Projekt hodnocení finanční výkonnosti společnosti APC, s. r. o.

Bc. Miroslava Opatovská
Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: Bc. Miroslava OPATOVSKÁ
Osobní číslo: M10577
Studijní program: N 6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: Finance

Téma práce: Projekt hodnocení finanční výkonnosti společnosti APC, s. r. o.

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Proveďte kritickou literární rešerši a zpracujte poznatky týkající se problematiky hodnocení finanční výkonnosti podniku a nefinančních měřítek výkonnosti.

II. Praktická část

- Charakterizujte společnost APC, s. r. o. a analyzujte vnější a vnitřní podmínky pro hodnocení finanční výkonnosti podniku.

- Analyzujte finanční výkonnost společnosti APC, s. r. o. pomocí tradičních a moderních měřítek.

- Na základě předchozí analýzy navrhněte vhodnou koncepci pro měření finanční výkonnosti v společnosti APC, s. r. o.

Závěr
Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:


Vedoucí diplomové práce: Mgr. Miroslav Chodur, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 26. března 2012
Termín odevzdání diplomové práce: 2. května 2012

Ve Zlíně dne 26. března 2012

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu
PROHLÁŠENÍ AUTORA
DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdádaní diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;

- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,

- na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;

- podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

---

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

1. Vysoká škola nevykládá vůči učňům, včetně pracovních, soudních a výukařských prací, které probíhají obhajoba, včetně posudků na výsledek obhajoby v prostředí ústního procesu.

2. Případ, kdy věc je zveřejněna před prací nezakládající obhajoby, musí být těžen ve smyslu právního předpisu § 21 odst. 3 žákům v obhajobě obhajoby.

3. Platí, že odevzdádaní práce autora odeslal se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

---

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

(1) Do práva autorského se nezakládá vůči obhajobě obhajoby, sčítá-li se učním právem prvého nebo druhého hospodářského nebo obchodního příslušného k výuce nebo v praxi potřebné dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školnímu či vzdělávacímu zařízení (školního dílo).

---

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

(1) Škola nebo školní dílo vzdělávací zařízení má za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpovídající autor takového díla udati svoji osoby domácí zahraničního cestovního výběru ke vzniku u soudu. Úhrnno žádání § 35 odst. 3 zásadně nedočteno.
• podle § 604 odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);

• pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

• jsem diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;

• odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahrána do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně \[23.\text{C.}4.\ \underline{2c:12}\]
ABSTRAKT
Cieľom mojej diplomovej práce je spracovať informačnú základňu k problematike merania a hodnotenia finančnej výkonnosti podniku, zhodnotiť finančnú výkonnosť spoločnosti APC v rokoch 2005 až 2011 a navrhnúť vhodnú koncepciu pre meranie a hodnotenie jej finančnej výkonnosti. Prvá časť práce obsahuje teoretické východiská týkajúce sa problematiky merania a hodnotenia finančnej výkonnosti podniku. V druhej časti práce je vykonaná analýza a zhodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti APC pomocou vybraných tradičných a moderných ukazovateľov a následne je navrhnutá konkrétna koncepcia pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti tejto spoločnosti.

Klíčová slova: Výkonnosť podniku, value based management, generátory hodnoty, tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti, moderné ukazovatele finančnej výkonnosti, EVA, CFROI, CROGA, Balanced Scorecard

ABSTRACT
The aim of my diploma thesis is to process the information base on the issue of measuring and assessing the financial performance of the company, assess the financial performance of APC in the years 2005 to 2011 and suggest a suitable approach for measuring and evaluating its financial performance. The first part contains the theoretical basis for the problems of measuring and assessing the financial performance of the company. The second part is an analysis and assessment of the financial performance of APC by selected traditional and modern indicators and, consequently a concrete concept is designed to measure and evaluate the financial performance of this company.

Keywords: business performance, value based management, value drivers, traditional financial performance indicators, modern financial performance indicators, EVA, CFROI, CROGA, Balanced Scorecard
Na tomto mieste by som rada poďakovala vedúcemu mojej diplomovej práce Mgr. Miroslavovi Chodúrovi, Ph. D. za odborné vedenie a cenné rady a pripomienky pri spracovaní mojej práce.

Moje poďakovanie patrí tiež spoločnosti APC, s. r. o. za umožnenie spracovania tejto práce a za poskytnutie potrebných podkladov.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.
OBSAH

ÚVOD .................................................................................................................................................. 11
1 TEORETICKÁ ČÁST .................................................................................................................. 13
  1 VÝKONNOSŤ PODNIKU .................................................................................................. 14
    1.1 VALUE BASED MANAGEMENT ........................................................................ 14
    1.2 VALUE DRIVERS ................................................................................................. 16
    1.3 KритÉRIUM VÝKONNOSTI PODNIKU ............................................................. 17
    1.4 SPÔSOBY HODNOTENIA VÝKONNOSTI PODNIKU ........................................... 18
2 TRADIČNÉ UKAZOVATELE MERANIA FINANČNEJ VÝKONNOSTI .................................................................................................................. 21
  2.1 UKAZOVATELE ZISKU .............................................................................................. 21
  2.2 UKAZOVATELE CASH FLOW .................................................................................. 21
  2.3 UKAZOVATELE RENTABILITY ................................................................................. 22
  2.4 VyužitIE FINANČNEJ ANALÝZY PRE HODNOTENIE FINANČNEJ VÝKONNOSTI PODNIKU ........................................................................................................................................ 24
  2.5 SLABÉ STRÁNKY TRADIČNÝCH UKAZOVATEĽOV MERANIA FINANČNEJ VÝKONNOSTI ........................................................................................................................................ 24
3 MODERNÉ UKAZOVATELE MERANIA FINANČNEJ VÝKONNOSTI .................................................................................................................. 26
  3.1 EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA – EVA (ECONOMIC VALUE ADDED) ............... 26
    3.1.1 Účtovný model ukazovateľa EVA ...................................................................... 27
    3.1.2 Ekonómický model ukazovateľa EVA ............................................................... 28
        3.1.2.1 Výpočet čistých operatívnych aktiv (NOA) .................................................. 28
        3.1.2.2 Výpočet čistého operatívneho zisku (NOPAT) ........................................ 32
        3.1.2.3 Výpočet nákladov kapitálu ....................................................................... 33
    3.1.3 VyužitIE ukazovateľa EVA .................................................................................. 34
    3.1.4 Silné a slabé stránky ukazovateľa EVA .............................................................. 35
  3.2 DISKONTOVANÉ CASH FLOW – DCF (DISCOUNTED CASH FLOW) .................. 36
  3.3 TRZNÁ PRIDANÁ HODNOTA – MVA (MARKET VALUE ADDED) ......................... 37
  3.4 EXCESS RETURN ....................................................................................................... 38
  3.5 TOTAL SHAREHOLDER RETURN – TSR .............................................................. 39
  3.6 SHAREHOLDER VALUE ADDED – SVA .............................................................. 40
  3.7 CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI) ............................................ 41
  3.8 CASH RETURN ON GROSS ASSETS (CROGA) ................................................... 43
  3.9 POROVNANIE MODERNÝCH UKAZOVATEĽOV MERANIA FINANČNEJ VÝKONNOSTI ........................................................................................................................................ 44
4 NEFINANČNÉ UKAZOVATELE MERANIA PODNIKOVEJ VÝKONNOSTI .................................................................................................................. 45
  4.1 BALANCED SCORECARD ............................................................................................... 46
    4.1.1 Finančná perspektíva ......................................................................................... 48
    4.1.2 Zákaznícka perspektíva ...................................................................................... 48
    4.1.3 Perspektíva interných podnikových procesov .................................................... 49
    4.1.4 Perspektíva učenia sa a rastu .............................................................................. 49
    4.1.5 Prínosy koncepcie BSC ..................................................................................... 50
4.2 EURÓPSKY MODEL EFQM ................................................................. 50
4.2.1 Prínosy modelu EFQM ................................................................. 51
II PRAKTICKÁ ČÁST .............................................................................. 52
5 ZÁKLADNÉ INFORMÁCIE O SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. ............... 53
5.1 ZISKANÉ CERTIFIKÁTY ................................................................. 53
5.2 VÝROBNÝ PROGRAM ..................................................................... 53
5.3 NAJVÁČŠÍ ZÁKAZNÍCI ................................................................. 54
5.4 VÝVOJ POČTU ZAMESTNANCOV .................................................. 54
5.5 STRATÉGIE A CIELE PODNIKU ...................................................... 55
6 ANALÝZA PROSTREDIA PODNIKU ..................................................... 56
6.1 SWOT ANALÝZA SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. ............................... 56
6.2 PORTEROV MODEL PIATICH SÍL ..................................................... 57
6.2.1 Riziko vstupu potenciálnych konkurentov na trh ......................... 57
6.2.2 Rivalita medzi existujúcimi konkurentmi .................................. 57
6.2.3 Zmluvná síla odborateľov .......................................................... 57
6.2.4 Zmluvná síla dodávateľov ............................................................ 58
6.2.5 Hrozba substitučných výrobkov .................................................. 58
7 ANALÝZA FINANČNEJ VÝKONNOSTI SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. 59
7.1 ÚKAZOVATELE ZISKU ................................................................. 59
7.2 ÚKAZOVATELE CASH FLOW ......................................................... 60
7.3 ÚKAZOVATELE RENTABILITY ....................................................... 62
7.4 ZHRRNUTIE UKAZOVATEĽOV FINANČNEJ ANALÝZY ..................... 63
8 ANALÝZA FINANČNEJ VÝKONNOSTI SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. 71
8.1 EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODnota – EVA (ECONOMIC VALUE ADDED) 71
8.1.1 Ekonomický model ukazovateľa EVA ........................................ 71
8.1.1.1 Výpočet čistých operatívnych aktív (NOA) ............................ 71
8.1.1.2 Výpočet čistého operatívneho zisku (NOPAT) ................. 74
8.1.1.3 Výpočet WACC ................................................................. 76
8.1.1.4 Výpočet ekonomického modelu ukazovateľa EVA ............. 83
8.1.2 Účtovný model ukazovateľa EVA ................................................. 83
8.1.3 Výpočet ukazovateľa RONA a spreadu RONA – WACC ........... 84
8.2 CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI) ......................... 85
8.2.1 Doba ekonomickej životnosti ................................................... 85
8.2.2 Hodnota investície ................................................................. 86
8.2.3 Brutto cash flow ................................................................ 88
8.2.4 Výpočet ukazovateľa CFROI ..................................................... 88
8.2.5 Výpočet CFROIspread .......................................................... 89
8.3 CASH RETURN ON GROSS ASSETS (CROGA) ........................... 91
8.3.1 Výpočet ukazovateľa Cash Return on Inflation-Adjusted Gross Assets (CROGA) ................................................................. 92
9 VYMEDZENIE GENERÁTOROV HODNOTY ..................................... 94
9.1 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA ................................................................. 94
9.2 Čitivostná analýza ukazovateľa EVA................................................................. 97

10 ZHODNOTENIE FINANČNEJ VÝKONNOSTI SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. ................................................................. 99
10.1 Vybrané tradičné ukazovatele merania finančnej výkonnosti ............ 99
10.2 Vybrané moderné ukazovatele merania finančnej výkonnosti ..... 100
10.3 Porovnanie výsledkov vybraných tradičných a moderných
      ukazovateľov ................................................................................................... 102

11 NÁVRH VHODNEJ KONCEPCIE PRE MERANIE A RIADENIE
      FINANČNEJ VÝKONNOSTI SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. .................. 107
11.1 Zhrnutie existujúceho spôsobu merania a hodnotenia finančnej
      výkonnosti v spoločnosti APC, S. R. O. ...................................................... 107
11.2 Požiadavky na navrhovanú koncepciou pre meranie a riadenie
      finančnej výkonnosti .................................................................................... 108
11.3 Návrh konkrétnej koncepcie pre meranie a riadenie finančnej
      výkonnosti v spoločnosti APC, S. R. O. ...................................................... 108
11.4 Vymedzenie zodpovednosti za meranie a hodnotenie finančnej
      výkonnosti .................................................................................................... 111
11.5 Prepojenie finančných a nefinančných ukazovateľov výkonnosti ... 112
      11.5.1 Prepojenie ekonomickej pridané hodnoty s koncepciou Balanced
            Scorecard.................................................................................................... 112
      11.5.2 Stanovenie merítkov a cieľových hodnôt strategických cieľov............. 115
      11.5.3 Stanovenie strategických akcií .............................................................. 116
11.6 Zhodnotenie navrhovanej koncepcie ......................................................... 121
      11.6.1 Prínosy navrhovanej koncepcie ............................................................ 121
      11.6.2 Náklady navrhovanej koncepcie ............................................................ 122
      11.6.3 Riziká súvisiace s navrhovanou koncepciou ........................................ 122
ZÁVĚR ............................................................................................................... 124

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY ......................................................................... 126
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLÔ A ZKRÁTEK ...................................................... 129
SEZNAM OBRÁZKÛ .............................................................................................. 132
SEZNAM TABULEK .............................................................................................. 133
SEZNAM PŘÍLOH ................................................................................................. 135
ÚVOD

Aby podnik dokázal obstáť v dnešných podmienkach ekonomiky a dokázal si udržať svoju pozíciu na trhu, je potrebné, aby sa zaoberal meraním a hodnotením svojej výkonnosti. Množstvo podnikov, najmä menších, však túto činnosť podceňuje a svoju výkonnosť hodnotí iba na základe dosiahnutia plánovaných veličín vo forme zisku, tržieb a podielu na trhu alebo na základe využitia tradičných finančných ukazovateľov. Najvážšou slabinou tohto prístupu je skutočnosť, že hodnotí už realizovaný výkon. Tradičné ukazovatele merania výkonnosti podniku sú teda už v dnešnej dobe nedostatočné a je potrebné ich nahradíť modernými prístupmi, ktoré sa orientujú na hodnotenie finančných aj nefinančných merítok výkonnosti a umožňujú podniku zamerať sa na tvorbu hodnoty. Do popredia sa totiž v súčasnosti v rámci finančného riadenia podniku dostáva Value Based Management, ktorý je založený na neustále zvyšovaní hodnoty podniku pre jeho vlastníkov.

V súčasnosti existuje veľké množstvo prístupov pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti podnikov, avšak žiadny z nich sa nedá považovať za univerzálny. Cieľom mojej diplomovej práce je spracovať základné informácie k problematike merania a hodnotenia finančnej výkonnosti podnikov, objasniť postup pre výpočet vybraných tradičných a moderných ukazovateľov finančnej výkonnosti, následne zhodnotiť finančnú výkonnosť spoločnosti APC a navrhnuť vhodnú koncepciu pre meranie a hodnotenie jej finančnej výkonnosti.

Táto diplomová práca je rozdelená na dve hlavné časti, a to teoretickú a praktickú. Teoretická časť práce je rozdelená do štyroch kapitol a obsahuje teoretické východiská týkajúce sa problematiky merania a hodnotenia finančnej výkonnosti podniku získané z odbornej literatúry. Prvá kapitola je venovaná objasneniu pojmov ako výkonnosť podniku, Value Based Management a Value Drivers, ďalej sa zaobera kritériom výkonnosti a spôsobmi hodnotenia výkonnosti podniku. Druhá kapitola sa zaobera tradičnými ukazovateľmi hodnotenia finančnej výkonnosti podniku, konkrétne ukazovateľmi zisku, cash flow a rentability, popisuje využitie finančnej analýzy pri hodnotení finančnej výkonnosti podniku a uzatvára ju podkapitola venovaná slabým stránkam tradičných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti. Tretia kapitola je venovaná vybraným moderným ukazovateľom hodnotenia finančnej výkonnosti, pričom čitateľa podrobnejšie zoznamuje s jednotlivými modernými ukazovateľmi a postupom pri ich výpočte. Na záver tejto kapitoly je uvedené porovnanie vybraných moderných ukazovateľov hodnotenia finančnej vý-
konnosti. Štvrtá kapitola je zameraná na nefinančné ukazovatele merania podnikovej výkonnosti, pričom sú tu podrobnejšie charakterizované koncepcie Balanced Scorecard a Európsky model EFQM.

Praktická časť práce je rozdelená do šiestich kapitol a obsahuje analýzu a zhodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti APC, s. r. o. a návrh konkrétnej koncepcie pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti. V piatej kapitole je predstavená spoločnosť APC, jej výrobný program, najváčší zákazníci, jej ciele a stratégie. Šiesta kapitola obsahuje analýzu prostredia podniku prostredníctvom SWOT analýzy a Porterovho modelu piatich sôl. Siedma kapitola je venovaná analýze finančnej výkonnosti spoločnosti v rokoch 2005 až 2011 pomocou tradičných ukazovateľov a v ôsmej kapitole je uskutočnána analýza finančnej výkonnosti spoločnosti v týchto rokoch pomocou vybraných moderných ukazovateľov. V deviatej kapitole sú vymedzené generátory hodnoty ukazovateľa EVA prostredníctvom pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA a pomocou citlivostnej analýzy ukazovateľa EVA. Finančná výkonnosť spoločnosti APC je zhodnotená v desiatej kapitole. V poslednej časti práce, v jedenástej kapitole, je spracovaný návrh konkrétnej koncepcie pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti.

Keďže od 01.01.2009 bola v Slovenskej republike zavedená mena Euro, prepočítala som peňažné čiastky z účtovných výkazov pre roky 2005 až 2009 na túto menu konverzným kurzom 30,1260 SKK/EUR pre zabezpečenie porovnatelnosti údajov.
I. TEORETICKÁ ČÁST


1 VÝKONNOSŤ PODNIKU

Pojem výkonnosť podniku sa v súčasnosti využíva v pomerne veľkej miere, avšak obsah tohto pojmu nie je jednoznačne vymedzený.

Fibírová a Šoljaková (2005, s. 7 a 11) využívajú pojem výkonnosť podniku v súvislosti s vymedzením podstaty existencie podniku v tržnom prostredí, jeho úspešnosti a schopnosti prežitia v budúcnosti. Podstatu existencie podniku neoddeliteľne spájajú s transformačným procesom, a teda s procesom premeny vstupov na výstupy s tým, že hodnota výstupu musí byť vyššia ako hodnota vstupu. Môžem teda povedať, že výkonnosť podniku priamo úmerne závisí od efektivnosti transformačného procesu v podniku.

Šulák a Vacík (2003, s. 9) chápu výkonnosť podniku ako schopnosť podniku čo na j ľepšie zhodnotiť vložené investície.

Podľa Pitru (2001, s. 16) je výkonnosť podniku výsledkom organizovanej činnosti konkrétnej ľudí, ktorí spojili svoje sily a prostriedky k dosiahnutiu jasne definovaných cieľov.

Pavelková a Knápková (2009, s. 13) definujú závislosť výkonnosti podniku na miere využitia jeho konkurenčnej výhody.

1.1 Value Based Management

Rast výkonnosti podniku zvyšuje hodnotu podniku. Neustále zvyšovanie výkonnosti podnikov je možno formulovať ako jeden z hlavných cieľov finančného riadenia podniku. (Dluhošová, 2006, s. 14)

Dluhošová (2006, s. 13) charakterizuje finančné riadenie nasledovne: „Finančné riadenie podniku predstavuje dosahovanie rovnováhy medzi finančnou výkonnosťou (rentabilitou), kapitálovou štruktúrou (zadlženostou) a solventnosťou (likviditou)“.

