukazovateľ EVA poskytuje rámec, ktorým možno túto hodnotu nielen merať, ale aj riadiť. Klasické ukazovatele je možné naďalej sledovať ako doplnkový zdroj informácií. Nasledujúca časť popisuje odporúčaný postup implementácie konceptu EVA v podmienkach analyzovaného podniku.

3.5.1 Rozhodnutie o zavedení konceptu EVA

Zavedenie konceptu EVA si vyžaduje jednoznačné rozhodnutie zo strany najvyššieho vedenia spoločnosti. Predchádzať mu musí dôkladné oboznámenie sa s podstatou, prínosmi a podmienkami aplikácie tohto konceptu. Keďže rozhodovacie právomoci v spoločnosti majú štyria konatelia, je potrebné ich jednoznačné stanovisko. Súčasťou procesu by mala byť aj analýza predpokladaných nákladov implementácie, ako aj zhodnotenie potenciálnych rizík, aby sa predišlo problémom počas implementácie.

3.5.2 Vytvorenie implementačného tímu

Pre implementáciu ekonomickej pridanej hodnoty a jej ďalšieho riadenia musí byť generálnym riaditeľom menovaný implementačný tím, ktorý sa bude naplno venovať realizácii tohto konceptu. Vzhľadom na to, že EVA ovplyvňuje celé fungovanie podniku, je nevyhnutné, aby bol tím tvorený zástupcami všetkých hlavných útvarov. Jeho súčasťou by mal byť generálny riaditeľ, finančný riaditeľ, obchodný riaditeľ a riaditeľ výroby a technického oddelenia.

Členovia tímu musia byť odborne pripravení a oboznámení s podstatou konceptu EVA. Na tento účel je vhodné zorganizovať odborné školenie, ktoré bude zamerané na úpravu účtovných výkazov pre výpočet NOA a NOPAT, získavanie podkladov na výpočet WACC, samotný výpočet EVA a jeho interpretáciu. Súčasťou školenia by malo byť aj oboznámenie sa s praktickými možnosťami využitia EVA v podnikovom riadení, najmä pri odmeňovaní zamestnancov alebo oceňovaní podniku. V neposlednom rade by školenie malo zahŕňať predstavenie samotného postupu implementácie tohto konceptu do riadenia podniku.

3.5.3 Stratégia zavedenia konceptu EVA

Zavedenie konceptu EVA do riadiacej praxe podniku sa odporúča realizovať prostredníctvom rámca 4M, ktorý bol predstavený v kapitole 1.7.5.

1M – Measurement

Prvá oblasť tohto konceptu sa zameriava na spôsob a metodiku merania výkonnosti prostredníctvom novozavedeného ukazovateľa EVA.

Voľba modelu EVA

Podnik si môže zvoliť medzi účtovným a ekonomickým modelom EVA. Účtovný model je síce jednoduchší na výpočet vďaka dostupnosti údajov, avšak jeho výsledky môžu skresľovať skutočný ekonomický obraz. Ekonomický model, hoci náročnejší na úpravy účtovných výkazov, ponúka vyššiu výpovednú hodnotu a lepšie vystihuje ekonomickú realitu podniku. Z tohto dôvodu sa ako vhodnejšia alternatíva odporúča práve ekonomický model.

Postup stanovenia EVA

Pred samotnými úpravami výkazov je potrebné vykonať analýzu aktuálneho stavu, obdobne ako v kapitole 2. Ako už bolo spomenuté, spoločnosť k hodnoteniu finančnej situácie využíva ukazovatele zisku, ukazovatele zadlženosti, likvidity a rentability. Tieto ukazovatele by bolo vhodné doplniť o ukazovatele aktivity, v ktorých sa vyskytli nedostatky.

V rámci úprav je odporúčané zamerať sa na najvýznamnejšie úpravy demonštrované v kapitolách 3.1 a 3.2. S pribúdajúcimi skúsenosťami je možné tieto úpravy rozšíriť, čím sa zvýši presnosť výpočtu EVA.

1. Vymedzenie čistých operatívnych aktív (NOA)

Východiskom k tomuto kroku je súvaha, predovšetkým strana aktív, ktoré musia byť upravené, aby čo najviac zodpovedali operatívnej činnosti podniku. Z aktív je potrebné vylúčiť všetky položky, ktoré nesúvisia s operatívnou činnosťou, a naopak, zahrnúť tie, ktoré sa v účtovníctve nezobrazujú, no prispievajú k tvorbe operatívneho zisku.

Medzi aktíva, ktoré by mal podnik aktivovať, patria náklady na vývoj. Hoci v súčasnosti podnik nevyužíva leasing, v prípade budúceho obstarania majetku touto formou je vhodné jeho hodnotu do NOA zahrnúť. Rovnako by mali byť aktivované aj ostatné náklady s očakávaným dlhodobým prínosom.

V ďalšom kroku je nutné vylúčiť neprevádzkový majetok. Ide predovšetkým o nedokončené investície do dlhodobého majetku, pretože nedokončený majetok podniku nie je k dispozícii pri aktuálnom generovaní zisku. Podnik by mal z aktív taktiež vylúčiť dlhodobý finančný majetok, ktorý nemá žiadnu väzbu na operatívnu činnosť. Ide predovšetkým o podiel v nadačnom fonde, investičné cenné papiere a podiel v dcérskej spoločnosti mimo hlavnej činnosti. Ak by sa podnik v budúcnosti rozhodol pre investovanie do ďalšieho dlhodobého či krátkodobého finančného majetku, je potrebné pri budúcich úpravách zvážiť jeho charakter. Podnik by mal taktiež hľadiť na hotovostnú likviditu a vylúčiť peňažné prostriedky nad rámec operatívnej činnosti. Vylúčené by mali byť taktiež dlhodobé pohľadávky investičného charakteru a iné pohľadávky, v ktorých sú zahrnuté napríklad prijaté jednorazové dotácie.

Poslednou úpravou NOA je odčítanie pasív, ktoré nenesú žiaden náklad. V prípade podniku došlo k odčítaniu krátkodobých neúročených záväzkov a časového rozlíšenia pasív. Ak by boli v budúcnosti tvorené rezervy, je nutné posúdiť ich účel.

2. Vymedzenie čistého operatívneho zisku (NOPAT)

Východiskom pri stanovení čistého operatívneho zisku sú čisté operatívne aktíva. Prvou úpravou by malo byť pričítanie nákladových úrokov k výsledku hospodárenia pred zdanením (EBT). Nakoľko spoločnosť nevyužívala úverové financovanie, táto úprava nebola vykonaná. Z EBT je nutné ďalej vylúčiť položky jednorazového charakteru, ako tomu bolo pri predaji dlhodobého majetku či materiálu. Pri aktivovaní nákladových položiek do NOA, je potrebné výšku aktivovaných nákladov vylúčiť, ako pri nákladoch na vývoj. Od EBT je následne nutné odčítať odpisy súvisiace s aktivovanými nákladmi. Nakoniec je potrebné vypočítať upravenú daň, ktorá sa vypočíta z upraveného EBT.