Dluhošová (2006, s. 15) zmieňuje aj novú koncepciu finančného riadenia, ktorá je založená na riadení hodnoty pre vlastníka (Shareholder Value). Túto koncepciu poníma ako koncepciu, ktorá je postavená na modifikovaných finančných ukazovateľoch. Tieto umožňujú lepšie identifikovať procesy a činnosti, ktoré reálne a dlhodobo zvyšujú hodnotu pre vlastníka a taktiež aj celkovú hodnotu daného podniku.

Filozofiou Shareholder Value prístupu je podľa Mariniča (2008, s. 32) návratnosť investovaného kapitálu (ROI), pričom sa tu porovnáva celkový úžitok plynúci vlastníkom
z konkrétnej investície s nákladom vynaloženým na túto investíciu. Môže dôjsť buď
to zhodnotení alebo k znehodnoteniu vkladu investora.

Podľa Neumaierovej a Neumaiera (2002, s. 25) rešpektuje koncepcia Shareholder Value
pravidlo, že čím vääčšie je riziko investície, tým vääčši by mal byť aj výnos z tejto investície.
„Shareholderi nesú najväääčšie riziko, a preto by mal obdržať najväääčší výnos.“ S týmto tvr-
dením bezvýhradne súhlasím.

Koncepciu Stakeholder Value popíšie Dluhošová (2006, a. 15) ako prístup, u ktorého sú
do cieľa podniku zahrnuté okrem záujmov vlastníkov aj záujmy ďalších zúčastnených
(napr. veriteľov, investorov, zamestnancov, spolupracovníkov, ..). Rozdiel medzi prístupmi
Shareholder Value a Stakeholder Value vidi Dluhošová v tom, že u koncepcie Shareholder
Value je uspokojenie požiadaviek zákazníkov alebo záujmov zamestnancov, investorov a
spolupracovníkov brané ako prostriedok pre dosiahnutie vyššieho cieľa, ktorým je tvorba
hodnoty pre vlastníkov.

Pre jednotlivých stakeholderov je hodnota podniku odlišná, pretože, ako uvádzajú Neuma-
ierová a Neumaier (2002, s. 23), každý stakeholder posudzuje hodnotu podniku na základe
toho, čo do neho vložil, resp. podľa žiadania svojej investície, ktoré porovnáva
s alternaťívnymi možnostíami.

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 25) uvádzajú, že: „Je dôležité preferovať koncepciu
Shareholder Value, pretože je to súčasne jediná cesta zvyšovania Stakeholder Value. Ma-
ximalizácia hodnoty pre vlastníkov je predpokladom pre zvyšovanie hodnoty pre všetkých
stakeholderov. Jedine firma, ktorá splňa nároky vlastníkov, môže dlhodobo existovať
a prinášať prospech všetkým zúčastneným (stakeholderom)“. Osobne sa prikláňam taktiež
k preferovaniu koncepcie Shareholder Value pri riadení podniku, pretože pokiaľ nároky
vlastníkov nebude uspokojené, tito nebudú mať ďalej záujem na existovanie podniku
a záujem stakeholderov nebude uspokojený.

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 21 – 22) definujú management, ktorý je založený na
systéme tvorby hodnoty ako Value Based Management. Jeho podstatou je dôsledná apliká-
cia kritérií čistej súčasnej hodnoty na podnik.

Šulák a Vacík (2003, s. 12) označujú termínom Value Based Management prístup, ktorého
cieľom je zjednotenie cieľov, stratégie a spôsobov rozhodovania managementu so záujma-
mí vlastníkov.
Hodnotové riadenie podniku vymedzuje Young a O’Byrne (2001, s. 18) ako riadenie, ktoré by malo obsahovať nasledovné prvky:

- Strategické plánovanie a rozpočtovanie
- Alokáciu kapitálu
- Meranie výkonnosti
- Systém odmeňovania managerov
- Internú komunikáciu
- Externú komunikáciu

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2009, s. 17) je práve koncept riadenia hodnoty (Value Based Management) vnímaný ako najvýznamnejšia zmena vo finančnom riadení v posledných rokoch.

Šulák a Vacík (2003, s. 14) uvádzajú, že integráciou hodnotových princípov nielen do systému podnikového managementu, ale aj do systému odmeňovania majú riadiaci pracovníci možnosť riadiť tvorbu hodnoty i na nižších úrovniach riadenia.

Bloxham (2003, s. 18) argumentuje, že hodnotový management je ako nápad jednoduchý a v skutočnosti predstavuje tú správnu úroveň zložitosti, ktorá eliminuje zbytočné komplikácie. Hodnotový management vníma Bloxham (2003, s. 15) ako integrovaný prístup prechodom organizácie a hoci koncept vyzerá jednoducho a je založený na zdravých obchodných praktikách riadenia, faktom je, že mnoho organizácií nevie tento prístup správne v podniku adaptovať.

1.2 Value Drivers

Value drivers je anglický termín, ktorý vystihuje význam generátorov hodnoty, pričom jednotlivé literárne zdroje uvádzajú vo rovnakej súvislosti obidva tieto termíny.

Marinič (2008, s. 125 – 126) vysvetľuje, že generátormi hodnoty sa rozumie súbor niekoľkých základných podnikových hospodárskych veličín, ktoré určujú hodnotu podniku. V záujme rastu hodnoty podniku je potrebné sústrediť sa najmä na tie veličiny, ktoré túto hodnotu rozhodujúce ovplyvňujú. Na základe analýzy generátorov hodnoty môžeme zistiť, či podnik tvorí alebo netvorí hodnotu, a aké konkrétne faktory majú na túto skutočnosť
vplyv. Základom finančného plánu by mala byť potom prognóza generátorov hodnoty a následné odvodenie hodnôt ostatných veličín.

Dluhošová (2006, s. 24) uvádza, že generátoróty hodnoty tvoria základ podnikovej výkonnosti, pretože sú predikčnými ukazovateľmi výkonnosti daného podniku, zatiaľ čo finančné ukazovatele výkonnosti (napr. ROCE) sa zaraďujú medzi historické ukazovatele výkonnosti.

Bloxham (2003, s. 79) charakterizuje value drivers ako také druhy ukazovateľov, ktoré v rámci procesu riadenia hodnoty predstavujú stavebné kamene týchto procesov. Názov value drivers nie je náhodný a signalizuje úlohu týchto ukazovateľov v rámci riadenia podniku. Podľa Bloxham (2003, s. 88) je v rámci procesu riadenia hodnoty dôležité rozlíšovať, ktoré opatrenia môžu alebo budú najviac ovplyvňovať tvorbu hodnoty, pričom vplyv kľúčových faktorov hodnoty je výrazný.

1.3 Kritérium výkonnosti podniku

Pre ocenenie dlhodobej perspektívy podnikateľskej výkonnosti uvádza Pitra (2001, s. 16) merítko vo forme hodnoty podniku.

Aj Pavelková a Knápková (2009, s. 15) považujú hodnotu podniku za výhodné merítko výkonnosti podniku a to najmä preto, že ako jediná vyžaduje k meraniu kompletné informácie.


Pre výpočet čistej súčasnej hodnoty platí (Pavelková a Knápková, 2009, s. 15):

\[
NPV = PV - I
\]  (1)

kde: NPV (Net Present Value) = čistá súčasná hodnota
PV (Present Value) = súčasná hodnota budúcich úžitkov z investície
I (Investmet) = výška investície

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 21) uvádzajú, že pokiaľ spoločnosť dosahuje kladnú čistú súčasnú hodnotu, potom je výkonná, pričom čím vyššiu kladnú čistú súčasnú hodnotu spoločnosť produkuje, tým je výkonnejšia.
Súčasná hodnota podniku vyjadruje hodnotu budúcich peňažných tokov očakávaných z činnosti podniku. Tieto peňažné toky však musia byť prepočítané na súčasné hodnotu prostredníctvom zahrnutia rizika, ktoré vlastník nesie a časovej hodnoty peňazí. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 16)

Pre výpočet súčasnej hodnoty platí (Pavelková a Knápková, 2009, s. 16):

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

kde: \( P_t = \) peňažné príjmy v jednotlivých rokoch  
\( t = \) jednotlivé roky  
\( n = \) počet rokov celkom  
\( i = \) úroková (diskontná) sadzba


1.4 Spôsoby hodnotenia výkonnosti podniku

Pri posudzovaní výkonnosti jednotlivých podnikov je potrebné rešpektovať dva základné axiómy financií (Neumaierová a Neumaier, 2002, s. 32):

- Koruna získaná dnes má väčšiu hodnotu ako koruna získaná zajtra.
- Väčšiu hodnotu má menej riziková koruna než riziková koruna.

Pri vytváraní systému merania a hodnotenia jednotlivých podnikov je veľmi dôležitý výber vhodných ukazovateľov a taktiež aj zodpovedajúcich metrick. Tieto ukazovatele by mali splňať nasledovné predpoklady (Marinič, 2008, s. 31):

- zmysluplnosť, jednoznačnosť, vypovedaciu schopnosť',
- vysoký stupeň integrity údajov a dát,
- aplikovateľnosť pre spätnú väzbu a následnú korekciu,
- efektívne prepojenie strategických cieľov a akcelerátorov tvorby hodnoty.
Dluhošová (2006, s. 15) uvádza: „V priebehu posledných desiatok rokov došlo k výraznému myšlienkovému odklonu v otázkach hodnotenia efektívnosti podnikových aktivít od tradičných ukazovateľov výkonnosti smerom k preferovaniu tržnej hodnoty podniku.“

Nasledujúca tabuľka znázorňuje postupný vývoj ukazovateľov hodnotenia finančnej výkonnosti podniku od kvantifikácie ziskovej marže, ďalej rastu zisku, cez posúdenie výnosnosti kapitálu až k meraniu tvorby hodnoty pre vlastníkov.

Tab. 1. Vývoj ukazovateľov finančnej výkonnosti (Pavelková a Knápková, 2009, s. 14)

<table>
<thead>
<tr>
<th>1. GENERÁCIA</th>
<th>2. GENERÁCIA</th>
<th>3. GENERÁCIA</th>
<th>4. GENERÁCIA</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zisková marža</td>
<td>Rast zisku</td>
<td>Výnosnosť kapitálu (ROA, ROE, ROI)</td>
<td>Tvorba hodnoty pre vlastníkov</td>
</tr>
<tr>
<td>Zisk / Tržby</td>
<td>Minimalizácia zisku</td>
<td>Zisk / Invest. kapitál</td>
<td>EVA, CFROI, FCF,</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Marinič (2008, s. 29) tvrdí, že: „V praxi existujú prístupy založené na finančných ukazovateľoch a prístupy naopak založené na nefinančných ukazovateľoch. Okrem týchto dvoch prúdov je zrejmý tretí, predstavujúci agregáciu oboch smerov.“

Marinič (2008, s. 30) vníma ako ťažiskový problém pri vytváraní systému merania a hodnotenia podnikovej výkonnosti dve medzné tendencie. Sú týchto dvoch prúdov založených na finančných ukazovateľoch. Okrem týchto dvoch prúdov je zrejmý tretí, predstavujúci agregáciu oboch smerov.“

Prínosy (resp. výhody) finančných ukazovateľov vidí Marinič (2008, s. 28) v ich vysokej vypovedacej schopnosti a širokej možnosti aplikácie ich výsledkov. Medzi ďalšie nesporné výhody týchto ukazovateľov zaraďuje rýchle a finančne nenáročné zhromažďovanie a spracovanie dát, ktoré je dané dostupnosťou zdrojov (napr. výročná správa, zverejnené výskedy hospodárenia, súvaha výkaz ziskov a strát, výkaz o peňažných tokoch, ...). Ako ďalšiu výhodu uvádza skutočnosť, že ich konštrukcia vychádza z účtovných štandardov, čo umožňuje porovnanie ukazovateľov v minulosti v rámci firmy i medzipodnikovo.

Za obmedzenia týkajúce sa finančných ukazovateľov pokladá Marinič (2008, s. 28) to, že ich vypovedacia schopnosť je podmienená vypovedacou schopnosťou vstupných dát.
a taktiež, že sa jedná o exaktné čísla, ktoré sú zamerané do minulosti na javy, ktoré už skončili.

S argumentáciou prínosov a obmedzení finančných ukazovateľov bezyvhradne súhlasím.

R. C. Higgins (1997, s. 73) upozorňuje na mechanickú aplikáciu výstupov finančnej analýzy a na značnú subjektivitu interpretácie týchto ukazovateľov.

Marinič (2008, s. 29) hovorí, že nedostatky týkajúce sa aplikácie finančných ukazovateľov sa dajú odstrániť použitím nefinančných ukazovateľov.

Pri meraní podnikovej výkonnosti vychádzajú doterajšie (klasické) prístupy najmä z maximalizácie zisku ako základného cieľa podnikania. Tieto prístupy používajú veľké množstvo, často vzájomne nezlučiteľných, ukazovateľov. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 17)

Modernejšie prístupy pre meranie podnikovej výkonnosti sa snažia o prepojenie všetkých činností, ľudí a procesov v podniku pomocou jedného zastrešujúceho kritéria, ktorým je maximalizácia hodnoty pre vlastníkov. Tieto ukazovatele majú implementovanú kategóriu ekonomického zisku, ktorý berie do úvahy okrem bežných nákladov podniku aj alternatívne náklady kapitálu. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 17)
TRADIČNÉ UKAZOVATELE MERANIA FINANČNEJ VÝKONNOSTI

Tradičné ukazovatele merania finančnej výkonnosti vychádzajú najmä z maximalizácie zisku ako základného cieľa podnikania a zahŕňajú ukazovatele nasledovných kategórií – ukazovatele absolútnej hodnoty zisku, ukazovatele cash flow a ukazovatele rentability. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 20)

2.1 Ukazovatele zisku

Ukazovatele zisku patria k najpoužívanejším merítkam výkonnosti podniku. Zisk môžeme vyjadriť rôznymi spôsobmi (Pavelková a Knápková, 2009, s. 20):

Čistý zisk – EAT (Earnings After Taxes) – táto kategória zisku je určená pre rozdelenie a pre vlastníkov je nadôležitejšia.

Zisk pred zdanením – EBT (Earnings Before Taxes) – táto kategória zisku umožňuje abstrahovať od rôznej miery zdanenia, či už v rámci rôznych období alebo rôznych krajín.

Zisk pred úrokmi a zdanením – EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – táto kategória zisku nie je ovplyvnená spôsobom financovania ani výškou daňovej sadzby a tento druh zisku je často používaný na úrovni divízií.

Zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi – EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – táto kategória zisku nie je závislá ani na spôsobe financovania a výške daňovej sadzby a ani na spôsobe odpisovania.

2.2 Ukazovatele cash flow

Ukazovatele cash flow sa zaoberať peňažnými tokmi v podniku a sledujú zmenu stavu peňažných prostriedkov (Pavelková a Knápková, 2009, s. 21).

Celkové cash flow – zahŕňa cash flow z prevádzkovej, investičnej a finančnej činnosti. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 22)

Prevádzkové cash flow – zahŕňa cash flow týkajúci sa prevádzkovej činnosti podniku. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 23)

Voľné cash flow (Free Cash Flow) – definuje Neumaierová a Neumaier (2002, s. 46) ako toky z podniku, ktoré sú k dispozícii pre všetkých poskytovateľov úplatného kapitálu, t. j. pre vlastníkov a veriteľov. Pavelková a Knápková (2009, s. 23) definovalo free cash flow ako
cash flow z prevádzkovej a investičnej činnosti podniku v priebehu určitého obdobia, ktoré je k dispozícii tým, ktorí do podniku poskytli kapitál, a teda vlastníkom a veriteľom. Podľa Kislingerovej (1999, s. 136) hodnota free cash flow prestavuje peňažný tok, z ktorého sa po zabezpečení rozvoja a ďalšieho fungovania podniku (investície a zmena pracovného kapitálu) uspokoja nároky akcionárov a veriteľov. Free cash flow nie je bezprostredne ovplyvňovaný zadlženost'ou podniku.

Podľa Neumaierovej a Neumaiera (2002, s. 46) reprezentuje súčasná hodnota free cash flow hodnotu celého podniku. Ak by sme chceli získať hodnotu podniku pre vlastníkov, je potrebné od súčasnej hodnoty free cash flow odčítať hodnotu úplatného cudzieho kapitálu.

Pre vyjadrenie free cash flow vymedzujú Neumaierová a Neumaier (2002, s. 52) dve možné alternatívy:

- alternatíva, ktorá vychádza z tokov medzi podnikom a poskytovateľmi kapitálu:
  \[
  \text{Free Cash Flow} = - \text{prírastok základného kapitálu} + \text{dividendy} - \text{ážio} - \text{prírastok bankových úverov a obligácií} + \text{úroky} \times (1 - \text{daňová sadzba})
  \]

- alternatíva, ktorá vychádza z tokov vo vnútri podniku:
  \[
  \text{Free Cash Flow} = - \text{prírastok peňazí} + \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \text{investície do stálych aktív} + \text{prírastok závazkov, rezerv a ostatných pasív} + \text{úroky} \times (1 - \text{daňová sadzba}) - \text{odmeny – tantiémy}
  \]

Výsledky výpočtu free cash flow podľa obidvoch alternatív však musia vyjsť zhodne. (Neumaierová a Neumaier, 2002, s. 51)

### 2.3 Ukazovatele rentability

Rentabilitou rozumieme podľa Pavelkovej a Knápkovej (2008, s. 79) výnosnosť kapitálu investovaného do podniku. Analýza rentability nám podáva obraz o efektívnosti podnikovej činnosti.

Nývtová a Marinič (2010, s. 164) chápou ukazovatele rentability ako nástroje pre meranie zárobovej schopnosti podnikateľských aktivít alebo ako mieru zhodnotenia vynaložených prostriedkov vo forme aktív, kapitálu alebo iných hodnôt.

Medzi najznámejšie ukazovatele rentability patrí:
Rentabilita tržieb (ROS)

\[ ROS = \frac{EAT}{Tržby} \]  (3)

Tento ukazovateľ vyjadruje, kol'ko korún čistého zisku prinesie jedna koruna tržieb. Vyjadruje teda ziskovú maržu podniku. Čím je hodnota tohto ukazovateľa vyššia, tým vyššiu rentabilitu tržieb podnik dosahuje. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 79)

Rentabilita celkového kapitálu (ROA)

\[ ROA = \frac{EBIT}{Aktíva} \]  (4)

Ukazovateľ rentabilita celkového kapitálu nám vyjadruje, kol'ko korún zisku pred odčítaním úrokov a pred zdanením nám 1 koruna aktiv prinesie. Tento ukazovateľ vypovedá o zhodnotení kapitálu, ktorý je v podniku viazaný. Čím je jeho hodnota vyššia, tým je celkový kapitál (vlastný aj cudzí) zhodnocovaný lepšie. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 79)

Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)

\[ ROE = \frac{EAT}{Vlastný kapitál} \]  (5)

Ukazovateľ rentabilita vlastného kapitálu podáva obraz o tom, kol'ko korún čistého zisku prinesie jedna koruna tohto kapitálu. Vypovedá o výnosnosti vlastného kapitálu, ktorý do podniku vložili vlastníci (akcionári, spoločníci, investori). Tento ukazovateľ sa potom porovnáva s úrokom, ktorý by vlastníci kapitálu získali investovaním tohto kapitálu do iných investícií s tým, že hodnota tohto ukazovateľa by mala byť vyššia ako spomínaný úrok. U tohto ukazovateľa je dôležité, aby bol vyšší ako ukazovateľ ROA, čo znamená, že použitia cudzieho kapitálu zvyšuje rentabilitu vlastného kapitálu. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 79)

Rentabilita investovaného kapitálu (ROI)

\[ ROI = \frac{EAT}{Investovaný kapitál} \]  (6)

Ukazovateľ rentabilita investovaného kapitálu vyjadruje výnosnosť dlhodobého kapitálu vloženého do podniku. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 23)
2.4 Využitie finančnej analýzy pre hodnotenie finančnej výkonnosti podniku

Pavelková a Knápková (2009, s. 26) definujú finančnú analýzu ako dôležitú súčasť finančného riadenia, pretože podáva informácie o hospodárení podniku v jeho jednotlivých oblastiach. Informácie vyplývajúce z finančnej analýzy slúžia nielen pre rozhodovanie pre manažérov podniku, ale aj pre investorov, obchodných partnerov, zamestnancov, konkurentov, štát, verejnosť a pod. Finančná analýza vychádza z účtovných výkazov, tzn. zo súvahy, výkazu ziskov a strát a z výkazu cash flow.

Hlavnou úlohou finančnej analýzy je podľa Dluhošovej (2006, s. 68) posúdenie a zhodnotenie finančnej situácie podniku a formulovanie doporučení pre jeho ďalší vývoj.

Finančná analýza pre hodnotenie finančnej výkonnosti podniku využíva nástroje ako analýzu absolútnych ukazovateľov, analýzu rozdielových a tokových ukazovateľov (čistý pracovný kapitál, analýza cash flow), analýzu pomerových ukazovateľov (analýza likvidity, aktivity, zadlženosti, majetkovej a finančnej štruktúry a rentability), analýzu sústav ukazovateľov a súhrnné ukazovatele hospodárenia. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 65 – 66)

2.5 Slabé stránky tradičných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti

Za hlavný nedostatok tradičných ukazovateľov považujú Pavelková a Knápková (2009, s. 24) skutočnosť, že väčšina tradičných ukazovateľov vychádza z účtovných údajov, nie je v nich zohľadnený vplyv rizika, inflácie, ani časovej hodnoty peňazí, čo má za následok zníženú vypovedaciu schopnosť týchto ukazovateľov.
Podľa Šuláka a Vacíka (2003, s. 14) je základným problémom hodnotenia výkonnosti podnikov pomocou tradičných finančných ukazovateľov otázka, či toto hodnotenie má vyhovujúcu vypovedaciu schopnosť, pretože finančné informácie ukazujú dôsledky minulých rozhodnutí. Na základe týchto informácií je možné uskutočniť iba opatrne rozhodnutia týkajúce sa súčasnej situácie a neuľahčujú prijatie vhodných rozhodnutí zameraných do budúcnosti podniku.

Výsledok hospodárenia, ktorý je používaný v ukazovateľoch, môže byť podľa Pavelkovej a Knápkovej (2009, s. 24) ovplyvnený rôznorodosťou prijatej účtovnej politiky podniku a môže obsahovať výnosy a náklady, ktoré neboli vytvorené hlavnou činnosťou podniku, ale vznikli na základe alokácie voľného kapitálu alebo mimoriadnych udalostí.

V súvislosti s vymedzením aktív uvádza Pavelková a Knápková (2009, s. 24) problémy, ktoré sa odvíjajú od skutočnosti, že niektoré hmotné aktíva nie sú vo vlastníctve podniku, avšak slúžia k podnikaniu (napr. majetok financovaný pomocou leasingu, majetok v osobnom vlastníctve), či ďalším problémom môže byť nezohľadnenie nehmotných aktív v majetku podniku, pretože sú veľmi ťažko kvantifikovateľné (napr. vybudované dodávateľsko-odberateľské vzťahy, kvalifikovaní pracovníci, ...) a taktiež je problém v súvislosti s tým, že v týchto ukazovateľoch sú zahrnuté aj aktíva, ktoré nie sú využívané pre realizáciu hlavnej činnosti podniku.

V rámci ukazovateľov rentability kritizujú Pavelková a Knápková (2009, s. 24) najmä to, že sú zamerané na hodnotenie minulého obdobia, neslúžia ako samostatné kritérium hodnotenia výkonnosti podniku, a preto je nutné ich porovnávať so žiaducimi hodnotami, a taktiež skutočnosť, že ukazovateľ ROE je možné zvýšiť pomocou zvyšovania cudzieho kapitálu, avšak tým sa zvyšuje aj riziko pre podnik, čo už však tento ukazovateľ nevyjadruje.

Dluhošová (2006, s. 17) sumarizuje kritiku tradičných ziskových veličín a na nich postavených ukazovateľov výkonnosti do nasledujúcich bodov: ukazovatele majú nízku koreláciu k vývoju hodnoty na kapitálovom trhu, chýba im zohľadnenie nákladov na kapitál, orientujú sa na minulosť, chýba im zachytenie nehmotného majetku a zanedbávajú ekonomické účinky po skončení sledovaného obdobia.
3 MODERNÉ UKAZOVATELE MERANIA FINANČNEJ
VÝKONNOSTI

Medzi hlavné výhody využitia moderných hodnotových merítek pri analýze finančnej výkonnosti podniku patri podľa Šuláka a Vacíka (2003, s. 14) vysoká korelácia týchto ukazovateľov s vývojom na kapitálovom trhu. Táto skutočnosť umožňuje managementu analyzovať, aké rozhodnutia prispievajú k tvorbe hodnoty pre vlastníka na úrovni strategickej, finančnej a prevádzkovej.

Medzi nevýhody moderných ukazovateľov zaraďuje Šulák a Vacík (2003, s. 14) komplikovanosť výpočtu týchto ukazovateľov a ich náročnosť z hľadiska potreby vstupných údajov. Táto skutočnosť vyhodnotzuje spravidla cieľovú skupinu užívateľov týchto ukazovateľov najmä na finančných pracovníkov na vyšších úrovniach riadenia.

Moderný ukazovateľ by mal podľa Maříka a Maříkovej (2005, s. 12) spĺňať nasledovné kritériá:

- vykazovať čo najužšiu väzbu na shareholder value,
- využívať čo najviac informácií poskytnutých účtovníctvom,
- zahŕňať kalkuláciu rizika a zohľadňovať rozsah viazaného kapitálu,
- umožňovať hodnotenie výkonnosti a taktiež aj ocenenie podniku.

Pavelková a Knápková (2009, s. 43) dopĺňajú tieto požiadavky na moderný ukazovateľ ešte o nasledovné dve kritériá:

- umožňovať väzbu na všetky úrovne riadenia,
- podporovať riadenie hodnoty.


3.1 Ekonomická pridaná hodnota – EVA (Economic Value Added)

Koncepcia ekonomického pridaného hodnoty je registrovanou ochrannou známkou spoločnosti Stern Stewart & Co. Táto spoločnosť charakterizuje ekonomickú pridanú hodnotu ako
meritko ekonomického zisku, které je veřejně úzko prepojené s tvorbou hodnoty pre vlastníkov. (Stern Stewart & Co., ©2012)

Ekonomická pridaná hodnota vyjadruje ekonomický zisk, který podnik po úhrade všetkých nákladov vrátené nákladov na cudzi kapitál a vlastný kapitál (v podobe nákladov obetovaných príležitosti) produkuje. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 52)

Ukazovateľ EVA definujú Pavelková a Knápková (2009, s. 52 – 53) ako ukazovateľ, který meria, ako prispela spoločnosť svojimi aktivitami za určité obdobie k tvorbe hodnoty pre svojich vlastníkov. Tento ukazovateľ je používaný ako systém riadenia podniku pre zvýšenie hodnoty prostriedkov vložených vlastníkmi podniku, který sa vyznačuje jednotným prístupom na všetkých úrovniach riadenia v podniku.

Ukazovateľ EVA je možné vyjadriť pomocou účtovného alebo ekonomického modelu.

3.1.1 Účtovný model ukazovateľa EVA

Účtovný model ukazovateľa EVA je podľa Pavelkovej a Knápkovej (2009, s. 64) zjednodušením výpočtu tohoto ukazovateľa, ktorý vychádza z neupravených účtovných veličín, preto výsledky tohto výpočtu je potrebné vnímať iba ako orientačné.

Účtovný spôsob výpočtu ukazovateľa EVA využíva napríklad Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR a jeho postup je nasledovný (Pavelková a Knápková, 2009, s. 64):

\[ \text{EVA} = \text{ČZ} - r_e \cdot \text{VK} \]

kde: \( \text{ČZ} = \) čistý zisk
\( r_e = \) náklady na vlastný kapitál
\( \text{VK} = \) vlastný kapitál

Pre medzipodnikové porovnávanie výkonnosti alebo pre porovnávanie výkonnosti podniku v jednotlivých období uvádzajú Pavelková a Knápková (2009, s. 64) nasledovný tvar výpočtu ukazovateľa EVA, kedy pre toto porovnávanie využívame iba spread (\( \text{ROE} - r_e \)).

\[ \text{EVA} = (\text{ROE} - r_e) \cdot \text{VK} \]

kde: \( \text{ROE} = \) rentabilita vlastného kapitálu
\( r_e = \) náklady na vlastný kapitál
\( \text{VK} = \) vlastný kapitál
3.1.2 Ekonomický model ukazovateľa EVA

Ekonomický model výpočtu ukazovateľa EVA pracuje s upravenými vstupnými účtovnými dátami tak, aby tieto čo možno najviac vystihovali ekonomickú realitu podniku (Pavelková a Knápková, 2009, s. 56). Stewart a Stern (Stern Stewart & Co., ©2012) uvádzajú až 164 potrebných úprav účtovných údajov pre konverziu účtovného modelu na ekonomický model, úplný zoznam týchto úprav je však predmetom obchodného tajomstva spoločnosti Stern Stewart & Co.

Výpočet ukazovateľa EVA podľa ekonomického modelu je nasledovný (Pavelková a Knápková, 2009, s. 52):

\[
EVA = NOPAT - WACC \times C
\]

(10)

kde: NOPAT = zisk z hlavnej činnosti po zdanení

WACC = priemerné vážené náklady na kapitál

C = kapitál podniku, ktorým podnik financuje hlavnú činnosť (=NOA)

Pre porovnávanie výkonnosti podniku v jednotlivých obdobiach alebo pre medzipodnikové porovnávanie výkonnosti je možné použiť nasledovný tvar výpočtu ukazovateľa EVA, kedy pre toto porovnávanie využívame iba spread (RONA – WACC) (Pavelková a Knápková, 2009, s. 53):

\[
EVA = (RONA - WACC) \times C
\]

(11)

kde: RONA = rentabilita čistých operatívnych aktív, pričom výpočet RONA je nasledovný:

\[
RONA = NOPAT / C (NOA)
\]

(12)

3.1.2.1 Výpočet čistých operatívnych aktiv (NOA)

Pre výpočet čistých operatívnych aktiv je potrebné vylúčiť z aktiv neoperatívne aktívá, aktivovať položky, ktoré v aktivách chýbajú a znižiť aktíva o neúročený cudzí kapitál. (Maříková a Mařík, 2001, s. 23)

Vylúčenie neoperatívnych aktív

V tomto kroku je potrebné vylúčiť z aktív vykazovaných v účtovníctve tie aktívá, ktoré nie sú potrebné pre hlavnú činnosť podniku. Jedná sa o nasledovné aktívá:
 Krátkodobý finančný majetok
Táto položka zahŕňa peniaze, účty v bankách a krátkodobé cenné papiere a podiely. Výška peňažných prostriedkov v podniku by mala byť podľa Maříka (2007, s.121) iba na prevádzkovo nutnej úrovni. Prebytok peňažných prostriedkov nad prevádzkovo potrebnú úroveň by mal byť investovaný a je vhodné ho z aktív vylúčiť. Peňažné prostriedky vykázané v súvahu sa však považujú za prevádzkovo nutné a preto sa do NOA započítavajú, resp. je vhodné túto položku preskúmať a stanoviť jej prevádzkovo potrebnú úroveň napr. vo výške 20 % z hodnoty krátkodobého cudzieho kapitálu, konkrétne percento však závisí od daného podniku. U krátkodobých cenných papierov a podielov je vhodné analyzovať tieto položky a v prípade, že sa nejedná o prevádzkovo potrebné aktiva, je nutné ich z aktív odčítať.

 Finančné investície

 Vlastné akcie
Podľa zásad účtovníctva v ČR sú vlastné akcie vylúčené z vlastného majetku podniku, a teda sa do NOA nezapočítavajú. (Maříková a Mařík, 2001, s. 24)

 Nedokončené investície
Maříková a Mařík (2001, s. 25) odporúčajú nedokončené investície z NOA odstrániť, pretože tvoria majetok, ktorý nie je potrebný pre vytváranie súčasných hospodárskych výsledkov.

 Ostatné prevádzkovo nepotrebné aktiva
Z NOA je vhodné podľa Maříka (2007, s. 122) odčítať účtovnú hodnotu nevyužitých nehnuteľností, ďalej pohľadávky, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou, majetok prevádzkovo málo využiteľný, napr. nepotrebné zásoby, nedobytne pohľadávky a majetok, ktorý sa svojou povahou zaraduje medzi prevádzkovo potrebný, avšak podnik ním disponuje v nadbytočnom množstve.
Aktivácia položiek, ktoré v aktívach chýbajú

V tomto kroku je potrebné zahrnúť do aktív podniku položky, ktoré účtovne v aktívach zahrnuté nie sú, ale sú potrebné pre hlavnú činnosť podniku. Jedná sa o tieto položky:

- **Finančný leasing**
  Majetok obstaraný na finančný leasing, ktorý je potrebný pre hlavnú podnikovú činnosť je potrebné podľa Maříkovej a Maříka (2001, s. 25) do NOA započítať v jeho tržnej hodnote (pokiaľ je toto možné).

- **Operatívny leasing a nájom**
  Podľa Maříkovej a Maříka (2001, s. 34) je vhodné prenajaté objekty zaradiť do aktív na báze hodnoty záväzkov, ktoré vyplývajú z využívania týchto objektov. K prepočítanému NOPAT je však potrebné pripočítať úroky vyplývajúce z nájomných zmlúv.

- **Oceňovacie rozdiely u obežných aktív**
  Oceňovacie rozdiely u obežných aktív vznikajú najmä u položiek pohľadávky a záväzky. Pohľadávky môžu byť nadhodnotené alebo podhodnotené vplyvom tvorby opravných položiek. Odchýlky medzi skutočnou a vykázanou hodnotou pohľadávky je potrebné započítať k ekvivalentom vlastného kapitálu. U zášob sa váčšinou jedná o podhodnotenie ich hodnoty, čím môže vzniknúť tichá rezerva. Táto by mala byť zahrnutá do ekvivalentov vlastného kapitálu. (Maříková a Mařík, 2001, s. 34)

- **Oceňovacie rozdiely u dlhodobých aktív**
  Oceňovacie rozdiely u dlhodobých aktív vznikajú používaním historických cien, ktoré nezohľadňujú rast cien a taktiež vplyv technického pokroku. Tieto aktíva je vhodné do NOA započítať buď precenené na reálnu cenovú úroveň pomocou indekxu rastu cien alebo precenené pomocou využitia tržných cien, pokiaľ sú tieto údaje dostupné. (Maříková a Mařík, 2001, s. 35)

- **Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami**
  Náklady s dlhodobými predpokladanými účinkami sú podľa Maříkovej a Maříka (2001, s. 35) také náklady, od ktorých v budúcnosti očakávame hospodárske úžitky. Medzi takéto náklady zaraďujeme napríklad náklady na výskum a vývoj, náklady na vzdelanie a výchovu pracovníkov, náklady na reklamu, náklady na reorganizáciu, apod. Maříková a Mařík (2001, s. 36) uvádzajú, že tieto aktivované náklady sa
na konci každého roku pripočítajú do aktiv k dlhodobému nehmotnému majetku a do pasív k ekvivalentom vlastného kapitálu.

- **Goodwill**

  Položka goodwill predstavuje kladný alebo záporný rozdiel medzi tržnou cenou podniku a cenou jeho individuálne precenených zložiek majetku, ktoré sú znižené o hodnotu záväzkov. Tento rozdiel môže byť zapričinený napríklad dobrými dodávateľsko-odberateľskými vzťahmi, kvalifikovanými pracovníkmi, perspektívnym výrobným programom a pod. Goodwill nevykazujeme, pokiaľ nedošlo ku kúpe, vkladu alebo oceneniu majetku a záväzkov v rámci premien spoločnosti. V súvahe goodwill vykazujeme v dlhodobom nehmotnom majetku, kladný goodwill odpisujeme po dobu 60 mesiacov rovnomerne do nákladov a záporný rovnomerne do výnosov. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 60)

  Goodwill by mal byť pre výpočet NOA zahrnutý do aktiv podniku v brutto hodnote, pokiaľ sa jeho hodnota neznižuje. Zároveň hodnotu goodwillu zahrneme aj do ekvivalentov vlastného kapitálu. (Maříková a Mařík, 2001, s. 37)

- **Tiché rezervy**

  Tiché rezervy vo forme úmyselného znižovania hodnoty aktiv, resp. vytvárania nadbytočných rezerv vedením podniku, by mali byť podľa Maříkovej a Maříka (2001, s. 38) zahrnuté do vlastného kapitálu vo forme ekvivalentov vlastného kapitálu.

  **Zníženie aktiv o neúročený cudzí kapitál**

  V tomto kroku je potrebné z aktiv vylúčiť takú hodnotu aktiv, ktorá je financovaná neúročeným cudzím kapitálom, do ktorého zahrňame nasledovné položky:

  - **Krátkodobé záväzky**

    Do tejto položky patria záväzky z obchodného styku, záväzku voči spoločníkom a združeniu (ak nie sú úročené), záväzky k zamestnancom, záväzky zo sociálneho zabezpečenia, daňové záväzky a dotácie, odložený daňový záväzok, záväzky k podnikom s rozhodujúcim vplyvom (ak nie sú úročené), záväzky k podnikom s podstatným vplyvom (ak nie sú úročené) a iné záväzky. (Maříková a Mařík, 2001, s. 39)

  - **Pasívne položky časového rozlíšenia**

    Do tejto položky patria výdaje budúcich období, výnosy budúcich období
Dlhodobé záväzky
Dlhodobé záväzky môžu byť vo výnimčných prípadoch neúročené, napríklad vo forme dlhodobých prijatých záloh. (Maříková a Mařík, 2001, s. 39)

Rezervy
Túto položku zahŕňame do neúročených cudzích zdrojov, pokiaľ má charakter skutočných záväzkov. V prípade, že ide o rezervy všeobecného charakteru, ktoré je možné rozpustiť, započítame ich k vlastnému kapitálu vo forme ekvivalentov vlastného kapitálu. (Maříková a Mařík, 2001, s. 39)

Zhrnutie dopadov uskutočnených úprav NOA do súvahy podľa Maříkovej a Maříka (2001, s. 39 – 40) je uvedené v prílohe P X.