3. Stanovenie priemerných vážených nákladov na kapitál (WACC)

Náklady pripadajúce na investovaný kapitál musia byť stanovené zvlášť pre cudzí a vlastný kapitál. Keďže podnik nevyužíva cudzí spolplatnený kapitál, náklady na cudzí kapitál sú nulové. Pre stanovenie nákladov na vlastný kapitál je možné použiť viacero metód, pričom v súčasnosti má najvyššiu spoľahlivosť pre podnik model CAPM. Stavebnicový model je využiteľný len v prípade dostupnosti potrebných údajov z MPO. Ako doplnujúcu metódu môže použiť rentabilitu v odvetví, avšak je nutné jej priradiť nižšiu váhu.

Po stanovení všetkých vstupných hodnôt sa EVA vypočíta podľa vzorca (26) uvedeného v kapitole 1.7 teoretickej časti práce alebo v kapitole 3.4 návrhovej časti.

Pre efektívne riadenie je potrebné vyhodnocovať EVA v kratších časových úsekoch než je jeden rok. Odporúča sa vykonávať hodnotenie na štvrťročnej báze, čo umožňuje priebežné sledovanie výkonnosti podniku, identifikáciu trendov a včasné reagovanie na odchýlky. Súčasťou vyhodnocovania by mal byť aj pyramídový rozklad EVA, ktorý pomáha identifikovať hlavné faktory ovplyvňujúce jej výšku.

2M – Management

Manažérska fáza implementácie EVA nadväzuje na výpočtovú fázu a jej cieľom je zabezpečiť efektívne začlenenie získaných výsledkov do rozhodovacích procesov.

To vyžaduje nielen znalosť metodiky EVA, ale taktiež zmenu myslenia zo strany vedenia. V tejto fáze je kľúčové uchopiť hodnototvornú filozofiu a prejsť od zamerania na tradičné ukazovatele ziskovosti smerom k dlhodobému zvyšovaniu hodnoty podniku.

Základom tejto fáze je vytvorenie jasnej stratégie a štruktúry, v ktorej bude ekonomická pridaná hodnota integrovaná do všetkých úrovní riadenia. Vrcholový management musí zaistiť, aby sa tvorba hodnoty stala spoločným cieľom celej organizácie.

V rámci fáze Management je potrebné jasne stanoviť zodpovednosti. Každý kľúčový generátor hodnoty by mal mať svojho správcu, ktorý bude zodpovedný za jeho pravidelné sledovanie, analýzu a návrhy prípadných opatrení. Zodpovední správcovia by mali byť určení naprieč všetkými útvarmi tak, aby podnik smeroval k jednému spoločnému cieľu, ktorým je tvorba hodnoty. Každý zodpovedný správca by mal mať aj svojho zástupcu pre prípad dlhodobej pracovnej neschopnosti. Nasledujúci obrázok 8 ukazuje príkladné rozdelenie generátorov hodnoty a ďalších ukazovateľov podľa zodpovedných úsekov.

Ekonomické oddelenie	Obchodné oddelenie	Technické oddelenie	Výrobné oddelenie
<ul style="list-style-type: none"> • Dlhodobý majetok • ČPK • WACC • NOPAT • Osobné náklady • Odpisy 	<ul style="list-style-type: none"> • Tržby • ČPK 	<ul style="list-style-type: none"> • Dlhodobý majetok • Odpisy 	<ul style="list-style-type: none"> • Pridaná hodnota • Výkonová spotreba

Obrázok 8: Príklad rozdelenia sledovaných ukazovateľov príslušnými oddeleniami

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Dôležitou súčasťou je aj zriadenie reportingového systému, ktorý by mal na pravidelnej štvrťročnej báze zaznamenávať vývoj EVA a jednotlivých generátorov. Reporty by okrem výsledných hodnôt mali obsahovať aj konkrétne vykonané úpravy vrátane komentárov a popisy jednotlivých generátorov a ich vplyv na hodnotu EVA. Výstupy by mali byť konzistentné a zrozumiteľné, doplnené o porovnanie s plánovanými cieľmi, predpokladaný vývoj a analýzu odchýlok. V prípade negatívneho vývoja sledovaných ukazovateľov či samotnej hodnoty EVA musí byť vedenie schopné bezodkladne reagovať a prijať nápravné opatrenia.

3M – Mindset

V predposlednej fáze implementácie konceptu EVA do riadenia podniku je nevyhnutné zabezpečiť, aby boli s jeho princípmi oboznámení všetci zamestnanci bez ohľadu na úroveň riadenia. Cieľom tejto fáze je vytvoriť efektívny školiaci systém, ktorý zamestnancom sprostredkuje potrebné znalosti o fungovaní EVA. Neoddeliteľnou súčasťou tohto procesu je kvalitná interná komunikácia, ktorá podporí pochopenie a akceptáciu konceptu naprieč organizáciou.

Ako prvý by mal školením prejsť implementačný tím. Jeho členovia musia do hĺbky porozumieť teoretickým východiskám aj praktickému uplatneniu EVA, keďže budú zodpovední za následné interné školenia a praktickú aplikáciu systému. Zaškolenie implementačného tímu je obzvlášť dôležité, pretože pri nesprávnom pochopení konceptu by mohlo dôjsť k neefektívnemu využitiu konceptu EVA pri riadení. Navrhovaná dĺžka školenia implementačného tímu je 30 hodín, ktoré by mali prebehnúť v rozmedzí 15 dní formou seminárov s externým poradcom. Obsah školenia bol spomenutý v kapitole 3.5.2.

Na školenia implementačného tímu nadväzuje školenie ostatných pracovníkov, ktoré by bolo realizované členmi implementačného tímu. Školenie zamestnancov by prebehlo počas piatich pracovných dní, pričom zamestnanci by boli rozdelení do piatich skupín, ktoré absolvujú štyri hodiny školenia. Obsah školenia by bol zameraný predovšetkým na základné princípy konceptu a predstavenie spôsobov, akými môžu jednotlivci prispieť k tvorbe hodnoty. Osobitný dôraz bude kladený na objasnenie systému odmeňovania naviazaného na výkonnosť podľa EVA.

Aby si spoločnosť udržala úroveň vedomostí, odporúča sa realizovať pravidelné preškolenie. Implementačný tím by mal absolvovať každoročne dvojdnové opakovacie školenie, zatiaľ čo pre ostatných zamestnancov postačuje poldňová forma.

4M – Motivation

Tvorba hodnoty vo firme je výsledkom spolupráce všetkých jej úrovní. Aby boli zamestnanci ochotní a motivovaní prispievať k rastu hodnoty, je nevyhnutné zosúladienie záujmov medzi vlastníkami, manažmentom a ostatnými pracovníkmi. Aby zamestnanci nepociťovali tlak na tvorbu hodnoty len v prospech vlastníkov, je nevyhnutné zaviesť spravodlivý a motivačný odmeňovací systém. Ten by mal podporiť ich angažovanosť a záujem o dlhodobý rozvoj podniku.