3.1.2.2 Výpočet čistého operatívneho zisku (NOPAT)
Pre výpočet čistého operatívneho zisku uvádzajú Pavelková a Knápková (2009, s 62) ako východisko výsledok hospodárenia z bežnej činnosti, ktorý zahŕňa výsledok hospodárenia z prevádzkovej činnosti a výsledok hospodárenia z finančnej činnosti. V rámci úprav tohto výsledku hospodárenia je potrebné uskutočniť nasledovné kroky:

- Vylúčenie platených úrokov z finančných nákladov – do týchto úrokov sa zahŕňajú aj implicitné úroky obsiahnuté v leasingových splátkach a tieto úroky sa pripočítavajú späť k výsledku hospodárenia. (Maříková a Mařík, 2001, s. 40)

- Vylúčenie mimoriadnych položiek – jedná sa o také mimoriadne položky v nákladoch a výnosoch, ktoré sa nebudú opakovať, napr. náklady na reštrukturalizáciu, odstupné váčšiu počtu prepustených pracovníkov, mimoriadne odpisy majetku, a pod. (Maříková a Mařík, 2001, s. 41)

- Vylúčenie výnosov z nepotrebných aktív (Pavelková a Knápková, 2009, s. 62)

- Zohľadnenie zmien vlastného kapitálu v rámci NOPAT (Maříková a Mařík, 2001, s. 41):
  - Vylúčenie nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami – jedná sa napríklad o náklady na výskum a vývoj, náklady na vzdelávanie pracovníkov, náklady na reklamu a pod. Tieto náklady je potrebné nahradiť odhadnutými odpismi týchto nákladov.
  - Úprava odpisov podľa povahy goodwillu.
Pripočítanie prípadného zvýšenia alebo zníženia opravných položiek zásob alebo pohľadávok.

Vylúčenie tvorby a čerpania tichých rezerv.

Posúdenie prevádzkového charakteru dlhodobého a krátkodobého finančného majetku za účelom stanovenia výšky finančných výnosov a nákladov, ktorú je vhodné v NOPAT ponechať. (Maříková a Mařík, 2001, s. 41 – 42)

Úprava dane – jedná sa o stanovenie teoretickej dane, ktorá by bola zaplatená z operatívneho výsledku hospodárenia. Maříková a Mařík (2001, s. 42) uvádzajú ako najpresnejší postup pre stanovenie daňovej povinnosti z operatívneho výsledku hospodárenia taký, kedy vychádzame zo splatnej dane pre daný rok, ktorú znížime alebo zvýšime o daňovú povinnosť z výnosov a daňovú úsporu z nákladov, o ktoré sa NOPAT liši oproti hospodárskemu výsledku za účtovné obdobie.

Zhrnutie dopadov uskutočnených úprav do NOPAT podľa Maříkovej a Maříka (2001, s. 42 – 43) je uvedené v prílohe P XI.

3.1.2.3 Výpočet nákladov kapitálu

Výpočet ukazovateľa EVA vychádza z priemerných vážených nákladov na kapitál, ktoré sa stanovia ako vážený priemer nákladov vlastného a cudzieho kapitálu.

Náklady na cudzí kapitál je možné určiť ako vážený priemer z efektívnych úrokových sa-dzieb platených za jednotlivé forme cudzieho kapitálu, pričom táto hodnota by mala byť vynásobená výrazom (1 – daň), pretože tieto náklady sú daňovo uznateľné a pôsobia ako daňový štít. Tento postup sa dá použiť iba vtedy, keď sú stanovené pevne úroky z dlhu a keď peňažná čiastka cudzích zdrojov zodpovedá ich súčasnej tržnej hodnote. (Mařík, 2007, s. 212)

Stanovenie nákladov cudzieho kapitálu alternatívnym spôsobom, ktorý je založený na tržných údajoch, odporúča Marinič (2008, s. 212 – 213) uplatniť vtedy, ak sa nominálne úrokové sadzby za poskytnutie cudzieho kapitálu odlišujú od aktuálnych úrokových sadzieb na kapitálovom trhu.

Výpočet nákladov cudzieho kapitálu alternatívnym spôsobom (Marinič, 2008, s. 213):

\[ n_{\text{CK}} - r_f + RP \]
kde:  \( r_t \) = bezriziková výnosová miera na úrovni výnosnosti štátnej dlhopisov s podobnou doboľ splatnosti, akú má posudzovaný dlh

\[ RP = \text{riziková prirážka pre cudzí kapitál podľa ratingu daného dlhu} \]

Marinič (2008, s. 214) popisuje postup pri alternatívnom stanovení nákladov na cudzí kapitál:

- Odhad ratingu úveru na základe úrokového krytia (rating je možné spresniť o jeden ratingový stupeň pri zohľadnení ďalších kritérií, v prípade že podnik dosahuje záporný prevádzkový zisk, je zaradený do ratingu D).

- Zistenie aktuálnej výnosnosti štátnej dlhopisov.

- Pripočítanie prirážky zodpovedajúcej danej úrovni ratingu k výnosnosti štátnej dlhopisov.

Pavelková a Knápková (2009, s. 63) a Marinič (2008, s. 215) sa zhodujú na tom, že náklady na vlastný kapitál závisia od výnosového očakávania investorov, ktoré je dané odvodením od alternatívneho výnosu kapitálu so zohľadnením rizika. Stanovenie nákladov vlastného kapitálu však patrí k jednému z náročnejších problémov.

Pre určenie nákladov vlastného kapitálu je možné využiť model oceňovania kapitálových aktiv, stavebnicový model, model diskontovaných dividend, model priemernej rentability odvetvia, model odvodenia nákladov vlastného kapitálu od nákladov cudzieho kapitálu, ... (Pavelková a Knápková, 2008, s. 156 – 159). Jednotlivé metódy výpočtu nákladov vlastného kapitálu sú popísané v prílohe P XII.

Výpočet priemernej váženej výnosnosti nákladov na kapitál sa uskutočňuje podľa nasledovného vzťahu (Marinič, 2008, s. 253):

\[
\begin{align*}
\hat{WACC} &= \eta_{de} (1 - d) \frac{CK}{K} + \eta_{pe} \frac{VK}{K} \\
\end{align*}
\]

(14)

### 3.1.3 Využitie ukazovateľa EVA

Ukazovateľ EVA má všestranné využitie a okrem hodnotenia výkonnosti podniku sa dá využiť pri investičnom rozhodovaní, pre oceňovanie podniku a taktiež pre odmeňovanie.

Koncept EVA je možné podľa Pavelkovej a Knápkovej (2009, s 74 – 75) využiť pri investičných kalkuláciách, pričom výpočet pomocou klasického diskontovaného peňažného
toku (čistej súčasnej hodnoty) má rovnaký výsledok ako výpočet pomocou ekonomickej pridanej hodnoty.

V rámci oceňovania podniku je vhodné využiť koncept EVA, pretože zohľadňuje hlavné faktory tvorby hodnoty podniku a pokiaľ podnikové vedenie chce, aby jeho tržná hodnota rástla, malo by sa snažiť o rast ekonomickej pridanej hodnoty v bežnom roku a o vytváranie rastových príležitostí. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 76)

Pavelková a Knápková (2009, s. 76) uvádzajú, že podstatou využitia konceptu EVA pre odmeňovanie v rámci podniku je zjednotenie cieľov vlastníka a cieľov manažéra, kedy obidvaja budú mať prospech zo zvyšovania ekonomickej pridanej hodnoty.

3.1.4 Silné a slabé stránky ukazovateľa EVA

Pavelková a Knápková (2009, s. 56 a 84 – 85) popisujú nasledovné výhody konceptu EVA:

- EVA je založená na ekonomickom zisku, zohľadňuje nielen náklady cudzieho kapitálu, ale aj alternatívne náklady investovaného vlastného kapitálu, čim berie do úvahy aj konkrétne riziko, ktoré je podstupované pri podnikateľskej činnosti,
- EVA zohľadňuje iba výnosy a náklady, ktoré sú spojené s hlavnou podnikateľskou činnosťou podniku, čím podáva presnejší obraz o výkonnosti hlavnej podnikateľskej činnosti podniku,
- EVA pri výpočte nákladov kapitálu berie do úvahy iba kapitál, ktorý je viazaný v aktivách používaných v hlavnej podnikateľskej činnosti podniku, čím neskresľuje obraz o výkonnosti hlavnej podnikateľskej činnosti podniku,
- ukazovateľ EVA je samostatne využiteľným kritériom pre hodnotenie výkonnosti, jedná sa o absolútny ukazovateľ, ktorý nepotrebuje porovnávací štandard,
- koncept EVA je možné využiť ako meritko výkonnosti podniku, pri investičnom rozhodovaní, pre oceňovanie podniku a pre odmeňovanie,
- EVA môže byť v rámci riadenia využitá ako koncept zvýšenia hodnoty vložených prostriedkov vlastníkmi podniku,
- ako meritko výkonnosti je EVA v porovnaní s ostatnými hodnotovými ukazovateľmi jednoduchšia.
Medzi nevýhody konceptu EVA zaraďujú Pavelková a Knápková (2009, s. 85) nasledovné skutočnosti:

- ukazovateľ EVA vychádza z účtovných informácií a pre konkrétne vyčíslenie vstupných údajov je potrebné uskutočniť množstvo úprav týchto účtovných dát,
- výpočet nákladov na kapitál je zložitý problém pri vyčíslovaní ukazovateľa EVA, najmä čo sa týka problematiky určovania nákladov na vlastný kapitál,
- ukazovateľ EVA nie je upravený o infláciu,
- ukazovateľ EVA zohľadňuje iba tie dôsledky hlavnej podnikateľskej činnosti, ktoré sa prejavili ako náklad, resp. výnos v danom období, nezohľadňuje očakávané budúce prínosti.

3.2 Diskontované cash flow – DCF (Discounted Cash Flow)

Ukazovateľov na báze diskontovaného cash flow existuje v praxi veľké množstvo. Podľa Kislingerovej (1999, s. 132) je ich spoločným znakom skutočnosť, že hodnotu podniku, resp. investícií odvodzujú od budúcich výnosov, ktoré sú diskontované na súčasnú hodnotu. Peňažné toky sú diskontované pomocou nákladov na kapitál a zohľadňujú čas aj riziko, čím sú vhodné pre posúdenie výhodnosti investície pomocou čistej súčasnej hodnoty alebo vnútorného výnosového percenta (Pavelková a Knápková, 2009, s. 44).

Synek (2011, s. 300) uvádza nasledovný výpočet súčasnej hodnoty cash flow:

$$SHCF = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

kde: $CF_t$ = očakávaná hodnota cash flow v období t

$k =$ miera nákladov na kapitál súvisiaci s danou investíciou

$n =$ očakávaná životnosť investície

Výpočet čistej súčasnej hodnoty (NPV) je nasledovný (Pavelková a Knápková, 2009, s. 44):

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

kde: $CF_t$ = peňažné toky z investície v jednotlivých rokoch životnosti investície

$K =$ kapitálový výdaj súvisiaci s investíciou
Investícia je pre podnik prijateľná v prípade, že hodnota NPV je kladná, ak je hodnota NPV záporná, investícia pre podnik nie je prijateľná. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 44)

Pri posudzovaní vhodnosti investície pomocou metódy vnútorného výnosového percenta (IRR) sa hľadá taká diskontná miera, pri ktorej je čistá súčasná hodnota rovná nule.

Výpočet vnútorného výnosového percenta je nasledovný (Pavelková a Knápková, 2009, s. 44):

\[
IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} x (i_V - i_N)
\]

kde:  
\(i_N\) = diskontná sadzba, pri ktorej je NPV kladná (NPV_N)  
\(i_V\) = diskontná sadzba, pri ktorej je NPV záporná (NPV_V v absolútnej hodnote)

3.3 Tržná pridaná hodnota – MVA (Market Value Added)

Tento ukazovateľ vyjadruje rozdiel medzi tržnou hodnotou podniku a kapitálovom investovaným do podniku. K zvýšeniu ukazovateľa MVA môže dôjsť v prípade, že investovaný kapitál zarobí viac, ako predstavujú náklady na tento kapitál alebo v prípade zníženia hodnoty investovaného kapitálu pri zachovaní tržnej hodnoty podniku. Ďalšou možnosťou zvýšenia ukazovateľa MVA je zvýšenie efektívnosti hospodárenia podniku pri zachovaní vyššej investovaného kapitálu. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 46 – 47)

Výpočet ukazovateľa MVA (Pavelková a Knápková, 2009, s. 46):

\[
MVA = \text{tržná hodnota} - \text{investovaný kapitál}
\]

Šulák a Vacík (2003, s. 76) uvádzajú, že ukazovateľ MVA sa dá vypočítať ako rozdiel medzi tržnou hodnotou vlastného kapitálu a účtovnou hodnotou vlastného kapitálu, pokiaľ je známa tržná hodnota vlastného kapitálu a za podmienky, že tržná hodnota cudzieho kapitálu je rovná jeho účtovnej hodnote. Podnik vytvára pre majiteľa hodnotu, ak tržná hodnota vlastného kapitálu prevyšuje jeho účtovnú hodnotu. Pavelková a Knápková (2009, s. 48) uvádzajú ako výhodu tohto ukazovateľa skutočnosť, že sa jedná o hodnotu uznanú trhom, v ktorej sú zahrnuté odhady budúceho vývoja podniku.
Aké nevýhody tohto ukazovateľa uvádzajú Pavelková a Knápková (2009, s. 48) nasledovné fakty:

- ukazovateľ meria celopodnikovú výkonnosť, nedá sa teda použiť pre vnútropodnikové riadenie,
- nie je merateľné, čo je výsledkom práce manažérov, a čo spôsobili okolnosti, ktoré manažéri nemohli ovplyvniť,
- ukazovateľ nezohľadňuje očakávania investorov,
- ukazovateľ je možné použiť iba u verejne obchodovaných podnikov.

Hodnota ukazovateľa MVA sa dá ovplyvňovať výškou ukazovateľa EVA. Vzťah medzi ukazovateľom MVA a EVA vyjadrujú Šulák a Vacík (2003, s. 76) nasledovne:

\[
MVA = \sum_{i=1}^{n} \frac{EVA_i}{(1+WACC)^i}
\]

kde:
- \( EVA_i \) = budúce hodnoty EVA v jednotlivých rokoch
- \( WACC \) = priemerné vážené náklady kapitálu

Pokiaľ teda dokážeme predpovedať všetky budúce hodnoty ukazovateľa EVA, potom sa súčet ich súčasných hodnôt rovná hodnote MVA. (Šulák a Vacík, 2003, s. 76)

### 3.4 Excess Return

Ukazovateľ Excess Return vyjadruje rozdiel medzi skutočnou hodnotou bohatstva ku koncu sledovaného obdobia a hodnotou investovaného kapitálu na konci sledovaného obdobia.

Výpočet ukazovateľa Excess Return (Pavelková a Knápková, 2009, s. 48):

\[
Excesss\ Return_n = \text{skutočná hodnota bohatstva v období } n - \text{očakávaná hodnota bohatstva v období } n
\]

kde:
- Skutočná hodnota bohatstva = budúca hodnota prínosov pre vlastníkov (t. j. budúca hodnota vyplatených dividend, odkúpených akcií a tržnej ceny podielu v podniku ku koncu sledovaného obdobia)
- Očakávaná hodnota bohatstva = hodnota investovaného kapitálu na konci sledovaného obdobia, ktorú by investovaný kapitál mal dosiahnuť pri danej požadovanej výnosnosti (Pavelková a Knápková, 2009, s. 48 – 49)
Výhody ukazovateľa Excess Return vidí Pavelková a Knápková (2009, s. 50) v tom, že tento ukazovateľ berie do úvahy požiadavky investora na zhodnotenie jeho kapitálu a taktiež všetky prínosy, ktoré investorovi plynú v súvislosti s investíciou.

Nevýhody ukazovateľa Excess Return sú podľa Pavlovnej a Knápkovej (2009, s. 50) podobné ako u ukazovateľa MVA.

3.5 Total Shareholder Return – TSR

Pavelková a Knápková (2009, s. 50) uvádzajú, že ukazovateľ TSR je funkciou výšky vyplatených dividend, poprípade spätých odkúpení akcií a zvýšenia alebo zníženia ceny akcie na konci sledovaného obdobia v porovnaní so začiatkom daného obdobia. Tento ukazovateľ zodpovedá podstate vnútorného výnosového percenta.

TSR môžeme definovať ako celkovú návratnosť pre akcionárov vo forme vnútornej miery výnosnosti zo všetkých peňažných tokov platených investorom počas určitého obdobia vyjadrenú v percentách. (Bloomsbury Information, ©2009-2012)

Celkový výnos pre akcionárov v určitom období možno vypočítať takto (Bloomsbury Information, ©2009-2012):

\[
TSR = \frac{cena\ akcie\ na\ konci\ obdobia - cena\ akcie\ na\ začiatku\ obdobia + vyplatené\ dividendy\ z\ akcií}{cena\ akcie\ na\ začiatku\ obdobia}
\]

Medzi výhody ukazovateľa TSR patria (Bloomsbury Information, ©2009-2012):

- TSR podáva zrozumiteľnú predstavu o celkových finančných výhodách pre držiteľov akcií.
- Hodnota TSR môže byť interpretovaná ako miera toho, ako trh hodnotí celkovú výkonnosť podniku za určité obdobie.
- Vzhľadom k tomu, že TSR je vyjadrené v percentách, hodnoty sú ľahko porovnateľné medzi podnikmi v rovnakom odvetví.

Medzi nevýhody ukazovateľa TSR sú zaradené nasledovné skutočnosti (Bloomsbury Information, ©2009-2012):

- TSR je možné vypočítať iba pre verejne obchodované spoločnosti a vyjadruje celopodnikovú výkonnosť, nedá sa teda použiť pre vnútropodnikové riadenie.
• Výpočet nezohľadňuje budúcnosť, pretože odráža celkovú návratnosť akcionárom v rámci minulosti, bez zohľadnenia budúcih výnosov.

3.6 Shareholder Value Added – SVA

Ukazovateľ SVA vyjadruje rozdiel medzi hodnotou celého podniku na konci prognózovaného obdobia a hodnotou celého podniku na začiatku prognózovaného obdobia s tým, že dĺžka prognózovaného obdobia zodpovedá podľa Pavelkovej a Knápkovej (2009, s. 92) dĺžke trvania konkurenčnej výhody, v rámci ktorej dosahuje podnik vyššiu výnosnosť, ako predstavujú náklady na kapitál.

Výpočet ukazovateľa SVA je nasledovný (Pavelková a Knápková, 2009, s. 91):

\[
SVA_t = SV_t - SV_{t-1}
\]

kde: \(SV_t\) = hodnota podniku pre vlastníkov (Shareholder Value) v čase \(t\)

Shareholder Value vypočítame nasledovne (Pavelková a Knápková, 2009, s. 91):

\(SV = \) Súčasná hodnota CF z operatívnej činnosti pre prognózované obdobie + Súčasná hodnota zostatkového hodnoty podniku na konci prognózovaného obdobia + Tržná hodnota neoperatívnych aktív – Čudzie zdroje

Pre výpočet ukazovateľa SVA za jedno obdobie uvádzajú Pavelková a Knápková (2009, s. 92) nasledovný postup:

\[
SVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC} - \text{Čisté investície}
\]

Podľa Mariniča (2008, s. 43) sa hodnota ukazovateľa SVA stanoví tak, že od súčasnej hodnoty budúcich prevádzkových peňažných tokov, zvýšenej o zostatkovú hodnotu podniku na konci hodnoteného obdobia a o hodnotu neprevádzkových aktív, sa odpočítajú cudzie zdroje, ktoré predstavujú úročené dlhy.

\[
SVA = \left( \sum_{i=1}^{n} \frac{OCF_n}{(1+i)^n} + RV + NAV \right) - D
\]

kde: \(OCF_n\) = prevádzkové peňažné toky

\(RV = \) zostatková hodnota firmy na konci obdobia

\(NAV = \) hodnota neprevádzkových aktív
D = úročené dlhy

3.7 Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Marinič (2008, s. 46) charakterizuje tento ukazovateľ ako najprísnejší ukazovateľ, ktorý je založený na princípe vnútorného výnosového percenta investície.