Teoretické východiská definujú tri modely bonusových systémov, ktoré sú bližšie rozpracované v kapitole 1.7.4. Systém X odmeňuje pracovníkov prostredníctvom fixného percenta z vytvorenej EVA. Ak podnik nedosiahne kladnú hodnotu EVA, bonus nie je vyplatený. Výhodou tohto modelu je jeho jednoduchosť a jasné prepojenie medzi výsledkom a odmenou. Obmedzením je však fakt, že nezohľadňuje medziročný vývoj EVA a neposkytuje zamestnancom motiváciu v obdobiach, keď sa podnik nachádza v kríze. Pri dlhšom trvaní takéhoto stavu to môže viesť k demotivácii, pretože zamestnanci nemajú istotu vyplatenia bonusu v budúcnosti.

Vyššiu flexibilitu ponúka systém XY, ktorý dopĺňa fixnú zložku o variabilnú viazanú na medziročnú zmenu EVA. Vďaka tomu je zamestnancov možné motivovať aj pri zlepšení výkonu, hoci by EVA zostala stále záporná. Návrh počíta s vyplácaním 3 % z EVA a 5 % zo zmeny EVA oproti predchádzajúcemu roku.

Výpočet bonusového modelu XY bude vykonaný pomocou nasledujúceho vzorca:

$$Bonus = (3 \% \times EVA) + (5 \% \times \Delta EVA) \quad (34)$$

Rozdelenie bonusu by malo reflektovať mieru zodpovednosti a príspevku k tvorbe hodnoty. Navrhuje sa, aby 60 % pripadlo na konateľov a riaditeľov úsekov a 40 % na ostatných zamestnancov podľa výkonnostných kritérií.

Bonus sa vypláca raz ročne, po ukončení účtovného obdobia, na základe definitívne vypočítanej hodnoty EVA a schváleného výsledku hospodárenia.

Pre uloženie vytvorených bonusov je vhodné zriadiť tzv. bonusovú banku. Výplata bonusu sa uskutoční len v prípade kladného výsledku EVA a pozitívnej hodnoty vypočítaného bonusu. Zo zostatku bonusovej banky sa vyplatí 40 %, zatiaľ čo 60 % zostane ako rezerva. V prípade tvorby záporného bonusu by sa za bežných okolností mal stav banky o túto hodnotu znížiť, čo by zohľadňovalo aj rizikový aspekt. Avšak v rokoch 2022 a 2023 bola záporná EVA spôsobená mimoriadnymi okolnosťami, preto je vhodné ponechať stav banky dočasne „zmrazený“ a neznižovať ho o záporné bonusy. V opačnom prípade by mohli zamestnanci niesť následky neovplyvniteľných udalostí, čo by mohlo viesť k strate motivácie a dôvery v spravodlivý systém. V tomto kontexte by mal záporný bonus slúžiť len ako indikátor slabého výkonu. Po stabilizácii a adaptácii na tento systém je možné uvažovať o prehodnotení pravidiel bonusovej banky.

Tabuľka 39: Bonusový systém XY z minulých hodnôt EVA

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
EVA	18 730	4 900	8 235	-24 832	-50 610
EVA * 3 %	562	147	247	-745	-1 518
Δ EVA		-13 829	3 335	-33 067	-25 778
Δ EVA * 5 %		-691	167	-1653	-1289
Celkový bonus		-544	414	-2 398	-2 807
Bonusová banka		0	248	248	248
Vyplatený bonus		0	166	0	0
1. Skupina (60 %)		0	100	0	0
2. Skupina (40 %)		0	66	0	0

Z tabuľky 39 je zrejmé, že v období rokov 2019 – 2023 boli splnené podmienky na výplatu bonusu iba v roku 2021. V tomto roku náležalo členom prvej skupiny takmer 100 tis. Kč, zatiaľ čo zamestnancom druhej skupiny 66 tis. Kč. V ostatných rokoch neboli splnené podmienky pre vyplatenie bonusu, t. j. kladná hodnota EVA a kladný celkový bonus, a systém fungoval ako rezervačný. To poukazuje na dôležitosť pozitívneho vývoja EVA, ktorý je kľúčovým predpokladom pre fungovanie bonusového systému.

Tabuľka 40 demonštruje modelový vývoj bonusového systému pri kladných hodnotách EVA v budúcnosti.

Tabuľka 40: Možný vývoj bonusového systému pri kladných hodnotách EVA

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

(v tis. Kč)	2024	2025	2026	2027	2028
EVA	-30 000	-10 000	2 000	12 000	22 000
EVA * 3 %	-900	-300	60	360	660
Δ EVA	20 610	20 000	12 000	10 000	10 000
Δ EVA * 5 %	1031	1000	600	500	500
Celkový bonus	131	700	660	860	1160
Bonusová banka	379	1079	1043	1142	1381
Vyplatený bonus	0	0	696	761	921
1. Skupina (60 %)	0	0	417	457	552
2. Skupina (40 %)	0	0	278	305	368

V rokoch 2024 a 2025 síce hodnota EVA zostáva záporná, avšak v dôsledku medziročného zlepšenia sa vytvára kladný bonus, ktorý je uložený do bonusovej banky. Keďže obe podmienky pre výplatu nie sú ešte splnené, k samotnej výplate nedochádza.

Podmienky pre výplatu sú splnené až od roku 2026, kedy by mohla byť vyplatená suma 696 tis. Kč, pri rozdelení 60:40. Priemerný bonus v tomto roku by tak mohol dosahovať približne 1 800 Kč na jedného zamestnanca druhej skupiny, pričom konečná suma bude závisieť od individuálnych kritérií hodnotenia.

3.5.4 Časový plán implementácie EVA

Časový harmonogram predstavuje praktickú kostru celého projektu implementácie konceptu EVA. Na základe identifikácie kľúčových aktivít bol navrhnutý osemmesačný plán rozdelený do desiatich hlavných krokov, ktoré boli podrobne popísané vyššie. Harmonogram uvedený v tabuľke 41 je orientačný a jeho realizácia sa môže flexibilne prispôsobiť špecifikám podniku.

Tabuľka 41: Časový harmonogram implementácie EVA

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Kroky implementácie	1	2	3	4	5	6	7	8
Predstavenie konceptu vedeniu								
Rozhodnutie o zavedení konceptu								
Vytvorenie implementačného tímu								
Výber externej poradenskej spoločnosti								
Školenie implementačného tímu								
Measurement								
Management								
Motivation								
Mindset								
Dokončenie implementácie								

Počas prvého mesiaca, je vedenie podniku oboznámené s podstatou konceptu EVA. Nasleduje prijatie rozhodnutia o jeho zavedení. V druhom mesiaci sa pristupuje k vytvoreniu implementačného tímu, ktorý bude celý proces koordinovať, a k výberu externej poradenskej spoločnosti, ktorá implementačný tím zaučí.