Nasledovný výpočet tohto ukazovateľa uvádza Marinič (2008, s. 46-47):

\[
IN = \sum_{t=1}^{n} \left( \frac{CF_t}{(1+CFROI)^t} \right) + \frac{RVndA}{(1+CFROI)^n}
\]

kde:  
- IN = kapitálový výdaj, hodnota brutto investície  
- CF = brutto cash flow z prevádzkových aktiv v jednotlivých rokoch  
- RVndA = zostatková hodnota neodpisovaných aktiv  
- n = doba životnosti aktiv

Ukazovateľ CFROI podľa Pavelkovej a Knápkovej (2009, s. 93) porovnáva zdanené budúce cash flow upravené o infláciu s hotovostnou investíciou brutto upravenou o infláciu, ktorá je vložená investormi do podniku. Výpočet tohto ukazovateľa je založený na predpoklade, že vybavenosť podniku aktivami sa v čase nebude meniť a cash flow vyplývajúce z týchto aktiv bude konštantný.

Jednotlivé položky potrebné pre výpočet CFROI stanovíme nasledovne (Pavelková a Knápková, 2009, s. 94 – 96):

✓ Doba ekonomickej životnosti

\[
Doba_{aekon.živ.} = \frac{Odpis.aktívabrutto}{Roč.odpisy}
\]

Odpísované aktíva brutto získame ako súčet dlhodobého hmotného a dlhodobého nehmotného majetku, od ktorého odčítame pozemky a nedokončené investície.

✓ Hodnota investície

Pre výpočet hodnoty investície je nutné upraviť súvahu o majetok, ktorý bol obstaraný na základe leasingu, je nutné zvážiť zaradenie položky goodwillu medzi odpísované alebo neodpisované aktíva, je potrebné odčítať hodnotu krátkodobých neúročených záväzkov a taktiež je potrebné z aktiv vyčleniť neoperatívne aktíva.
Odpísané aktíva (dlhodobý hmotný majetok okrem pozemkov a dlhodobý nehmotný majetok) je potrebné upraviť o vplyv inflácie, tieto musia byť vyjadrené v cenovej hladine platnej k dátumu ocenenia.


✓ Brutto cash flow

Pre zistenie hodnoty brutto cash flow je používán nepriama metóda výpočtu cash flow. Zisk tu musí byť upravený tak, aby zohľadnil všetky zmeny súvahy s dopadom do zisku a taktiež aby sa vylúčili mimoriadne výnosy a náklady. Takto upravený zisk následne zdaňujeme a pripočítame k nemu odpisy ako nepeňažný náklad, nákladové úroky a zisky (príp. straty) z čistých monetárnych aktiv z dôvodu inflácie.

Marinič (2008, s. 47) uvádza, že ukazovateľ CFROI je využívaný aj v rámci CFROI_spread, kedy od hodnoty CFROI odčítame hodnotu vážených priemerných nákladov na kapitál WACC:

\[
\text{CFROI}_{\text{spread}} = \text{CFROI} - \text{WACC}
\]  

(Pokiaľ je CFROI_spread kladný, podnik vytvára novú pridanú hodnotu pre vlastníkov, pokiaľ je CFROI_spread záporný, podnik svojou činnosťou znehodnocuje majetok, ktorý doň vložili vlastníci. (Marinič, 2008, s. 47)

Ako výhody tohto ukazovateľa uvádzajú Pavelková a Knápková (2009, s. 99):

- ukazovateľ umožňuje porovnávanie podnikov čase, podnikov s rôznym zložením aktiv a podnikov z rôznych krajín,
- ukazovateľ je vyjadrený v percentách,
- ukazovateľ odstraňuje účtovné nedostatky,
- ukazovateľ zohľadňuje infláciu,
možnosť využitia ukazovateľa pri oceňovaní podniku.

Nevýhody ukazovateľa CFROI zhŕňajú Pavelková a Knápková (2009, s. 100) do nasledovných bodov:

- ukazovateľ je náročný na úpravy pre výpočet,
- obtiažne vyjadrenie brutto investícií v bežných cenách pre externého užívateľa,
- neistý predpoklad, že CF bude po dobu životnosti dlhodobého majetku konštantné.

Šulák a Vacík (2003, s. 79) uvádzajú ako výhodu ukazovateľa CFROI jeho flexibilitu oproti ukazovateľu EVA a taktiež jeho paušálne využitie oproti ukazovateľu EVA a ďalej to, že budúcu hodnotu podniku neurčuje na základe minulých výnosov a ziskovosti.

Nevýhodu ukazovateľa CFROI vidia Šulák a Vacík (2003, s. 79) v tom, že nie je možné zistiť, aký veľký vplyv na tvorbu hodnoty v podniku majú jednotlivé projekty.

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

Ukazovateľ hotovostná rentabilita hrubých aktív je podľa Mariniča (2008, s. 46) prísnejší oproti ukazovateľu EVA, pretože využíva v čitatieli namiesto prevádzkového zisku ukazovateľ peňažných tokov, ktoré vychádzajú z prevádzkového zisku, ktorý je očistený od neprevádzkových a mimoriadnych operácií. Tento ukazovateľ meria výnosnosť prevádzkových peňažných tokov k hrubým aktívam.

Výpočet ukazovateľa (Marinič, 2008, s. 45):

\[
CROGA = \frac{OATCF}{GA}
\]  

kde: \(OATCF\) = prevádzkový cash flow po zdanení (zisk – odpisy)  
\(GA\) = hrubé aktíva (dlhodobé prevádzkové aktíva v obstarávacích cenách + pracovný kapitál)

Paveková a Knápková (2009, s. 101) uvádzajú, že ukazovateľ CROGA sa pre zistenie, či podnik tvorí hodnotu, pomeruje s priemernými váženými nákladmi na kapitál WACC. Hodnota CROGA – WACC by mala byť vyššia ako 0.

Marinič (2008, s. 46) zmieňuje aj prísnejšiu variantu k ukazovateľu CROGA, ktorou je ukazovateľ CROIGA (Cash Return on Inflation-Adjusted Gross Assets). Tento ukazovateľ meria výnosnosť peňažného toku k hrubým aktívam, ktoré sú upravené o infláciu.
3.9 Porovnanie moderných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti

Dôle uvedená tabuľka (Tab. 2) uvádza porovnanie vybraných moderných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti podniku.

* náklady na kapitál sú obsiahnuté až v sprede CFROI-WACC\textsubscript{real} a pri ocenení podniku pomocou konceptu CFROI

<table>
<thead>
<tr>
<th>Jednotka</th>
<th>EVA</th>
<th>DCF</th>
<th>MVA</th>
<th>Excess Return</th>
<th>TSR</th>
<th>CFROI</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Náklady cudzieho kap.</td>
<td>áno</td>
<td>áno</td>
<td>zahrnuté v disk. sadzbe</td>
<td>áno</td>
<td>zahrnuté v disk. sadzbe</td>
<td>nie*</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady vlastného kap.</td>
<td>áno</td>
<td>áno</td>
<td>zahrnuté v disk. sadzbe</td>
<td>áno</td>
<td>zahrnuté v disk. sadzbe</td>
<td>nie*</td>
</tr>
<tr>
<td>Úprava o infláciu</td>
<td>nie</td>
<td>nie</td>
<td>nie</td>
<td>nie</td>
<td>nie</td>
<td>áno</td>
</tr>
<tr>
<td>Merateľné na úrovni divizí</td>
<td>áno</td>
<td>áno</td>
<td>nie</td>
<td>nie</td>
<td>nie</td>
<td>áno</td>
</tr>
<tr>
<td>Obsahuje hodnotu rastových príležitostí</td>
<td>nie</td>
<td>áno</td>
<td>áno</td>
<td>áno</td>
<td>áno</td>
<td>nie</td>
</tr>
<tr>
<td>Podnikové plánovanie</td>
<td>stredné využitie</td>
<td>stredné využitie</td>
<td>nedá sa využiť</td>
<td>nedá sa využiť</td>
<td>nedá sa využiť</td>
<td>nedá sa využiť</td>
</tr>
<tr>
<td>Ocenenie podniku</td>
<td>stredné využitie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>nízke využitie</td>
</tr>
<tr>
<td>Portfóliový manažment</td>
<td>nízke využitie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>stredné využitie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>stredné využitie</td>
</tr>
<tr>
<td>Odmeňovanie</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>nízke využitie</td>
<td>nízke využitie</td>
<td>nízke využitie</td>
<td>nízke využitie</td>
<td>nedá sa využiť</td>
</tr>
<tr>
<td>Jednoduchosť riadenia a komunikácia</td>
<td>vysoké využitie</td>
<td>stredné využitie</td>
<td>nedá sa využiť</td>
<td>nedá sa využiť</td>
<td>nedá sa využiť</td>
<td>nedá sa využiť</td>
</tr>
<tr>
<td>Náročnosť vypočtu ukazovateľa</td>
<td>priemerne náročný</td>
<td>priemerne náročný</td>
<td>jednoduchý</td>
<td>priemerne náročný</td>
<td>priemerne náročný</td>
<td>náročný</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Tab. 2. Porovnanie vybraných moderných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti podniku (Pavelková a Knápková, 2009, s. 105)
4 NEFINANČNÉ UKAZOVATELE MERANIA PODNIKOVEJ VÝKONNOSTI

Podľa Šuláka a Vacíka (2003, s. 15) zvyšujú nové prístupy k hodnoteniu podnikovej výkonnosti pôsobenie ekonomických ukazovateľov o také ukazovatele, ktoré lepšie zohľadňujú hybné sily a faktory strategickej výkonnosti podniku, čím podávajú komplexný obraz o správaní a výsledkoch podniku.

Marinič (2008, s. 29) sumarizuje hlavné prednosti nefinančných ukazovateľov do nasledovných bodov:

✓ Nefinančné ukazovatele zohľadňujú podiel nehmotných aktiv (napr. duševného vlastníctva) na celkovej výkonnosti podniku a tvorbe pridanej hodnoty.

✓ Nefinančné ukazovatele sú viac prepojené s dlhodobou stratégiou a dlhodobými cieľmi podniku, na rozdiel od finančných ukazovateľov, ktoré sa zameriavajú najmä na spátné hodnotenie krátkodobých cieľov podniku. Tým môžu lepšie prognózovať faktory ovplyvňujúce celkovú úspešnosť podniku.

✓ Nefinančné ukazovatele sú orientované do budúcnosti a majú schopnosť definovať hlavné faktory, ktoré ovplyvňujú vývoj cieľových finančných ukazovateľov.

✓ Nefinančné ukazovatele citlivejšie reagujú na zmeny vonkajšieho prostredia, čím môžu pomôcť predišť rôznym následkom a zefektívniť manažerske riadenie.

Medzi nedostatky nefinančných ukazovateľov zaraďuje Marinič (2008, s. 30) náročnú tvorbu a využitie systému nefinančných ukazovateľov, ich zber a vyhodnocovanie z hľadiska času aj nákladov, ďalej skutočnosť, že tieto ukazovatele sú ťažko využiteľné pre medzi podnikové porovnávanie a tiež to, že nie vždy existuje jednoznačné definovateľný vzťah medzi nefinančnými ukazovateľmi, účtovnými dátami a cenou akcií na trhu.

Prístupy hodnotenia výkonnosti podniku sa v dnešnej dobe podľa Šuláka a Vacíka (2003, s. 87) nemôžu opierať iba o ekonomické kritériá hodnotenia výkonnosti, ale musia obsahovať aj kvalitatívne a časové aspekty podnikania, čím sa vytvára komplexný systém hodnotenia výkonnosti. Šulák a Vacík (2003, s. 84) uvádzajú, že: „Základom systému komplexného hodnotenia výkonnosti firiem je určenie vhodného okruhu kritérií hodnotenia.“

Medzi najznámejšie koncepcie komplexného hodnotenia výkonnosti podniku môžeme zaraadiť koncepciu Balanced Scorecard a model EFQM.
4.1 Balanced Scorecard

Koncepcia Balanced Scorecard (BSC) bola predstavená R. Kaplanom a D. Nortonom v roku 1992. Marinič (2008, s. 120) popisuje Balanced Scorecard ako „multidimenzionálny systém slúžiaci k definovaniu a uskutočneniu organizačnej a riadejacej stratégie na všetkých organizačných stupňoch podniku tak, aby bola maximalizovaná tvorba hodnoty.“

Cieľom koncepcie BSC je podľa Šuláka a Vacíka (2003, s. 97 – 98) vytvorenie predpokladov pre formuláciu podnikovej stratégie a jej jednotné vnímanie v rámci celého spoločnosti. Medzi jednotlivými strategickými cieľmi, ktoré sú rozčlenené do jednotlivých perspektív sú hladané vzťahy príčin a následkov a pri zakreslení týchto vzťahov vznikajú strategické mapy, ktoré slúžia ako základný nástroj zobrazenia BSC danej spoločnosti.

Synek (2011, s. 366) definuje ako prvý krok pri zavádzaní koncepcie BSC do podniku stanovenie vízie podniku, ďalej je potrebné formulovať strategické ciele a spôsoby ich dosiahnutia, následne je potrebné spracovanie čiastkových cieľov a postupov, nasleduje zavedenie systému neustáleho zlepšovania a spätnej väzby.

Horváth & Partner (2002, s. 2 – 3) popisuje nasledovných päť problémov súvisiacich s riadením podniku ako dôvod pre zavedenie koncepcie Balanced Scorecard:

- Nutnosť presadenia podnikovej stratégie – v podnikoch vzniká problém s presadením stratégie do bežnej praxe, podniková stratégia by mala byť implementovaná efektívne a v požadovanom čase. V dnešnej dobe sa skracuje doba platnosti jednotlivých podnikových stratégií, čo znamená že tento proces musí byť zefektívnený.
- Kritika klasického systému ukazovateľov – táto kritika dala impulz pre vytvorenie koncepcie BSC, pretože klasické finančné ukazovatele nedokážu podať vysvetlenia vhodnú pre riadenie.
- Nutnosť správnej správy – správné správy v podnikoch sú často objemné, obsahujú neprehľadné informácie, ktoré nemajú žiadnu využiteľnosť v podniku.
- Nutnosť zjednodušenia procesu plánujúc o celkovú situáciu v podniku.
- Nutnosť zjednodušenia procesu plánovania – zjednodušením procesu plánovania v podniku je možné zabezpečiť rýchle a pružné reagovanie na novú situáciu. Zavedením BSC do podniku dochádza ku skráteniu celého plánovacieho procesu, prí-
čom strategické plánovanie sa síce predĺži, avšak operatívne plánovanie sa výrazne skráti.

- Nutnosť zlepšenia externého reportingu – externý reporting slúži pre vlastníkov a potenciálnych investorov, podniky by preto tento reporting mali zdokonaľovať a finančné merítka by mali byť doplnené o nefinančné ukazovatele, ktoré doplnia predstavu o strategickom potenciáli podniku.

Nasledovných päť krokov definuje Horváth & Partner (2002, s. 61) ako jadro implementácie Balanced Scoreard:

- konkretizácia strategických cieľov podniku,
- prepojenie podnikových strategických cieľov na základe reťazca príčin a následkov,
- výber merítok,
- stanovenie cieľových hodnôt,
- odsúhlasenie strategických akcií.

BSC je koncept, ktorý finančné merítka minulej výkonnosti doplňa o nové merítka hybných síl budúcej výkonnosti, pričom ciele a merítka tohto konceptu vychádzajú z vízie a stratégie konkrétneho podniku. Výkonnosť podniku posudzuje prostredníctvom štyroch perspektív - finančnej perspektívy, zákazníckej perspektívy, perspektívy interných podnikových procesov a perspektívy učenia sa a rastu. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 194)

Obr. 1. Komponenty BSC (Hrašková, ©2009)
4.1.1 Finančná perspektíva

Kaplan a Norton (2002, s. 48 – 49) definujú finančné ciele ako ohnisko, do ktorého sú na-smerované ciele a meritka ostatných perspektív. Finančné ciele a meritka musia plniť zároveň dve funkcie, prvou je definovanie očakávanej finančnej výkonnosti na základe stratégie, druhou je zhodnotenie cieľov a meritok ostatných perspektív Balanced Scorecard.


Dlhodobým cieľom podniku je vytváranie získu a Kaplan s Nortonom (2002, s. 60) uvádzajú, že všetky ostatné perspektívy a ich stratégie, iniciatívy a programy by mali byť prepojené s finančnou perspektívou a mali by umožňovať dosahovanie finančných cieľov.

4.1.2 Zákaznícka perspektíva


Kaplan a Norton (2002, s. 64) zistili, že v rámci zákazníckej perspektívy podniky volia dva súborové meritky – základnú skupinu meritok a hybné sily výkonnosti zákazníckych výstupov.

Základná skupina meritok je tvorená všeobecnými merítkami, medzi ktoré patria podiel na trhu, udržanie zákazníkov, získanie nových zákazníkov, spokojnosť zákazníkov, ziskovosť zákazníkov. (Kaplan a Norton, s. 64):
Kaplan a Norton (2002, s. 79) však upozorňujú, že tieto merítka obsahujú nedostatky tradičných finančných merítek, ako napr. oneskorené výstupy, čo spôsobuje skutočnosť, že zamestnanci podniku sa o spokojnosti zákazníkov dozvedajú oneskorene.

Merítka hybných síl sú tvorené hodnotovými výhodami, ktoré sa podnik snaží cieľovým zákalzíkom poskytnúť, aby dosiahol ich vysokú spokojnosť, aby si ich vedel udržať a získať, aby dosiahol vysoký tržný podiel atď. (Kaplan a Norton, s. 64) Hoci sa jednotlivé hodnotové výhody pre jednotlivé odvetvia i segmenty odlišujú, Kaplan a Norton (2002, s. 69) určili tie, ktoré platia pre všetky odvetvia a rozdelili ich do troch kategórií:

- vlastnosti výrobku alebo služby – funkčnosť, kvalita a cena,
- vztahy so zákazníkmi – skúsenosti s nákupom a osobný vztah,
- image a poveste podniku.

4.1.3 Perspektíva interných podnikových procesov

Perspektíva interných podnikových procesov sa zameriava na odhalenie procesov, ktoré sú dôležité pre dosiahnutie zákaznických a finančných cieľov.

Kaplan a Norton (2002, s. 85 a 89) odporúčajú, aby sa podnik zameral na interný hodnotový reťazec, ktorý zahrňa tri základné procesy:

- inovačný proces – zistenie súčasných a budúcich potrieb zákazníkov a vývoj nového riešenia pre tieto potreby,
- prevádzkový proces – dodávka konkrétnych výrobkov a služieb konkrétneho zákazníkovi,
- popredajný proces – poskytovanie popredajných služieb, ktoré zvyšujú hodnotu daného výrobku alebo služby, napr. servis, záručné opravy.

4.1.4 Perspektíva učenia sa a rastu

Perspektíva učenia sa a rastu vyvíja ciele pre vytvorenie infraštruktúry, ktorá umožňuje dosiahnutie cieľov v ostatných troch perspektívach. Tieto ciele sú podľa Kaplana a Nortona (2002, s. 112) hybnými silami pre dosahovanie dobrých výstupov v prvých troch perspektívach. Kaplan a Norton (2002, s. 112) podmienajú dosiahnutie dlhodobých finančných cieľov podniku investovaním do podnikovej infraštruktúry. V rámci perspektívy
učenia sa a rastu identifikovali Kaplan a Norton (2002, s. 112 – 113) tri základné oblasti, na ktoré je potrebné sa zameriť:

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

Kľúčovou skupinou merítkov v rámci tejto perspektívy je spokojnosť zamestnancov, produktivita a udržanie zamestnancov. (Kaplan a Norton, 2002, s. 129)

4.1.5 Prínosy koncepcie BSC

Pavelková a Knápková (2009, s. 203) vidia nasledovné prínosy koncepcie BSC:

- porozumenie príčin a následkov a zlepšenie rozhodovania manažérov,
- prepojenie operatívnych aktivít so strategickými prioritami založenými na vízií,
- zameranie manažmentu na budúce strategické akcie skôr než na hodnotenie minulých finančných výsledkov,
- zlepšenie komunikácie v podniku.

4.2 Európsky model EFQM

EFQM Excelence Model nadvázuje na systém certifikácie ISO 9000, kritériá tohto modelu však nie sú nasmerované na akost výrobkov alebo služieb, ale na hodnotenie kvality manažmentu. Kritériá a zásady EFQM modelu vypracovala Európska nadácia pre manažment kvality. Tento model tvorí deväť hlavných a tridsaťdva čiastkových kritérií, ktore hodnotia podnik z hľadiska jeho riadenia tak, aby boli uspokojené záujmy všetkých záujmových skupín. Prvých päť kritérií z uvedených hlavných deviatich predstavujú nástroje a prostriedky (Enablers), ktoré sú v podstate podnikovými schopnosťami (patrí sem: vedenie, ľudia, politika a stratégia, partnerstvo a zdroje, procesy). Zvyšné štyri kritériá z uvedených hlavných deviatich predstavujú výsledky (Results), ktoré slúžia pre vyhodnocovanie úspešnosti podniku z hľadiska splnenia stanovených cieľov (patrí sem: spokojnosť zamestnancov, spokojnosť zákazníkov, vplyv na spoločnosť a kľúčové výsledky výkonnosti). (Marinič, 2008, s. 133 – 134)

Týchto deväť hlavných kritérií je zobrazených na dole uvedenom obrázku (Obr. 2)
Obr. 2. Kritériá modelu EFQM Excelence (Česká společnost pro jakost, ©2012)

Model EFQM charakterizujú Pavelková a Knápková (2009, s. 203) ako model, ktorý pomáha odhalit podniku oblasti pre zlepšovanie a taktiež umožňuje podniku lepšie využiť jeho silné stránky.

EFQM Excellence Model vznikol na základe inšpirácie z koncepcie BSC a iniciatívy štrnástich popredných západoeurópských firiem, ktoré založili Európsku nadáciu pre riadenie akosti (EFQM). Cieľom tohto modelu je zlepšenie postavenia európskych podnikov v súčasnej globálnej konkurencii. EFQM model má pomôcť odhalit slabé miesta podniku a zároveň upozorniť na jeho silné stránky. Model obsahuje deväť oblastí, ktoré sú jeho hlavnými kritériami. Prvých päť kritérií sa týka predpokladov pre to, aby bol podnik úspešný a zvyšné štyri kritériá hodnotia podnik z hľadiska toho, čo chce dosiahnuť. (Neumaierová a Neumaier, 2002, s. 170)

**4.2.1 Prínosy modelu EFQM**

Pavelková a Knápková (2009, s. 203) vidia nasledovné prínosy modelu EFQM:

- kontrola výkonnosti podniku a definovanie jeho silných a slabých stránok,
- iniciácia procesu zvyšovania výkonnosti,
- využitie externého benchmarkingu,
- rozvíjanie „checklistu“ a využívanie „best practices“.
II. PRAKTICKÁ ČÁST
5 ZÁKLADNÉ INFORMÁCIE O SPOLOČNOSTI APC, S. R. O.

Spoločnosť APC, s. r. o. bola založená v roku 2001 v Dubnici nad Váhom. Založili ju štyria spoločníci, pričom základné imanie tejto spoločnosti tvorí 6.639,- €. Spoločnosť APC je exportne zameraný podnik a v súčasnosti viac ako 75 % produkcie vyváža do zahraničia.

Cieľom jej podnikania sa stala oblast strojárskej výroby zameraná na výrobu zváraných oceľových konštrukcií a dielcov rôznych strojov a zariadení a ich častí. Technologické vybavenie spoločnosti umožňuje vykonávať strojárske operácie ako sú mechanické opravovanie (vrátane veľkoryznomerných dielcov), zváranie dielcov a konštrukčných celkov, zámočnícke operácie, drobná montáž a natieračské práce. (APC, ©2012)

Rok 2005 sa pre spoločnosť APC stal významným medzníkom, výrobný program tejto spoločnosti sa rozšíril o výrobu zváraných oceľových komponentov koľajových vozidiel. Tento výrobný program určil nové odborné a kvalitatívne požiadavky na spoločnosť a jej personál. Po roku 2008 sa komodita oceľových zváraných komponentov koľajových vozidiel stala pre spoločnosť APC strategickou. (APC, ©2012)

5.1 Získané certifikáty


5.2 Výrobný program

Výrobný program tvorí hlavne (Interné materiály spoločnosti APC):

- Výroba kovových konštrukcií a oceľových komponentov na zákazku
- Výroba strojov, zariadení a ich častí pre všeobecné účely na zákazku
- Služby mechanického opracovávania
5.3 Najväčší zákazníci

Medzi najväčších zákazníkov spoločnosti APC patria najmä (Interné materiály spoločnosti APC):

- Siemens AG Österreich, Viedeň – výroba oceľových a nerezových komponentov pre vagóny metra, električiek a osobných vagónov (predstavky, bezpečnostné prvky, čelné steny).
- Siemens AG, Mníchov – výroba oceleľových zmáraných podskupín a komponentov pre lokomotivy.
- Bombardier Transportation Czech Republic, a. s., Česká Lípa – výroba zmáraných podskupín a dielcov pre električky.
- Bombardier Transportation AG, Werk Aachen – výroba oceleľových zmáraných komponentov pre koľajové vozidlá.
- Herbold Meckesheim GmbH – výroba skríň mlynov na plasty a ich súčasti (oceľové zmárané a mechanicky opracované podskupiny).
- Emerson, a. s. divízia Branson, Nové Mesto nad Váhom – výroba oceleľových rámových konštrukcií vibračných zmáračiek termoplastických hmôt pre aplikácie v automobilovom priemysle.

5.4 Vývoj počtu zamestnancov

Vývoj výrobných aktivít spoločnosti APC priamo ovplyvňoval aj rozvoj ľudských zdrojov. V spoločnosti APC, s. r. o. pracujú okrem kmeňových zamestnancov aj samostatne zárodkovo činné osoby (SZČO), s ktorými spoločnosť pre zabezpečenie výrobných úloh podľa potreby uzatvára zmluvy o dielo, hlavne v profesii horizontár, zámočník a zmárač. Kmeňoví zamestnanci vykonávajú väčšinou riadiace a administratívne práce, iba malá časť z kmeňových zamestnancov vykonáva zmáračské, zámočnicke a montážne práce.


Tab. 3. Vývoj počtu zamestnancov (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Zamestnanci / Rok</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Priemerný počet kmeň. zamest.</td>
<td>26</td>
<td>40</td>
<td>40</td>
<td>32</td>
<td>29</td>
<td>28</td>
<td>27</td>
</tr>
<tr>
<td>Priemerný počet SZČO</td>
<td>38</td>
<td>38</td>
<td>29</td>
<td>30</td>
<td>36</td>
<td>29</td>
<td>26</td>
</tr>
<tr>
<td>Spolu kmeňoví zamestnanci + SZČO</td>
<td>64</td>
<td>78</td>
<td>69</td>
<td>62</td>
<td>65</td>
<td>57</td>
<td>53</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Interné materiály spoločnosti APC, s. r. o.

5.5 Stratégie a ciele podniku

Základnou stratégiou spoločnosti APC, s. r. o. je vybudovanie si pozície flexibilného a spoľahlivého subdodávateľa ocel'ových zváraných komponentov, dielcov a konštrukcií a stabilného partnera v subdodávateľskom reťazci pre železničný priemysel. (APC, ©2012)

Základným cieľom spoločnosti je poskytovanie kvalitných a terminovo spoľahlivých služieb a neustále zvyšovanie spokojnosti svojich zákazníkov pružnou reakciou na ich potreby a podnety. (APC, ©2012)
6 ANALÝZA PROSTREDIA PODNIKU

6.1 SWOT analýza spoločnosti APC, s. r. o.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Silné stránky</th>
<th>Slabé stránky</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>▪ Vlastníctvo certifikátov pre oprávnenie na zváranie koľajových vozidiel a ich časti podľa DIN 6700-2</td>
<td>▪ Veľmi slabá marketingová činnosť (slabá reklama, propagácia činnosti)</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Certifikácia spoločnosti pre systémy manažérstva kvality a environmentálneho manažérstva podľa normy EN ISO 14001:2004</td>
<td>▪ Nízka firemná kultúra</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Zamestnávanie kvalifikovaných zamestnancov s dlhoročnou praxou</td>
<td>▪ Nedostatok priestoru a kvalitných moderných výrobných kapacit</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Spoločnosť dokáže flexibilne prispôsobiť stav zamestnancov aktuálnym potrebám</td>
<td>▪ Nedostatočné riadenie nákladov spoločnosti</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Vlastníctvo špeciálneho technologického vybavenia umožňujúceho opracovávanie aj veľkorozmerných konštrukčných celkov</td>
<td>▪ Nízky objem finančných prostriedkov určených na inováciu podniku</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Vlastníctvo know-how – dlhoročná prax manažérov aj zamestnancov v danej oblasti</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Pružná reakcia spoločnosti na dopyt</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Výhodná geografická poloha spoločnosti, v oblasti je dobrá dopravná infraštruktúra</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Dobrá konkurenčná schopnosť podniku</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Prevádzkovanie vlastnej www-stránky</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Príležitosti</strong></td>
<td><strong>Hrozby</strong></td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Existencia nových, východných trhov, potenciál existujúcich trhov okolitých krajín</td>
<td>▪ Strata konkurenčnej schopnosti, presun nákladovo orientovaných výrob do lacnejších destinácií</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Rozvoj ľudských zdrojov</td>
<td>▪ Rast svetových cien ocele, cien energií a miezd v hospodárstve</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Preiniknutie na nové zahraničné trhy</td>
<td>▪ Nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily, fluktuácia</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Rozšírenie výroby a nákup nových moderných zariadení</td>
<td>▪ Nedostatočný a oneskorený rozvoj vzdělávacího systému a školstva, zaostávajúci za súčasnými potrebami v jednotlivých odvetviach</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Existencia malej konkurencie v danej oblasti činnosti (spoločnosť, ktorá chce podnikat v danej činnosti musí vlastníť oprávnenie na zváranie koľajových vozidiel a ich časti podľa DIN 6700-2 a zamestnávať kvalifikovaných zamestnancov)</td>
<td>▪ Klesajúce ceny konkurencie z dôvodu finančnej krízy vo svete</td>
</tr>
<tr>
<td>▪ Rozvoj marketingových aktivít, zvýšenie reklamy</td>
<td>▪ Hospodársky útlm v odvetví v dôsledku finančnej krízy</td>
</tr>
</tbody>
</table>
6.2 Porterov model piatich síl

6.2.1 Riziko vstupu potenciálnych konkurentov na trh
Riziko vstupu potenciálnych konkurentov na trh železničného priemyslu je pomerne nízke vzhľadom k tomu, že pre danú výrobu sú potrebné pomerne vysoké počiatočné kapitálové výdaje pre nákup potrebného technologického vybavenia, ďalej je potrebné vlastníctvo certifikátov pre oprávnenie na zváranie koľajových vozidiel a ich častí podľa DIN 6700-2, taktiež je zákazníkmi vyžadovaná certifikácia spoločnosti pre systémy manažérstva kvality a environmentálneho manažérstva podľa normy EN ISO 14001:2004 a nutné je v rámci tejto výroby taktiež vlastníctvo know-how. Spoločnosti, ktoré chcú vyrábať svoje produkty pre železničný priemysel musia taktiež prejsť cez prisny zákaznicky audit.

6.2.2 Rivalita medzi existujúcimi konkurentmi
Spoločnosť APC v súčasnosti zhruba 75% svojej produkcie vyváža do zahraničia najmä na nemecký a rakúskej trh. Odberatelia z týchto krajin hľadajú porovnateľné súvislosti na kvalitu, ale lacnejšiu výrobu na nízkonákladovejších trhoch. Konkurentmi spoločnosti APC sú teda podniky, ktoré splňajú náročné požiadavky na kvalitu, ale zároveň sa ich produkcia pohybuje na priaznivej nákladovej úrovni. Najvýznamnejšími konkurentmi spoločnosti APC na slovenskom trhu sú spoločnosti PPS Group, a. s., K-SUPRA, s. r. o., Zastrova, a. s. a v nedávnej minulosti taktiež spoločnosť ZTS-Mechanik, s. r. o., ktorá je v súčasnosti v konkurze. Svojich najvýznamnejších zahraničných konkurentov spoločnosť APC nepozná, nakoľko zahraniční obchodní partneri si tieto informácie o potenciálnych konkurentoch chránia. Medzi konkurenčné spoločnosti v zahraničí sa však zaradujú najmä poľské, maďarské, bulharské a rumunské menšie podniky. Odberatelia najmä v posledných rokoch vyvíjajú veľký tlak na pokles cien, čo spôsobuje cenový boj medzi jednotlivými konkurentmi.

6.2.3 Zmluvná síla odberateľov
Zmluvná síla odberateľov spoločnosti APC je pomerne vysoká. Spoločnosť APC dodáva váčšinu svojich produktov do zahraničia najmä na rakúsky a nemecký trh niekoľkým, avšak významným odberateľom. Medzi najdôležitejších odberateľov patria spoločnosti ako Siemens AG Österreich so sídlom vo Viedni, Siemens AG so sídlom v Mnichove, Herbold Meckesheim GmbH so sídlom v Meckesheime, Bombardier Transportation AG so sídlom v Aachene a Bombardier Transportation Czech Republic, a. s. so sídlom v Českej Lípe.
Keďže sa jedná o veľké a významné spoločnosti, ktoré sú zdrojom veľkých a významných zákaziek pre APC, majú veľkú sílu pri vyjednávaní podmienok.

6.2.4 Zmluvná síla dodávateľov

Zmluvná síla dodávateľov je primeraná. Spoločnosť APC spolupracuje so svojimi stálymi a preverenými, najmä slovenskými dodávateľmi materiálu, pričom pri každej novej veľkej zákazke sú s týmito dodávateľmi prejednávané konkrétne cenové, dodacie a platobné podmienky. Pre spoločnosť APC je veľmi dôležité mať spolahlivých a preverených dodávateľov, pretože si nevytvára veľké skladové zásoby a včasné dodávky sú pre jej výrobu dôležité. Medzi najvýznamnejších dodávateľov materiálu pre spoločnosť APC patria firmy, ako napríklad Raven, a. s., Königfrankstahl, s. r. o., Voestalpine AG, ArcelorMittal AG, Kovex, s. r. o., IMS KUPA, a. s., PMR, s. r. o., DDO, s. r. o. a Bušo, s. r. o.

6.2.5 Hrozba substitučných výrobkov

Hrozba substitučných výrobkov v oblasti strojárskej výroby jednotlivých komponentov koľajových vozidiel je veľmi malá. Jednotlivé komponenty sú totiž vyrábané na zákazku presne podľa špecifických požiadaviek zákazníka a v požadovanej kvalite, ktorá si vyžaduje dlhoročnú skúsenosť a know-how pri danej výrobe.
7 ANALÝZA FINANČNEJ VÝKONNOSTI SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. POMOCOU TRADIČNÝCH UKAZOVATEĽOV

V tejto kapitole spracujem analýzu finančnej výkonnosti spoločnosti APC, s. r. o. v rokoch 2005 až 2011 pomocou tradičných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti. Medzi tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti zaraďujeme ukazovatele zisku, ukazovatele cash flow a ukazovatele rentability. Táto časť obsahuje tiež zhrnutie jednotlivých ukazovateľov finančnej analýzy spoločnosti APC, s. r. o., pričom kompletná finančná analýza tejto spoločnosti vrátane porovnania vybraných ukazovateľov s konkurenčným podnikom sa nachádza v prílohe P XIII.