V nasledujúcom mesiaci prebieha školenie implementačného tímu. Od štvrtého mesiaca sa pristupuje k jednotlivým fázam modelu 4M, pričom každá fáza je rozvrhnutá samostatne. Záverečný mesiac je vyhradený na finalizáciu implementácie, doladenie systému a prípravu na prechod do fázy bežného riadenia podľa EVA.

3.5.5 Zhodnotenie projektu implementácie EVA

V tejto časti budú analyzované prínosy a riziká plynúce z implementácie EVA do riadenia podniku. Taktiež budú stanovené náklady, ktoré sa s implementáciou budú spájať.

Prínosy implementácie EVA

Koncept EVA predstavuje pre podnik efektívny nástroj na zlepšenie výkonnosti a riadenia hodnoty. Jeho implementácia zabezpečuje, že sa pozornosť presúva od čisto účtovných ukazovateľov k ukazovateľu, ktorý zohľadňuje aj cenu kapitálu. To umožňuje lepšie odhaliť, či podnik skutočne vytvára ekonomický prínos, alebo len pokrýva náklady svojej činnosti bez reálnej hodnoty pre vlastníkov.

Významným prínosom je tiež súlad ukazovateľa EVA so strategickým cieľom podniku, ktorým je tvorba nadpriemernej pridanej hodnoty. Vďaka EVA sa tento cieľ stáva merateľným a vytvára sa tak premostenie medzi strategickými zámermi a každodenným riadením.

Okrem toho implementácia EVA podporuje vnútornú transparentnosť a motiváciu zamestnancov, najmä ak je ukazovateľ prepojený s odmeňovaním. Takéto nastavenie podporuje spoluprácu a orientáciu na spoločný cieľ.

Náklady implementácie EVA

S implementáciou konceptu EVA sú nevyhnutne spojené náklady, ktoré je potrebné plánovať zodpovedne a v súlade s rozpočtovými možnosťami podniku. V prípade analyzovanej spoločnosti je výhodou, že disponuje dostatočnými finančnými prostriedkami, čím sa minimalizuje riziko meškania projektu z dôvodu financovania.

Najvýznamnejšou nákladovou položkou bude školenie implementačného tímu, ktoré zabezpečí externý odborník z poradenskej spoločnosti. Odhadované náklady na toto

školenie predstavujú 90 000 Kč. Táto suma môže byť navýšená v prípade potreby predĺženia školenia alebo rozšírenia jeho rozsahu o dodatočné konzultácie.

Interné školenie ostatných zamestnancov bude prebiehať v réžii členov projektového tímu, čo umožní čiastočnú úsporu nákladov. Každý člen preškolí jednu z piatich skupín zamestnancov v rozsahu štyroch hodín. Táto aktivita si vyžiada 10 200 Kč na ušlých mzdových nákladoch členov tímu. Pri výpočte sa vychádzalo z priemernej hodinovej mzdy členov tímu 510 Kč. Samotné školenie implementačného tímu v rozsahu 30 hodín predstavuje 76 500 Kč na ušlých mzdových nákladoch.

Rovnako treba počítať aj s nákladmi na vedenie. Úvodná prezentácia konateľom zaberie približne tri hodiny. Pri hodinovej mzde 700 Kč a štyroch osobách ide o sumu 8 400 Kč.

Doplňujúce náklady, ako sú tlačené alebo digitálne materiály, občerstvenie počas školení a ďalšie organizačné výdavky, sú predbežne stanovené na 5 000 Kč.

V tabuľke 42 je uvedený prehľad očakávaných nákladov spojených s implementáciou.

Na začiatku implementácie sa počíta s využitím existujúceho softwaru (Microsoft Excel, Power BI a ďalšie), preto nie sú do odhadovaných nákladov zahrnuté aj náklady na rozšírenie informačného systému.

Tabuľka 42: Odhadované náklady EVA

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Položka nákladov	Čiastka v Kč
Školenie implementačného tímu	90 000
Školenie ostatných zamestnancov – interné	10 200
Mzda členov implementačného tímu – pri školení	76 500
Mzda konateľov	8 400
Ostatné náklady	5 000
Celkové náklady	190 100

Uvedené náklady predstavujú orientačný odhad, ktorý slúži na vytvorenie predstavy finančnej náročnosti implementácie konceptu EVA. Pri realizácii sa môžu náklady meniť v závislosti od priebehu implementácie, rozsahu externých služieb či potreby dodatočných školení alebo rozšírenia informačného systému. Preto je vhodné počítať s určitou finančnou rezervou.

Riziká implementácie EVA

Zavedenie konceptu EVA do riadenia podniku so sebou okrem prínosov prináša aj určité riziká, ktoré môžu prejavíť v rôznych fázach implementácie a môžu mať negatívny dopad na efektivitu celého systému. Z tohto dôvodu je nevyhnutné venovať im pozornosť už v plánovacej fáze, aby s nimi bolo vedenie riadne oboznámené.

Jedno z najvýraznejších rizík sa spája s komplexnosťou výpočtu EVA, ktorý si vyžaduje špecifické úpravy účtovných výkazov, dôkladnú analýzu a správnu interpretáciu výsledkov. V prípade nedostatku odborných znalostí a nepochopeniu konceptu EVA môže dôjsť k chybám, ktoré skreslia výstupy a znížia dôveryhodnosť celého konceptu. Z tohto dôvodu je potrebné venovať školeniam významnú pozornosť.

Významnú kategóriu rizík predstavujú faktory spojené s ľudským správaním a organizačnou kultúrou. EVA zavádza nový spôsob myslenia, ktorý môže byť v rozpore s doterajšími návykmi zameranými na tradičné ukazovatele, ako sú zisk, tržby alebo ROE. Ak nie je táto zmena dostatočne odkomunikovaná a vysvetlená, hrozí neprijatie tejto zmeny či vznik odporu k nej. To sa môže časom prejavíť pasivitou jednotlivcov. Nepriaznivým výsledkom by bolo iba formálne prijatie konceptu bez reálneho využitia.

Organizačným rizikom môže byť neprimerané nastavenie bonusového systému. Ak systém odmeňovania nie je správne prepojený s výstupmi EVA, napríklad neberie do úvahy externé vplyvy, môže pôsobiť demotivačne. Rovnako dôležité je zaistiť, aby bol bonusový systém vnímaný ako spravodlivý, inak môže dôjsť k napätiu medzi zamestnancami a vedením.

ZÁVER

Hlavný cieľom diplomovej práce bolo vytvoriť návrh implementácie konceptu ekonomickej pridanej hodnoty pre meranie a riadenie finančnej výkonnosti vybraného podniku.

V teoretickej časti bola spracovaná rešerš odbornej literatúry týkajúcej sa problematiky hodnotenia výkonnosti podniku. Pozornosť bola venovaná vývoju prístupov k meraniu výkonnosti, klasickým ukazovateľom, ich výhodám a nedostatkom, ako aj moderným ukazovateľom, ktoré sa snažia reflektovať ekonomickú realitu podniku. Najväčší dôraz bol kladený na ekonomickú pridanú hodnotu, a to vrátane jej výpočtových postupov, praktického využitia a odporúčaní k implementácii do podnikového riadenia. Teoretická časť tak vytvorila odborný rámec pre nadväzujúcu analýzu a návrhovú časť práce.

Analytická časť bola zameraná na zhodnotenie súčasného stavu vybraného podniku prostredníctvom strategickej a finančnej analýzy. V úvode tejto časti bol vybraný podnik charakterizovaný. Strategická analýza využíva PEST analýzu a Porterov model piatich síl. Finančná analýza sa sústredila na hodnotenie vývoja základných ukazovateľov likvidity, rentability, zadlženosti a aktivity v období rokov 2019 až 2023. Výsledky boli porovnané s odvetvovými priemermi na základe údajov Ministerstva priemyslu a obchodu ČR. Súčasťou hodnotenia bol aj výpočet Altmanovho Z-skóre a rozklad ukazovateľa rentability vlastného kapitálu. Výsledky analytickej časti poukázali na viaceré slabé miesta v tradičnom prístupe k hodnoteniu výkonnosti a otvorili priestor pre aplikáciu modernejších nástrojov, ako je ekonomická pridaná hodnota.

Návrhová časť nadviazala na zistenia z predchádzajúcej časti a bola zameraná na praktickú aplikáciu konceptu ekonomickej pridanej hodnoty. V rámci výpočtu ekonomickej pridanej hodnoty boli vykonané úpravy účtovných výkazov podniku s cieľom vymedziť čisté operatívne aktíva a čistý operatívny zisk. Ďalej boli stanovené priemerné vážené náklady na kapitál. Ekonomická pridaná hodnota bola následne vypočítaná v dvoch variantoch, a to podľa účtovného a ekonomického modelu. Porovnanie výsledkov týchto dvoch prístupov ukázalo na potrebu úpravy účtovných dát tak, aby poskytli dôveryhodnejší obraz o reálnej ekonomickej situácii podniku, pretože účtovný model ekonomickú pridanú hodnotu výrazne podhodnocoval. Prínosné bolo aj

uplatnenie pyramídového rozkladu ekonomickej pridanej hodnoty, ktorý umožnil identifikovať hlavné faktory ovplyvňujúce výkonnosť podniku.

Záver návrhovej časti tvorí návrh implementácie ekonomickej pridanej hodnoty do riadenia finančnej výkonnosti podniku. Implementácia bola navrhnutá prostredníctvom štruktúrovaného rámca 4M. Súčasťou návrhu bolo stanovenie krokov, vytvorenie implementačného tímu, návrh časového harmonogramu, návrh školení zamestnancov a vypracovanie motivačného systému naviazaného na vývoj ekonomickej pridanej hodnoty. Rovnako boli zhodnotené očakávané prínosy, náklady a potenciálne riziká, ktoré môžu zavedenie tohto konceptu sprevádzať.

Z kľúčových zistení vyplynulo, že tradičné ukazovatele, ktoré podnik bežne sleduje, neposkytujú úplný obraz o skutočnej tvorbe hodnoty. Hoci bol čistý zisk v roku 2023 pozitívny, výpočet ekonomickej pridanej hodnoty podľa ekonomického modelu ukázal, že podnik pre svojich vlastníkov hodnotu nevytváral, naopak dochádzalo k jej znižovaniu. Tento rozdiel medzi účtovným ziskom a ekonomickou realitou tak potvrdil potrebu zmeny prístupu k hodnoteniu výkonnosti a poukázal na význam modernejších ukazovateľov, akým je práve ekonomická pridaná hodnota. Zavedenie tohto ukazovateľa by zároveň podporilo dlhodobý strategický cieľ podniku zameraný na tvorbu pridanej hodnoty.

Tieto zistenia potvrdzujú opodstatnenosť implementácie navrhovaného konceptu do praxe podniku. Na základe zhrnutia jednotlivých častí práce je možné dospieť k záveru, že všetky stanovené čiastkové ciele boli splnené. Tým možno konštatovať, že cieľ vytvoriť návrh implementácie konceptu ekonomickej pridanej hodnoty do riadenia finančnej výkonnosti podniku bol naplnený.

ZOZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮV

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2025a. *Prognóza ČNB – zima 2025: Tabulka klíčových makroekonomických indikátorů – zima 2025*. Online. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>. [cit. 2025-04-18]

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2025b. *Prognóza ČNB – zima 2025*. Online. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>. [cit. 2025-04-18]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2023a. *Základní tendence demografického, sociálního a ekonomického vývoje Pardubického kraje 2023*. Online. Pardubice: Krajská správa Českého statistického úřadu. 31.10.2024. Dostupné z: <https://csu.gov.cz/docs/107508/07be7509-7ed6-5489-42a6-a66dc769eb5d/33013024.pdf?version=1.6>. [cit. 2025-03-15]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2023b. *Základní tendence demografického, sociálního a ekonomického vývoje kraje Vysočina 2023*. Online. Jihlava: Krajská správa Českého statistického úřadu. 31.10.2024. Dostupné z: <https://csu.gov.cz/docs/107508/5e9fdc63-17a9-b098-511e-ad4a51574a36/33013224.pdf?version=1.9>. [cit. 2025-03-15]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2024a. *Statistická ročenka Pardubického kraje 2024*. Online. Pardubice: Krajská správa Českého statistického úřadu. 19.12.2024. Dostupné z: <https://csu.gov.cz/docs/107508/1f65b65f-df12-6a14-00c0-37dd480c19ba/33009224.pdf?version=1.3>. [cit. 2025-03-15]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2024b. *Statistická ročenka kraje Vysočina 2024*. Online. Jihlava: Krajská správa Českého statistického úřadu. 19.12.2024. Dostupné z: <https://csu.gov.cz/docs/107508/5af37ca8-a5cd-0734-57de-ed1b9af2f267/33009524.pdf?version=1.3>. [cit. 2025-03-15]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2025a. *Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE platná od 1. 1. 2008*. Online. Český statistický úřad (ČSÚ). Dostupné z: <https://csu.gov.cz/klasifikace-ekonomicky-ch-cinnosti-cz-nace-platna-od-1-1-2008>. [cit. 2025-03-13].

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2025b. *Veřejná databáze: Index průmyslové produkce: odvětvová data očištěná od kalendářních vlivů (oddíly CZ-NACE)*. Online. Dostupné z:

https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=2544&katalog=30835&pvo=PRU11-E&pvo=PRU11-E&str=v163&c=v3~8__RP2024#w=. [cit. 2025-04-18]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2025c. *Veřejná databáze: Tvorba hrubého fixního kapitálu podle odvětví*. Online. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=30832&pvo=NUCD03-FIX&str=v177>. [cit. 2025-04-18]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2025d. *Inflace – druhy, definice, tabulky*. Online. Dostupné z: https://csu.gov.cz/mira_inflace. [cit. 2025-04-18]

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2025e. *Veřejná databáze: Obecná míra nezaměstnanosti v regionech soudržnosti a krajích - roční průměr*. Online. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=30853&pvo=ZAM06&str=v95#w=>. [cit. 2025-04-18]

DAMODARAN ONLINE, 2025. *Data: Archives*. Online. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html. [cit. 2025-04-30]

EUROSTAT, 2025. *European data: Tvorba hrubého fixního kapitálu, objemy*. Online. Dostupné z: <https://data.europa.eu/data/datasets/owgamea918jlv3dza51pkw?locale=cs>. [cit. 2025-04-18]

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar a Petr JANEČEK, 2023. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 3. přepracované a rozšířené vydání. Expert. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3722-0.

KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTÉS, 2017. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků: v teorii a praxi malých a středních podniků*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0680-6.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. C.H. Beck pro praxi. Praha: C.H. Beck. ISBN 80-717-9529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ, Karel ŠTEKER, 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Prosperita firmy. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0563-2.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota : tržní přidaná hodnota*. 2. vydání. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍK, Miloš, 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2020. *Makroekonomická predikce – září 2020*. Online. Praha: Oddělení Makroekonomické predikce a strukturální politiky. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/makroekonomicka-predikce-zari-2020-39418>. [cit. 2025-04-18]

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2024. *Makroekonomická predikce – srpen 2024*. Online. Praha: Oddělení Makroekonomické predikce a strukturální politiky. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-srpen-2024-56806>. [cit. 2025-04-30]

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2025. *Makroekonomická predikce – duben 2025*. Online. Praha: Oddělení Makroekonomické predikce a strukturální politiky. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2025/makroekonomicka-predikce-duben-2025-59451>. [cit. 2025-04-18]

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČESKÉ REPUBLIKY, 2024a. *Portál statistik MPO: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR*. Online. Dostupné z: <https://portal-statistik.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>. [cit. 2025-04-19]

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČESKÉ REPUBLIKY, 2024b. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA*. Online. Dostupné z: <https://mpo.gov.cz/cz/rozcestnik/analyticke-%20materialy-a>

statistiky/benchmarkingovy-diagnosticky-system-financnich-indikatoru-%20infa--30195/. [cit. 2025-04-30]

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY, 2025. *Výpis z obchodního rejstříku*. Online. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik> [cit. 2025-03-13]

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 3. vydání. Prosperita firmy. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3158-2.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vydání. Praha: Linde. ISBN 978-80-7201-872-7.

REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2005. *Finanční management. 1. díl. Studijní text pro kombinovanou formu studia*. 3. aktualizované a rozšířené vydání. Brno: CERM. ISBN 80-214-3035-4.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel, BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2. přepracované a doplněné vydání C.H. Beck pro praxi. V Praze: C.H. Beck. ISBN 80-717-9367-1.

SUCHÁNEK, Petr, Maria KRÁLOVÁ, Peter MARINIČ, Jana POKORNÁ, Martina REŠLOVÁ, Jiří RICHTER, Milan SEDLÁČEK, 2013. *Vliv kvality na výkonnost a konkurenceschopnost podniku*. 1. vydání. Brno: Masarykova univerzita. ISBN 978-80-210-6627-4.

VÁCHAL, Jan, Marek VOCHOZKA a kolektiv, 2013. *Podnikové řízení*. 3. vydání. Finanční řízení. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4642-5.

VOCHOZKA, Marek a kolektiv, 2021. *Finance podniku: komplexní pojetí*. 3. vydání. Finanční řízení. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3267-6.

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Finanční řízení. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3647-1.

VÝROČNÉ SPRÁVY XYZ s.r.o. 2019 – 2023

ZOZNAM POUŽITÝCH SKRATIEK

β	Beta koeficient
C	Capital (Celkový kapitál)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Model oceňovania kapitálových aktív)
CFROI	Cash Flow Return on Investment (Rentabilita investícií založená na cash flow)
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČPP	Čisté pohotovité prostriedky
ČSÚ	Český statistický úřad
D	Debt (Cudzí spolplatnený kapitál)
DCF	Discounted Cash Flow (Diskontované peňažné toky)
E	Equity (Vlastný kapitál)
EAT	Earnings After Taxes (Čistý zisk)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Zisk pred úrokmi a zdanením)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Zisk pred úrokmi, zdanením, depreciáciou a amortizáciou)
EBT	Earnings Before Taxes (Zisk pred zdanením)
EVA	Economic Value Added (Ekonomická pridaná hodnota)
FCF	Free Cash Flow (Voľné peňažné toky)
g	Miera rastu dividend
IPP	Index priemyselnej produkcie
IRR	Internal Rate of Return (Vnútorne výnosové percento)
KFM	Krátkodobý finančný majetok

MPO	Ministerstvo priemyslu a obchodu
MVA	Market Value Added (Trhová pridaná hodnota)
NOA	Net Operating Assets (Čisté operatívne aktíva)
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes (Čistý zisk z operatívnej činnosti)
NPV	Net Present Value (Čistá súčasná hodnota)
OA	Obežné aktíva
PH	Pridaná hodnota
PP	Peňažné prostriedky
r_d	Náklady na cudzí kapitál
r_e	Náklady na vlastný kapitál
r_f	Bezriziková výnosnosť
$r_{FINSTAB}$	Riziková prirážka za finančnú stabilitu
$r_{FINSTRU}$	Riziková prirážka za finančnú štruktúru
r_{LA}	Riziková prirážka za veľkosť podniku
r_m	Očakávaná trhová výnosnosť
ROA	Return on Assets (Rentabilita aktív)
ROE	Return on Equity (Rentabilita vlastného kapitálu)
ROI	Return on Investment (Rentabilita investovaného kapitálu)
RONA	Return on Net Assets (Rentabilita čistých operatívnych aktív)
ROS	Return on Sales (Rentabilita tržieb)
r_{POD}	Prirážka za podnikateľské riziko
SVA	Shareholder Value Added (Pridaná hodnota pre akcionárov)
UM	Úroková miera
UZ	Úplatné zdroje

VH	Výsledok hospodárenia
VK	Vlastný kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Priemerné vážené náklady kapitálu)

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1: Vývoj prístupov k meraniu výkonnosti.....	5
Tabuľka 2: Vývoj počtu zamestnancov spoločnosti XYZ s.r.o.....	41
Tabuľka 3: Počty absolventov a študentov súvisiacich odborov v Pardubickom kraji a kraji Vysočina	49
Tabuľka 4: Vývoj výsledku hospodárenia v období 2019 – 2023	54
Tabuľka 5: Ukazovatele likvidity podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023.....	55
Tabuľka 6: Ukazovatele likvidity odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023	56
Tabuľka 7: Ukazovatele zadlženosti podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023	57
Tabuľka 8: Ukazovatele zadlženosti odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023	57
Tabuľka 9: Ukazovatele rentability podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023	58
Tabuľka 10: Ukazovatele rentability odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023	58
Tabuľka 11: Ukazovatele aktivity podniku XYZ s.r.o. v období 2019 – 2023	59
Tabuľka 12: Ukazovatele aktivity odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023.....	59
Tabuľka 13: Výpočet Z-skóre v období 2019 – 2023.....	62
Tabuľka 14: Aktivácia nákladov na vývoj.....	67
Tabuľka 15: Vylúčenie dlhodobého finančného majetku.....	68
Tabuľka 16: Vylúčenie nedokončeného dlhodobého majetku	68
Tabuľka 17: Vylúčenie časti peňažných prostriedkov.....	69
Tabuľka 18: Vylúčenie dlhodobých pohľadávok	70
Tabuľka 19: Výpočet neúročeného cudzieho kapitálu	70
Tabuľka 20: Výpočet NOA	71
Tabuľka 21: Upravená majetková štruktúra	71
Tabuľka 22: Upravená finančná štruktúra	72
Tabuľka 23: Vylúčenie nákladov na vývoj.....	73