7.1 Ukazovatele zisku

Vývoj výsledku hospodárenia spoločnosti APC znázorňuje dole uvedená tabuľka (Tab. 4). Výsledok hospodárenia je rozdelený na prevádzkový, finančný a mimoriadny, pričom spoločnosť APC dosahuje vo všetkých rokoch sledovaného obdobia (roky 2005 – 2011) nulový mimoriadny výsledok hospodárenia. Finančný výsledok hospodárenia spoločnosti APC je vo všetkých rokoch sledovaného obdobia záporný, čo je spôsobené prebytkom finančných nákladov (nákladových úrokov a kurzových strát) nad finančnými výnosmi. Vývoj výsledku hospodárenia za účetné obdobie je v celom sledovanom období značne kolízavý. V roku 2006 výsledok hospodárenia prudko vzrástol oproti roku 2005, až o 1736,91 %, čo spôsobilo získanie veľkej zahraničnej zákazky od významného odberateľa v oblasti železničného priemyslu, ktorá predstavovala nosný výrobný program vo forme sériového výroby počas taktmer celého roka, pričom tento odberateľ zaujal dominantné postavenie na zákazkách s podielom až 72,4 %. V roku 2007 však taký úspešný pre spoločnosť nebol, hospodársky výsledok klesol až do záporných hodnôt, konkrétne na −152.460,- €, čo zapríčinovalo nezískanie očakávaného zisku od zahraničného partnera. Spoločnosť bola nútene zameriť sa na krátkodobé projekty vo forme drobných zákaziek, čo však prinieslo časové napätie pri realizácii zákaziek, vysokú náročnosť na operatívne zabezpečovanie nákupu a potrebných kooperácií a preťaženie úzkoprofilových kapacít spoločnosti, pričom tieto zákazky boli na hranici efektívnosti. V roku 2008 bol hospodársky výsledok spoločnosti opät záporný, avšak podarilo sa jej stratu znížiť na hodnotu −60.280,- €, čo pôsobila skutočnosť, že spoločnosť sa v tomto roku podarilo získať nové zákazky od štyroch významných zahraničných odberateľov, pričom tieto zákazky predstavovali 48,3 % na celkových tržbách spoločnosti. V priebehu roka 2009 sa však spoločnosti APC poda-

Tab. 4. Vývoj výsledku hospodárenia spoločnosti APC, s. r. o. (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka (v €)</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Prevádzkový VH</td>
<td>26 953</td>
<td>437 595</td>
<td>-143 896</td>
<td>-34 522</td>
<td>96 793</td>
<td>58 079</td>
<td>-58 249</td>
</tr>
<tr>
<td>Finančný VH</td>
<td>-7 137</td>
<td>-35 883</td>
<td>-8 232</td>
<td>-31 302</td>
<td>-12 249</td>
<td>-9 549</td>
<td>-9 458</td>
</tr>
<tr>
<td>Mimoriadny VH</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>VH za účtovné obdobie (EAT)</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-60 280</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
<td>-65 979</td>
</tr>
<tr>
<td>Daň</td>
<td>2 191</td>
<td>77 939</td>
<td>332</td>
<td>-5 543</td>
<td>-2 158</td>
<td>7 013</td>
<td>-1 728</td>
</tr>
<tr>
<td>VH pred zdanením (EBIT)</td>
<td>19 817</td>
<td>401 713</td>
<td>-152 128</td>
<td>-65 824</td>
<td>84 545</td>
<td>48 530</td>
<td>-67 707</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákladové úroky</td>
<td>100</td>
<td>963</td>
<td>7 834</td>
<td>11 784</td>
<td>10 954</td>
<td>9 288</td>
<td>8 927</td>
</tr>
<tr>
<td>VH pred úrokmi a zdanéním (EBIT)</td>
<td>19 916</td>
<td>402 675</td>
<td>-144 294</td>
<td>-54 040</td>
<td>95 499</td>
<td>57 818</td>
<td>-58 780</td>
</tr>
<tr>
<td>Odpisy</td>
<td>6 871</td>
<td>16 232</td>
<td>27 584</td>
<td>28 215</td>
<td>25 360</td>
<td>25 443</td>
<td>17 844</td>
</tr>
<tr>
<td>VH pred úrokmi, zdan. a odpismi (EBITDA)</td>
<td>26 787</td>
<td>418 907</td>
<td>-116 710</td>
<td>-25 825</td>
<td>120 859</td>
<td>83 261</td>
<td>-40 936</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Výkaz ziskov a strát spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011

7.2 Ukazovatele cash flow

Dole uvedená tabuľka (Tab. 5) nám znázorňuje cash flow v spoločnosti APC, s. r. o. v jednotlivých rokoch rozdelený z hľadiska prevádzkovej, investičnej a finančnej činnosti. V roku 2005 spoločnosť APC ešte neviedla evidenci Cash flow, preto tento rok nie je v tabuľke zachytený.
Cash flow z finančnej činnosti je vo všetkých rokoch sledovaného obdobia nulové, čo znamená, že podnik nevyvíja žiadnu finančnú aktivitu. Cash flow z investičnej činnosti bolo v sledovaných rokoch vždy záporné, čo odráža investičnú aktivitu podniku, avšak približne až 90 % investičného cash flow tvoria výdaje na prenájom dlhodobého majetku, konkrétne budovy a strojov a zariadení, ktoré spoločnosť využíva pre svoju činnosť.


Tab. 5. Vývoj cash flow v rokoch 2006 – 2011 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka (v €)</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>PS peňažných prostriedkov</td>
<td>7 635</td>
<td>286 231</td>
<td>1 195</td>
<td>14 672</td>
<td>3 815</td>
<td>16 845</td>
</tr>
<tr>
<td>CF z investičnej činnosti</td>
<td>660 426</td>
<td>-5 543</td>
<td>245 901</td>
<td>304 056</td>
<td>298 181</td>
<td>178 045</td>
</tr>
<tr>
<td>CF z finančnej činnosti</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Čisté zniženie, resp. zvýšenie PP</td>
<td>278 597</td>
<td>-285 036</td>
<td>13 477</td>
<td>-10 854</td>
<td>13 030</td>
<td>-18 523</td>
</tr>
<tr>
<td>KS peňažných prostriedkov</td>
<td>286 231</td>
<td>1 195</td>
<td>14 672</td>
<td>3 817</td>
<td>16 845</td>
<td>-1 678</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Výkaz cash flow spoločnosti APC, s. r. o., roky 2006 – 2011
Vývoj free cash flow, a teda peňaných prostriedkov pre vlastníkov a veriteľov znázorňuje nasledujúca tabuľka (Tab. 6).

Tab. 6. Vývoj free cash flow v rokoch 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka (v €)</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EBIT x (1 - d)</td>
<td>16 132</td>
<td>326 167</td>
<td>-116 878</td>
<td>-43 772</td>
<td>77 354</td>
<td>46 833</td>
<td>-47 612</td>
</tr>
<tr>
<td>+ odpisy</td>
<td>6 871</td>
<td>16 232</td>
<td>27 584</td>
<td>28 215</td>
<td>25 360</td>
<td>25 443</td>
<td>17 844</td>
</tr>
<tr>
<td>+/- prírastok cash flow</td>
<td>x</td>
<td>278 597</td>
<td>-285 036</td>
<td>13 477</td>
<td>-10 854</td>
<td>13 030</td>
<td>-18 523</td>
</tr>
<tr>
<td>- investície</td>
<td>x</td>
<td>157 240</td>
<td>82 586</td>
<td>27 617</td>
<td>138 219</td>
<td>94 051</td>
<td>5 468</td>
</tr>
<tr>
<td>Free Cash Flow</td>
<td>x</td>
<td>463 756</td>
<td>-456 917</td>
<td>-29 698</td>
<td>-46 360</td>
<td>-8 745</td>
<td>-53 759</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Výkazy a interné materiály spoločnosti APC, s. r. o.

Z uvedenej tabuľky znázorňujúcej vývoj free cash flow je zrejmé, že od roku 2007 bol zaznamenaný iba záporný tok peňažných prostriedkov pre vlastníkov a veriteľov podniku.

7.3 Ukazovateľy rentability

Ukazovateľy rentability podávajú vedeniu podniku informácie o tom, ako efektívne podnik využíva vložený kapitál. Hodnoty jednotlivých ukazovateľov sú zaznamenané v dole uvedenej tabuľke (Tab. 7).

Tab. 7. Ukazovateľy rentability, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rentabilita</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ROA – Rentabilita cel. kapitálu</td>
<td>6,04 %</td>
<td>67,32 %</td>
<td>-35,74 %</td>
<td>-13,45 %</td>
<td>29,70 %</td>
<td>20,68 %</td>
<td>-20,85 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROE – Rentabilita vl. kapitálu</td>
<td>64,76 %</td>
<td>97,70 %</td>
<td>105,27 %</td>
<td>29,39 %</td>
<td>-73,23 %</td>
<td>-54,00 %</td>
<td>46,18 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROS – Rentabilita tržieb</td>
<td>1,23 %</td>
<td>12,29 %</td>
<td>-8,60 %</td>
<td>-3,37 %</td>
<td>6,30 %</td>
<td>3,21 %</td>
<td>-4,85 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROI – Rentabilita úpl. kapitálu</td>
<td>42,96 %</td>
<td>97,70 %</td>
<td>-94,70 %</td>
<td>-83,49 %</td>
<td>66,77 %</td>
<td>31,80 %</td>
<td>-88,30 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>


Hodnoty rentability vlastného kapitálu ROE sú v rokoch 2007, 2008 a 2011 znázornené červenou farbou, pretože v týchto rokoch bol hospodársky výsledok záporný a vlastný kapitál bol tiež záporný, čo značí, že v týchto rokoch teda nebola dosiahnutá žiadna rentabilita vlastného kapitálu. Keďže ukazovateľ ROE vypovedá o výnosnosti kapitálu, ktorý do spoločnosti vložili vlastníci, môžem skonštatovať, že vlastníkom sa od roku 2007 príliš
neoplatí podstupovať podnikateľské riziko, pretože omnoho vyšší a bezrizikovejší výnos by získali z dlhodobých vkladov v banke.

Hodnoty rentability celkového kapitálu sú v rokoch 2006, 2009 a 2010 pomerne vysoko, čo je spôsobené skutočnosťou, že spoločnosť eviduje vo svojich aktivách iba časť majetku, ktorý využíva a ostatný majetok si prenajíma od spoločnosti SAZ, s. r. o. Po započítaní hodnoty prenájmu v jednotlivých rokoch do aktiv podniku sa hodnoty rentability celkového kapitálu znížili. V roku 2006 vyšla hodnota ROA 50,50 %, v roku 2009 19,25 % a v roku 2010 12,28 %.


7.4 Zhrnutie ukazovateľov finančnej analýzy

V tejto časti uvádzam iba stručné zhrnutie jednotlivých ukazovateľov finančnej analýzy spoločnosti APC, s. r. o. Kompletná finančná analýza tejto spoločnosti vrátane porovnania vybraných ukazovateľov s konkurenčným podnikom sa nachádza v prílohe P XIII.

Ako prvú časť finančnej analýzy som spracovala analýzu absolutných ukazovateľov, čiže horizontálnu a vertikálnu analýzu súvahy a výkazu ziskov a strát.

V rámci analýzy súvahy som skúmala štruktúru aktív a pasív. Z tejto analýzy je zrejmé, že štruktúra aktív je tvorená najmä obežnými aktivami, ktorých hlavnou zložkou sú krátkodobé pohľadávky. Dlhodobý majetok tvorí iba menšiu časť aktív, pretože váčšinu dlhodobého majetku, ktorý podnik pre svoju činnosť využíva (približne 80 %) má spoločnosť v prenájme. Jeho najvýznamnejšou položkou je dlhodobý hmotný majetok. Štruktúra pasív je tvorená najmä cudzími zdrojmi a to najmä krátkodobými záväzkami. V rokoch 2007 až


teľov a tržby v druhom polroku začali rásť rýchlejším tempom. V priebehu roka 2009 spoločnosť produkovala výrobky pre piatich zahraničných odberateľov z oblasti železničného priemyslu, čo jej pomohlo prežiť obdobie krízy a prispelo k dosiahnutiu kladného hospodárskeho výsledku vo výške 86.703,- €. V roku 2010 sa však už hospodárska kríza prejavila aj v železničnom priemysle v zahraničí a obmedzila možnosť získania nových zákaziek aj u tradičných zahraničných odberateľov. Hospodársky výsledok spoločnosti v roku 2010 bol sice kladný, ale poklesol na hodnotu 41.517,- € z dôvodu poklesu objemu všetkých väčších zahraničných zákaziek a z dôvodu veľkého tlaku odberateľov na ceny. V roku 2011 následne na základe zniženého objemu produkcie pre zahraničných partnerov, veľkého cenového nátlaku a taktiež stagnácie nových objednávok od významných zahraničných odberateľov dosiahla spoločnosť APC opätí záporný výsledok hospodárenia vo výške -65.979,- €.

vale spoločnosť APC v sledovanom období nedosahuje. Vo všetkých rokoch je hodnota bežnej likvidity hlboko pod hranicou odporúčenej hodnoty, iba rok 2006 sa najviac približuje tejto hodnote. Pre podnik to signalizuje vážny nedostatok pracovného kapitálu, ktorý by mal čo najskôr vyriešiť, napr. odpredajom svojho nepotrebného majetku. Z uvedenej analýzy likvidity vyplýva, že spoločnosť APC má značné problémy s likviditou. Treba však vziať do úvahy, že v rokoch 2007, 2008 a 2009 tvoria viac ako polovicu krátkodobých záväzkov spoločnosti APC záväzky voči spoločníkom a združeniu a v rokoch 2010 a 2011 okrem záväzkov voči spoločníkom a združeniu aj položka bankové úvery a výpomoci, ktorá je tvorená časťou pretransformovaných záväzkov voči spoločníkom a združeniu pri zmene časti spoločníkov v roku 2010. Tieto položky výšku krátkodobých záväzkov zvyšujú. Pre zlepšenie ukazovateľov likvidity by som vlastníkom odporučila rozhodnúť o preklopení časti alebo celej pohľadávky voči spoločnosti APC do vlastného imania spoločnosti, čím by sa vlastný kapitál zvýšil a nadobudol by kladnú hodnotu a záväzky voči spoločníkom a združeniu by sa znížili. Pri rozhodnutí o preklopení 2/3 pohľadávky spoločníkov voči spoločnosti APC do základného imania som vypočítala, že hodnoty jednotlivých likvidít by sa zlepšili, a najmä hodnoty pohotovej likvidity by takmer dosahovali odporúčanú hodnotu.


Ako poslednú časť finančnej analýzy som spracovala súhrnné ukazovatele hospodárenia, konkrétne ukazovateľ Z-skóre a Index IN05.

mu určité finančné problémy. Aj podľa predchádzajúcich analýz boli jednotlivé výsledky najhoršie v týchto rokoch.

Z výsledkov Indexu IN05, ktorý podáva informácie o finančnej situácii podniku pre veriteľa aj pre vlastníka môžeme vyčítať, že vo všetkých rokoch sledovaného obdobia okrem rokov 2007, 2008 a 2011 dosahuje podnik uspokojivú finančnú situáciu, pretože hodnoty Indexu IN05 sú vyššie ako 1,6. V roku 2007 je hodnota Indexu IN05 záporná a v rokoch 2008 a 2011 je hodnota Indexu IN05 nižšia ako 0,9 čo značí, že podnik je ohrozený vážnymi finančnými problémami. Tieto výsledky sa taktiež potvrdili už v predchádzajúcich analýzach. (Opatovská, 2010)
8 ANALÝZA FINANČNEJ VÝKONNOSTI SPOLOČNOSTI APC, S. R. O. POMOCOU MODERNÝCH UKAZOVATEĽOV

V tejto kapitole spracujem analýzu finančnej výkonnosti spoločnosti APC, s. r. o. v rokoch 2005 až 2011, pričom sa budem venovať moderným ukazovateľom merania finančnej výkonnosti. Na základe výsledkov tejto a predchádzajúcej kapitoly odporúčám pre spoločnosť vhodný systém hodnotenia a merania finančnej výkonnosti.

Nasledujúca časť práce obsahuje postupy pri úprave vstupných údajov a výpočty vybraných moderných ukazovateľov finančnej výkonnosti, ako ukazovateľa EVA, CFROI, CROGA a CROIGA.

8.1 Ekonomická pridaná hodnota – EVA (Economic Value Added)

Hodnotu ukazovateľa ekonomickej pridané hodnoty pre spoločnosť APC, s. r. o. v jednotlivých rokoch vypočítam pomocou ekonomického aj účtovného modelu.

8.1.1 Ekonomický model ukazovateľa EVA

Ekonomický model ukazovateľa EVA vychádza z upravených účtovných výkazov. V nasledovnom texte sú uvedené úpravy účtovných výkazov spoločnosti APC, s. r. o., ktoré som pre výpočet ukazovateľa EVA vykonala.

8.1.1.1 Výpočet čistých operatívnych aktív (NOA)

V rámci výpočtu čistých operatívnych aktív som najskôr posudzovala vylúčenie neoperatívnych aktív, ktoré nie sú potrebné pre hlavnú činnosť podniku:

- Krátkodobý finančný majetok – spoločnosť APC neeviduje žiadne krátkodobé cenné papiere a podiely a výška peňažných prostriedkov v podniku nepresahuje prevádzkové potrebnú úroveň, preto som z tohto majetku nič nevylúčila.
- Finančné investície – spoločnosť APC neeviduje žiadne finančné investície.
- Vlastné akcie – spoločnosť APC nie je akciová spoločnosť, preto neeviduje žiadne vlastné akcie.
- Nedokončené investície – spoločnosť APC neeviduje nedokončené investície.
- Ostatné prevádzkovo nepotrebné aktív – spoločnosť APC nevlastní žiadne nevyužité nehnuteľnosti, nepotrebné zásoby, nadbytočné množstvo prevádzkovo potreb-
ného majetku a neeviduje žiadne pohľadávky, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku, avšak eviduje určitý objem nedobytých pohľadávok.

V ďalšom kroku som aktivovala položky, ktoré v aktívach podniku chýbajú, ale sú potrebné pre hlavnú činnosť:

- Finančný leasing – spoločnosť APC neeviduje žiadny majetok obstaraný na finančný leasing.
- Operatívny leasing a nájom – spoločnosť APC využíva pre hlavnú činnosť prenajatý majetok, ktorý zahrňa budovy a tak tiež väčšinu strojov a zariadení. Tento majetok nie je v súvahu zachytený, preto som súčasnú hodnotu prenájmu tohto majetku aktivovala do dlhodobého hmotného majetku a tak tiež do cudzích zdrojov.
- Oceňovacie rozdiely u obežných aktiv – spoločnosť APC neeviduje žiadne oceňovacie rozdiely u obežných aktiv.
- Oceňovacie rozdiely u dlhodobých aktiv – informácie o tržných cenách dlhodobých aktiv spoločnosti APC nie sú k dispozícii, preto nie je táto položka pre výpočet NOA zohľadnená.
- Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami – aktivovala som náklady na reklamu a náklady na vzdelanie pracovníkov, pričom predpokladám, že tieto náklady budú mať účinok v priebehu piatich rokov.
- Goodwill – spoločnosť APC nevyčísľuje položku goodwill.
- Tiché rezervy – spoločnosť APC nevytvára žiadne tiché rezervy.

V poslednom kroku v rámci vyčíslenia čistých operatívnych aktiv som znižila aktiva o neúročený cudzí kapitál tak, že som z aktiv vylúčila takú hodnotu aktív, ktorá je financovaná neúročeným cudzím kapitáلوم:

- Krátkodobé záväzky – spoločnosť APC eviduje nasledovné neúročené krátkodobé záväzky – záväzky z obchodného styku, nevyfakturované dodávky, záväzky k zamestnancom, záväzky zo sociálneho zabezpečenia, daňové záväzky a dotácie a iné záväzky, pričom aktiva spoločnosti APC znižím o hodnotu týchto záväzkov.
- Pasívne položky časového rozlišenia – spoločnosť APC eviduje pasívne položky časového rozlišenia v rokoch 2005 až 2007, v týchto rokoch znižím hodnotu aktív o tieto položky.
Dlhodobé záväzky – spoločnosť APC eviduje neúročené dlhodobé záväzky (záväzky zo sociálneho fondu a odložený daňový záväzok), hodnotu aktiv znížim aj o hodnotu týchto záväzkov.

Rezervy – spoločnosť APC eviduje rezervy všeobecného charakteru, ktoré započítam do vlastného kapitálu vo forme ekvivalentov vlastného kapitálu.