Tabuľka 24: Vylúčenie VH z predaja DM a materiálu.....	73
Tabuľka 25: Vylúčenie iných prevádzkových výnosov a nákladov.....	74
Tabuľka 26: Vylúčenie predaja DFM.....	74
Tabuľka 27: Vylúčenie výnosov z podielu v NF.....	74
Tabuľka 28: Vylúčenie výnosových úrokov.....	74
Tabuľka 29: Vylúčenie VH z ostatných finančných výnosov a nákladov.....	75
Tabuľka 30: Úprava VH pred zdanením pre účely výpočtu NOPAT.....	75
Tabuľka 31: Výpočet NOPAT.....	76
Tabuľka 32: Stanovenie nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu CAPM.....	77
Tabuľka 33: Stanovenie nákladov na kapitál pomocou stavebnicového modelu.....	78
Tabuľka 34: Priemerná rentabilita v odvetví 28.9.....	79
Tabuľka 35: Stanovenie priemerných nákladov na vlastný kapitál.....	80
Tabuľka 36: Stanovenie priemerných vážených nákladov na kapitál.....	80
Tabuľka 37: Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty – ekonomický model.....	81
Tabuľka 38: Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty – účtovný model.....	82
Tabuľka 39: Bonusový systém XY z minulých hodnôt EVA.....	94
Tabuľka 40: Možný vývoj bonusového systému pri kladných hodnotách EVA.....	94
Tabuľka 41: Časový harmonogram implementácie EVA.....	95
Tabuľka 42: Odhadované náklady EVA.....	97

ZOZNAM GRAFOV

Graf 1: Vývoj reálneho HDP v stálych cenách.....	43
Graf 2: Vývoj priemyselnej produkcie – Spracovateľský priemysel a Výroba strojov a zariadení.....	44
Graf 3: Vývoj investícií v celej Českej republike a spracovateľskom priemysle.....	45
Graf 4: Vývoj inflácie v Českej republike.....	46
Graf 5: Vývoj menového kurzu CZK/EUR.....	46
Graf 6: Vývoj úrokových sadzieb v Českej republike.....	47
Graf 7: Vývoj miery nezamestnanosti v ČR a regiónoch pôsobenia spoločnosti.....	48
Graf 8: Porovnanie pracovnej sily podľa vzdelania v Pardubickom kraji a kraji Vysočina.....	50
Graf 9: Vývoj tržieb a čistého obratu v období 2019 – 2023.....	53
Graf 10: Vývoj výsledku hospodárenia v období 2019 – 2023.....	54
Graf 11: Vývoj ukazovateľov likvidity podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023.....	56
Graf 12: Vývoj ukazovateľov rentability podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023.....	59
Graf 13: Vývoj doby obratu zásob podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9 v období 2019 – 2023.....	61
Graf 14: Vývoj doby obratu pohľadávok a záväzkov podniku XYZ s.r.o. a odvetvia 28.9.....	62
Graf 15: Vývoj Z-skóre podniku XYZ s.r.o. v období 2019-2023.....	63
Graf 16: Porovnanie výsledných hodnôt EVA podľa ekonomického a účtovného modelu.....	83

ZOZNAM OBRÁZKOV

Obrázok 1: Rozklad ukazovateľa ROE.....	64
Obrázok 2: Rozklad ukazovateľa EVA	83
Obrázok 3: Rozklad ukazovateľa rentability čistých operatívnych aktív (RONA).....	84
Obrázok 4: Rozklad ukazovateľa rentability tržieb (NOPAT/T)	85
Obrázok 5: Rozklad obratu investovaného kapitálu (T/C)	85
Obrázok 6: Rozklad celkového kapitálu	86
Obrázok 7: Rozklad WACC	86
Obrázok 8: Príklad rozdelenia sledovaných ukazovateľov príslušnými oddeleniami....	91

ZOZNAM PRÍLOH

Príloha 1: Aktíva spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč	I
Príloha 2: Pasíva spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč	II
Príloha 3: Výkaz ziskov a strát spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč	III

Príloha 1: Aktíva spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč

Aktíva spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč					
Obdobie	2019	2020	2021	2022	2023
AKTÍVA CELKOM	576 670	599 973	638 126	696 471	694 264
Dlhodobý majetok	178 472	172 301	201 168	251 492	305 020
Dlhodobý nehmotný majetok	177	125	180	92	337
<i>Software</i>	177	125	180	92	302
<i>Nedokončený dlhodobý nehmotný majetok</i>	0	0	0	0	35
Dlhodobý hmotný majetok	177 911	171 792	173 742	211 524	250 646
<i>Pozemky</i>	16 184	17 779	22 925	25 788	27 201
<i>Stavby</i>	115 073	115 988	117 032	134 169	173 851
<i>Hmotné hnuiteľné veci a ich súbory</i>	43 686	36 014	30 711	28 990	43 715
<i>Nedokončený dlhodobý hmotný majetok</i>	2 968	2 011	3 074	22 577	5 879
Dlhodobý finančný majetok	384	384	27 246	39 876	54 037
<i>Podiely - ovládaná alebo ovládajúca osoba</i>	374	374	444	449	30 449
<i>Pôžičky a úvery - ovládaná alebo ovládajúca osoba</i>	0	0	19 298	36 997	21 097
<i>Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely</i>	0	0	7 494	2 420	2 481
<i>Iný dlhodobý finančný majetok</i>	10	10	10	10	10
Obežné aktíva	396 147	427 594	436 940	444 029	386 555
Zásoby	144 703	153 843	151 271	203 567	206 895
<i>Materiál</i>	20 090	20 423	28 280	39 637	36 698
<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	77 269	78 254	75 405	115 009	125 552
<i>Výrobky</i>	47 027	53 773	47 393	48 635	44 632
<i>Zboží</i>	317	1 393	193	286	13
Pohľadávky	62 502	82 711	92 681	78 085	95 532
<i>Dlhodobé pohľadávky</i>	0	8 670	6 750	6 197	1 617
<i>- Pohľadávky z OV</i>	0	8 670	6 750	6 197	1 617
<i>Krátkodobé pohľadávky</i>	62 502	74 041	85 931	71 888	93 915
<i>- Pohľadávky z OV</i>	58 648	48 992	69 641	64 534	85 923
<i>- Štát - daňové pohľadávky</i>	677	7 600	3 134	4 597	3 978
<i>- Krátkodobé poskytnuté zálohy</i>	318	592	1 323	556	1 331
<i>- Dohadné účty aktívne</i>	0	0	0	103	472
<i>- Iné pohľadávky</i>	2 859	16 857	11 833	2 098	2 211
Krátkodobý finančný majetok	0	0	0	0	0
Peňažné prostriedky	188 942	191 040	192 988	162 377	84 128
<i>Peňažné prostriedky v hotovosti</i>	104	226	118	149	98
<i>Peňažné prostriedky na účtoch</i>	188 838	190 814	192 870	162 228	84 030
Časové rozlíšenie aktív	2 051	78	18	950	2 689
Náklady budúcich období	2 050	71	18	950	2 689
Príjmy budúcich období	1	7	0	0	0

Príloha 2: Pasíva spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč

Pasíva spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč					
Obdobie	2019	2020	2021	2022	2023
PASÍVA CELKOM	576 670	599 973	638 126	696 471	694 264
Vlastný kapitál	514 042	535 120	566 097	592 571	601 646
Základný kapitál	100	100	100	100	100
Ážio a kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy zo zisku	0	0	0	0	0
Výsledok hospodárenia minulých rokov	461 827	513 942	535 020	563 997	592 471
Výsledok hospodárenia bežného účtovného obdobia	52 115	21 078	30 977	28 474	9 075
Cudzíe zdroje	62 544	64 802	71 943	103 854	92 577
Rezervy	0	0	0	0	0
Závazky	62 544	64 802	71 943	103 854	92 577
<i>Dlhodobé záväzky</i>	<i>8 154</i>	<i>8 595</i>	<i>8 607</i>	<i>8 588</i>	<i>7 812</i>
– <i>Odložený daňový záväzok</i>	<i>8 154</i>	<i>8 595</i>	<i>8 607</i>	<i>8 438</i>	<i>7 662</i>
– <i>Iné záväzky</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>150</i>	<i>150</i>
<i>Krátkodobé záväzky</i>	<i>54 390</i>	<i>56 207</i>	<i>63 336</i>	<i>95 266</i>	<i>84 765</i>
– <i>Závazky z OV</i>	<i>43 569</i>	<i>44 580</i>	<i>51 533</i>	<i>54 849</i>	<i>53 614</i>
– <i>Krátkodobé prijaté zálohy</i>	<i>3 836</i>	<i>4 334</i>	<i>3 860</i>	<i>31 743</i>	<i>23 078</i>
– <i>Závazky k zamestnancom</i>	<i>3 959</i>	<i>3 975</i>	<i>4 575</i>	<i>5 132</i>	<i>4 906</i>
– <i>Závazky zo sociálneho zabezpečenia a zdravotného poistenia</i>	<i>2 325</i>	<i>2 325</i>	<i>2 468</i>	<i>2 801</i>	<i>2 623</i>
– <i>Štát - daňové záväzky</i>	<i>691</i>	<i>632</i>	<i>388</i>	<i>442</i>	<i>382</i>
– <i>Dohadné účty pasívne</i>	<i>10</i>	<i>361</i>	<i>487</i>	<i>288</i>	<i>78</i>
– <i>Iné záväzky</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>25</i>	<i>11</i>	<i>84</i>
Časové rozlíšenie pasív	84	51	86	46	41
Výdavky budúcich období	84	51	86	46	41

Príloha 3: Výkaz ziskov a strát spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč

Výkaz ziskov a strát spoločnosti XYZ s.r.o. v tis. Kč					
Obdobie	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby z predaja výrobkov a služieb	262 423	200 130	246 427	211 874	214 826
Tržby za predaj tovaru	0	101	1 106	0	251
Výkonová spotreba	110 030	91 079	92 254	114 897	97 115
<i>Náklady na predaný tovar</i>	0	125	1 200	146	80
<i>Spotreba materiálu a energie</i>	66 113	62 500	61 217	76 199	61 183
<i>Služby</i>	43 917	28 454	29 837	38 552	35 852
Zmena stavu zásob vlastnej činnosti (+/-)	-9 098	-10 007	7 032	-41 845	-6 786
Aktivácia (-)	0	0	0	0	0
Osobné náklady	91 971	84 308	95 146	103 723	105 852
<i>Mzdové náklady</i>	67 301	61 783	70 206	76 493	77 918
<i>Náklady na sociálne zabezpečenie a zdravotné poistenie</i>	22 532	20 619	23 113	25 230	25 757
<i>Ostatné náklady</i>	2 138	1 906	1 827	2 000	2 177
Úpravy hodnôt v prevádzkovej oblasti	11 911	12 077	12 310	12 375	14 089
<i>Úpravy hodnôt dlhodobého majetku - trvalé</i>	12 190	12 180	12 393	13 061	14 061
<i>Úpravy hodnôt pohľadávok</i>	-279	-103	-83	-686	28
Ostatné prevádzkové výnosy	2 584	2 157	2 608	3 902	2 545
<i>Tržby z predaného dlhodobého majetku</i>	416	134	268	165	4
<i>Tržby z predaného materiálu</i>	4	0	6	693	220
<i>Iné prevádzkové výnosy</i>	2 164	2 023	2 334	3 044	2 321
Ostatné prevádzkové náklady	5 599	5 118	7 242	3 558	3 587
<i>Zostatková cena predaného dlhodobého majetku</i>	490	0	16	473	821
<i>Predaný materiál</i>	4	0	6	0	0
<i>Dane a poplatky</i>	400	781	590	480	543
<i>Rezervy v prevádzkovej oblasti</i>	0	0	0	0	0
<i>Iné prevádzkové náklady</i>	4 705	4 337	6 630	2 605	2 223
Prevádzkový výsledok hospodárenia	54 594	19 813	36 157	23 068	3 765
Výnosy z dlhodobého finančného majetku - podiely	0	0	0	5 175	0
Náklady vynaložené na predané podiely	0	0	0	5 000	0
Výnosy z ostatného dlhodobého finančného majetku	0	0	75	98	96
Náklady súvisiace s ostatným dlhodobým finančným majetkom	0	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	1 593	1 051	1 247	3 901	3 554
Úpravy hodnôt a rezervy vo finančnej oblasti	0	0	0	0	0
Nákladové úroky a podobné náklady	0	0	0	0	0
Ostatné finančné výnosy	3 326	9 050	5 369	12 396	4 039
Ostatné finančné náklady	3 097	8 323	8 496	10 601	3 155
Finančný výsledok hospodárenia	1 822	1 778	-1 805	5 969	4 534
Výsledok hospodárenia pred zdanením	56 416	21 591	34 352	29 037	8 299
Daň z príjmu	4 301	513	3 375	563	-776
<i>Daň z príjmu splatná</i>	4 269	72	3 362	732	0
<i>Daň z príjmu odložená</i>	32	441	13	-169	-776
Výsledok hospodárenia po zdanení	52 115	21 078	30 977	28 474	9 075
Čistý obrat	269 926	212 489	256 832	237 346	225 311