Tab. 8. Výčíslenie čistých operatívnych aktiv – aktívna časť súvahy (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Dlhodobý majetok</td>
<td>194 567</td>
<td>392 041</td>
<td>295 733</td>
<td>275 233</td>
<td>233 492</td>
<td>226 924</td>
<td>214 801</td>
</tr>
<tr>
<td>DNM</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>4 116</td>
<td>3 120</td>
<td>2 128</td>
<td>1 144</td>
</tr>
<tr>
<td>Aktivácia nákladov na reklamu a vzdélavanie</td>
<td>66 591</td>
<td>72 218</td>
<td>739</td>
<td>2 611</td>
<td>438</td>
<td>2 821</td>
<td>3 261</td>
</tr>
<tr>
<td>DNM po úprave</td>
<td>66 591</td>
<td>72 218</td>
<td>739</td>
<td>6 727</td>
<td>3 558</td>
<td>4 949</td>
<td>4 405</td>
</tr>
<tr>
<td>DHM</td>
<td>59 218</td>
<td>120 560</td>
<td>95 831</td>
<td>69 342</td>
<td>55 334</td>
<td>30 875</td>
<td>19 296</td>
</tr>
<tr>
<td>Aktivácia prenájmu</td>
<td>68 759</td>
<td>199 263</td>
<td>199 164</td>
<td>199 164</td>
<td>174 600</td>
<td>191 100</td>
<td>191 100</td>
</tr>
<tr>
<td>DHM po úprave</td>
<td>127 977</td>
<td>319 823</td>
<td>294 994</td>
<td>268 506</td>
<td>229 934</td>
<td>221 975</td>
<td>210 396</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Obežný majetok</td>
<td>270 364</td>
<td>474 507</td>
<td>306 778</td>
<td>326 840</td>
<td>249 816</td>
<td>245 453</td>
<td>260 584</td>
</tr>
<tr>
<td>Zásoby</td>
<td>33</td>
<td>7 303</td>
<td>37 741</td>
<td>52 911</td>
<td>47 799</td>
<td>66 668</td>
<td>79 216</td>
</tr>
<tr>
<td>Dlhodobé pohľadávky</td>
<td>0</td>
<td>332</td>
<td>0</td>
<td>2 025</td>
<td>4 182</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Krátkodobé pohľadávky</td>
<td>262 697</td>
<td>182 965</td>
<td>261 435</td>
<td>257 950</td>
<td>206 566</td>
<td>161 941</td>
<td>181 194</td>
</tr>
<tr>
<td>Nedobyté pohľadávky</td>
<td>0</td>
<td>2 324</td>
<td>0</td>
<td>717</td>
<td>12 549</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Finančný majetok</td>
<td>7 635</td>
<td>286 231</td>
<td>7 601</td>
<td>14 672</td>
<td>3 817</td>
<td>16 844</td>
<td>174</td>
</tr>
<tr>
<td>Časové rozlišenie aktiv</td>
<td>332</td>
<td>763</td>
<td>1 129</td>
<td>830</td>
<td>763</td>
<td>1 106</td>
<td>836</td>
</tr>
<tr>
<td>Neúročený cudzí kapitál</td>
<td>286 098</td>
<td>261 369</td>
<td>231 494</td>
<td>320 122</td>
<td>178 716</td>
<td>144 039</td>
<td>195 050</td>
</tr>
<tr>
<td>Časové rozlišenie pasív</td>
<td>1 759</td>
<td>1 195</td>
<td>564</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Neúročené dlhodobé záväzky</td>
<td>1 792</td>
<td>5 344</td>
<td>5 311</td>
<td>1 527</td>
<td>830</td>
<td>3 565</td>
<td>1 817</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky zo sociálneho fondu</td>
<td>1 792</td>
<td>1 826</td>
<td>1 792</td>
<td>1 527</td>
<td>830</td>
<td>730</td>
<td>712</td>
</tr>
<tr>
<td>Odložený daňový záväzok</td>
<td>0</td>
<td>3 519</td>
<td>3 519</td>
<td>0</td>
<td>2 835</td>
<td>1 105</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Neúročené krátkodobé záväzky</td>
<td>282 547</td>
<td>254 830</td>
<td>225 619</td>
<td>318 595</td>
<td>177 886</td>
<td>140 474</td>
<td>193 233</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky z obchodného styku</td>
<td>245 701</td>
<td>146 883</td>
<td>190 500</td>
<td>270 099</td>
<td>132 809</td>
<td>112 275</td>
<td>167 160</td>
</tr>
<tr>
<td>Nevyfakturované dodávky</td>
<td>33</td>
<td>133</td>
<td>66</td>
<td>33</td>
<td>0</td>
<td>21</td>
<td>19</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky k zamestnancom</td>
<td>19 750</td>
<td>18 190</td>
<td>13 510</td>
<td>18 356</td>
<td>25 360</td>
<td>15 604</td>
<td>14 642</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky zo sociálneho poistenia</td>
<td>11 983</td>
<td>13 477</td>
<td>8 133</td>
<td>21 974</td>
<td>15 236</td>
<td>9 801</td>
<td>9 214</td>
</tr>
<tr>
<td>Daňové záväzky a dotácie</td>
<td>4 514</td>
<td>75 616</td>
<td>12 912</td>
<td>5 610</td>
<td>4 216</td>
<td>2 329</td>
<td>2 118</td>
</tr>
<tr>
<td>Iné záväzky</td>
<td>564</td>
<td>531</td>
<td>498</td>
<td>2 523</td>
<td>266</td>
<td>444</td>
<td>80</td>
</tr>
<tr>
<td>NOA</td>
<td>179 165</td>
<td>605 943</td>
<td>372 146</td>
<td>282 781</td>
<td>305 356</td>
<td>329 444</td>
<td>281 171</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Súvaha spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011; Interné materiály spoločnosti

Hore uvedená tabuľka (Tab. 8) obsahuje všetky úpravy pre vyčíslenie čistých operatívnych aktiv, ktoré som uskutočnila. Do dlhodobého nehmotného majetku som započítala aktivované náklady na reklamu a vzdélávanie pracovníkov, do dlhodobého hmotného majetku som zahrnula aktivovaný prenájom majetku, hodnotu pohľadávok som znížila o nedobyté pohľadávky a v poslednom kroku som hodnotu aktiv znížila o hodnotu neúročeného cudzieho kapitálu.
Úpravy, ktoré som uskutočnila v aktívnej časti súvahy som musela automaticky uskutočniť aj v pasívnej časti súvahy v rámci položky ekvivalenty vlastného kapitálu a zaradením hodnoty prenájmu do cudzích zdrojov. Tieto úpravy sú uvedené v tabuľke (Tab. 9).

**Tab. 9. Výčislenie čistých operatívnych aktív – pasívna časť súvahy (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Základný kapitál</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
</tr>
<tr>
<td>Kapitálové fondy</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
</tr>
<tr>
<td>Fondy zo zisku</td>
<td>66</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
</tr>
<tr>
<td>VH mimulých rokov</td>
<td>2 556</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>-152 460</td>
<td>-212 740</td>
<td>-126 032</td>
<td>-84 515</td>
</tr>
<tr>
<td>VH bežného obdobia</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-60 280</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
<td>-65 979</td>
</tr>
<tr>
<td>Ekvivalenty VK</td>
<td>69 379</td>
<td>75 272</td>
<td>11 992</td>
<td>11 421</td>
<td>901</td>
<td>7 786</td>
<td>15 353</td>
</tr>
<tr>
<td>Cudzie zdroje</td>
<td>82 567</td>
<td>199 263</td>
<td>504 979</td>
<td>476 466</td>
<td>422 857</td>
<td>398 538</td>
<td>408 677</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky voči spol. a združeniu</td>
<td>13 809</td>
<td>0</td>
<td>299 409</td>
<td>277 302</td>
<td>248 257</td>
<td>41 517</td>
<td>-65 979</td>
</tr>
<tr>
<td>Bankové úvery a výpomoci</td>
<td>0</td>
<td>6 406</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>164 999</td>
<td>173 524</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Prenájom</td>
<td>68 759</td>
<td>199 263</td>
<td>199 164</td>
<td>199 164</td>
<td>174 600</td>
<td>191 100</td>
<td>191 100</td>
</tr>
<tr>
<td>Kapitál celkom</td>
<td>179 165</td>
<td>605 943</td>
<td>372 146</td>
<td>282 781</td>
<td>305 356</td>
<td>329 444</td>
<td>281 171</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Súvaha spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011; Interné materiály spoločnosti

Hodnota aktívnej časti súvahy a pasívnej časti súvahy je rovnaká, bilančné pravidlo zostalo zachované.

8.1.1.2 Výpočet čistého operatívneho zisku (NOPAT)

Pri výpočte čistého operatívneho zisku som vychádzala z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením. V rámci úprav tohto výsledku hospodárenia som uskutočnila nasledovné kroky:

- Vylúčenie platených úrokov z finančných nákladov – k výsledku hospodárenia som pričítala platené nákladové úroky vyplývajúce zo záväzkov voči spoločníkom a združeniu, nákladové úroky z bankových úverov a tiež implicitné úroky z prenájmu majetku. Takto som vylúčila, aby tieto položky boli vo výpočte EVA zahrnuté dvakrát (v NOPAT aj vo WACC).

- Vylúčenie mimoriadnych položiek – z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením som vylúčila výsledok hospodárenia z predaja nepotrebného dlhodobého majetku a materiálu.

- Vylúčenie výnosov z nepotrebných aktív – vo výkazoch spoločnosti APC som nezaznamenala žiadne výnosy z nepotrebných aktív.

- V rámci NOPAT je ďalej nutné zohľadniť zmeny vo vlastnom kapitáli:
Vylúčenie nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami – v tomto kroku som vylúčila náklady na reklamu a náklady na vzdělávanie a nahradila ich odhadnutými odpismi týchto nákladov.

Pri vyčíslovane výšky NOPAT som ďalej posúdila prevádzkový charakter dlhodoboého a krátkodobého finančného majetku. Dlhodobý finančný majetok a krátkodobý finančný majetok spoločnosti APC je výhradne prevádzkového charakteru, preto je vhodné výšku finančných výnosov a nákladov v NOPAT poniechať.

Úprava dane – je posledným a veľmi dôležitým krokom pri stanovení NOPAT. Vy- počítala som dodatočnú daňovú povinnosť, ktorá vyplýva z úprav hospodárskeho výsledku.

Tab. 10. Vyčíslenie čistého operatívneho zisku (NOPAT) (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>VH z bežnej č. pred zdanením</td>
<td>19 817</td>
<td>401 713</td>
<td>-152 128</td>
<td>-65 824</td>
<td>84 545</td>
<td>48 530</td>
<td>-67 707</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákladové úroky – záväzky voči spoločníkom</td>
<td>90</td>
<td>879</td>
<td>7 834</td>
<td>11 740</td>
<td>10 952</td>
<td>1 888</td>
<td>1 702</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákladové úroky – úvery</td>
<td>0</td>
<td>78</td>
<td>14</td>
<td>37</td>
<td>0</td>
<td>7 400</td>
<td>7 225</td>
</tr>
<tr>
<td>Implicitné nákladové úroky – presážom</td>
<td>6 188</td>
<td>17 934</td>
<td>17 925</td>
<td>17 925</td>
<td>15 714</td>
<td>17 199</td>
<td>17 199</td>
</tr>
<tr>
<td>VH z predaja dlh. majetku a mat.</td>
<td>0</td>
<td>697</td>
<td>0</td>
<td>5 477</td>
<td>33</td>
<td>93</td>
<td>22</td>
</tr>
<tr>
<td>Aktivované náklady</td>
<td>66 591</td>
<td>72 218</td>
<td>7 391</td>
<td>2 611</td>
<td>438</td>
<td>2 821</td>
<td>3 261</td>
</tr>
<tr>
<td>Odipsy aktivovaných nákladov</td>
<td>13 318</td>
<td>14 444</td>
<td>148</td>
<td>522</td>
<td>88</td>
<td>564</td>
<td>652</td>
</tr>
<tr>
<td>VH z bežnej č. po úpravách</td>
<td>79 368</td>
<td>362 132</td>
<td>-126 947</td>
<td>-43 688</td>
<td>110 827</td>
<td>72 667</td>
<td>-44 211</td>
</tr>
<tr>
<td>Rozdiel</td>
<td>59 551</td>
<td>75 967</td>
<td>26 363</td>
<td>26 313</td>
<td>26 983</td>
<td>28 651</td>
<td>28 713</td>
</tr>
<tr>
<td>Pôvodne platená daň</td>
<td>2 191</td>
<td>77 939</td>
<td>332</td>
<td>5 543</td>
<td>-2 158</td>
<td>7 013</td>
<td>-1 728</td>
</tr>
<tr>
<td>Dodatočne platená daň</td>
<td>11 315</td>
<td>14 434</td>
<td>5 009</td>
<td>5 000</td>
<td>5 127</td>
<td>5 444</td>
<td>5 455</td>
</tr>
<tr>
<td>NOPAT</td>
<td>65 862</td>
<td>269 758</td>
<td>-132 288</td>
<td>-43 144</td>
<td>107 858</td>
<td>60 210</td>
<td>-47 938</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Výkaz ziskov a strát spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011; Interné materiály spoločnosti

Hore uvedená tabuľka (Tab. 10) obsahuje všetky úpravy pre vyčíslenie čistého operatívneho zisku, ktoré som uskutočnila. K výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením som pripočítala platené nákladové úroky vyplývajúce zo záväzkov voči spoločníkom a združeniu, ďalej platené nákladové úroky z bankových úverov a taktiež implicitné nákladové úroky súvisiace s presážom, odčítala som výsledok hospodárenia z predaja dlhodobého majetku a materiálu, pripočítala som späť aktivované náklady a odčítala som odpisy vyplývajúce z týchto aktivovaných nákladov. Zo zisteného rozdielu medzi výsledkom hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením a výsledkom hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením po uskutočnených úpravách som vypočítala dodatočné platenú daň.

### 8.1.1.3 Výpočet WACC

Pre výpočet priemerných vážených nákladov na kapitáľ si musím vypočítať náklady vlastného a náklady cudzieho kapitálu.

➤ Výpočet nákladov vlastného kapitálu

#### 1. Model CAPM s náhradnými odhadmi β (metóda analógie)

V rámci modelu CAPM s náhradnými odhadmi β som zistila najskôr hodnoty nezadlženej β pre strojársky priestory v jednotlivých rokoch 2005 až 2011 z webovej stránky Damodaran Online (Damodaran, ©2012). Na základe týchto hodnôt som potom vypočítala hodnoty zadlženej β pomocou vzťahu (29) uvedeného v prílohe P XII.

**Tab. 11. Výpočet hodnoty zadlženej β (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Nezadlžená beta</td>
<td>0,65</td>
<td>0,81</td>
<td>1,01</td>
<td>0,97</td>
<td>0,96</td>
<td>0,99</td>
<td>1,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Zadlžená beta</td>
<td>0,92</td>
<td>0,81</td>
<td>38,70</td>
<td>33,79</td>
<td>30,04</td>
<td>26,05</td>
<td>28,65</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Damodaran, ©2012

Náklady vlastného kapitálu som si následne vypočítala pomocou vzťahu (30) uvedeného v prílohe P XII.

Hodnotu rizikovej prémie trhu \( r_{m} - r_{f} \) v jednotlivých rokoch som získala z webovej stránky Damodaran Online (Damodaran, ©2012) a hodnotu bezrizikovej sadzby \( r_{f} \) som si vypočítala ako priemer z úrokových sadzieb vydaných štátnych dlhopisov s dobou splatnosti viac ako desať rokov, ktoré sú uvedené na stránke Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (Ardal, ©2009).

**Tab. 12. Výpočet nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>( r_{f} )</td>
<td>3,19%</td>
<td>4,60%</td>
<td>4,69%</td>
<td>4,99%</td>
<td>4,92%</td>
<td>4,39%</td>
<td>5,09%</td>
</tr>
<tr>
<td>Zadlžená β</td>
<td>0,92</td>
<td>0,81</td>
<td>38,70</td>
<td>33,79</td>
<td>30,04</td>
<td>26,05</td>
<td>28,65</td>
</tr>
<tr>
<td>( r_{m} - r_{f} )</td>
<td>6,00%</td>
<td>5,96%</td>
<td>5,84%</td>
<td>7,10%</td>
<td>5,85%</td>
<td>6,28%</td>
<td>7,28%</td>
</tr>
<tr>
<td>( r_{e} )</td>
<td>8,72%</td>
<td>9,43%</td>
<td>230,67%</td>
<td>244,88%</td>
<td>180,64%</td>
<td>167,96%</td>
<td>213,65%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Ardal, ©2009; Damodaran, ©2012

Z uvedenej tabuľky (Tab. 12) je zrejmé, že náklady vlastného kapitálu dosahujú v rokoch 2007 až 2011 enormne vysokých hodnôt, čo je spôsobené vysokou hodnotou zadlženej β.


2. Stavebnicový model

Pri výpočte nákladov vlastného kapitálu pomocou stavebnicového modelu som pripočítala prirážky k bezrisikovej úrokovej sa zadbe podľa vzťahu (31) uvedeného v prílohe P XII.

**Tab. 13. Výpočet nákladov VK stavebnicovou metódou (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>r_f</td>
<td>3,19%</td>
<td>4,60%</td>
<td>4,69%</td>
<td>4,99%</td>
<td>4,92%</td>
<td>4,39%</td>
<td>5,09%</td>
</tr>
<tr>
<td>r_{fA}</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>r_{podnikateľské}</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>10,00%</td>
<td>10,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>10,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>r_{FinStab}</td>
<td>10,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>10,00%</td>
<td>10,00%</td>
<td>10,00%</td>
<td>10,00%</td>
<td>10,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>r_{FinStr}</td>
<td>9,06%</td>
<td>0,00%</td>
<td>1271,93%</td>
<td>1108,71%</td>
<td>611,15%</td>
<td>186,74%</td>
<td>736,16%</td>
</tr>
<tr>
<td>r_{e}</td>
<td>27,26%</td>
<td>9,60%</td>
<td>1301,62%</td>
<td>1138,69%</td>
<td>631,06%</td>
<td>206,13%</td>
<td>766,26%</td>
</tr>
</tbody>
</table>


3. Určenie nákladov vlastného kapitálu na základe priemernej rentability odvetvia

V rámci tejto metódy som náklady vlastného kapitálu odvodila od hodnôt priemernej rentability odvetvia, konkrétne od priemernej rentability podnikov pôsobiacich v rámci čin-
nosi členenia SK NACE 25.11.0 Výroba kovových konštrukcií a ich častí. Tieto údaje som získala od Štatistického úradu SR na základe objednávky.

Tab. 14. Výpočet nákladov VK z priemernej rentability odvetvia (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Priemerná rentabilita odvetvia</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,22%</td>
<td>3,05%</td>
<td>-3,81%</td>
<td>2,05%</td>
<td>8,26%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady vlastného kapitálu</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,22%</td>
<td>3,05%</td>
<td>-3,81%</td>
<td>2,05%</td>
<td>8,26%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Štatistický úrad SR

Hodnoty nákladov vlastného kapitálu stanovené na základe priemernej rentability odvetvia však nepovažujem za príliš relevantné, nakoľko nezohľadňujú špecifickú situáciu v danom podniku. V rokoch 2007 až 2011 výška nákladov vlastného kapitálu nezodpovedá realite, pretože vlastný kapitál podniku bol v tých rokoch záporný, a náklady vlastného kapitálu sú vzhľadom k používaniu takmer výhradne cudzieho kapitálu pre financovanie podnikateľskej činnosti vyššie z dôvodu vysokej rizikovosti podniku.

4. Odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov na cudzí kapitál

Pri tejto metóde stanovenia nákladov vlastného kapitálu som k priemerným nákladom na cudzí kapitál pripočítala prirážku vo výške 4 %, pretože náklady na vlastný kapitál sú vyššie než náklady na cudzí kapitál a výška prirážky zohľadňuje rizikovosť daného podniku.

Tab. 15. Výpočet nákladov VK odvođením z nákladov na CK (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Náklady na bankové úvery a výpomoci</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,06%</td>
<td>1,38%</td>
<td>2,48%</td>
<td>0,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,36%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na záv. voči spoľ. a združeniu</td>
<td>2,39%</td>
<td>20,12%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,01%</td>
<td>4,02%</td>
<td>4,01%</td>
<td>4,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na prenájom - odhad z tržných dát</td>
<td>3,84%</td>
<td>5,25%</td>
<td>16,69%</td>
<td>16,99%</td>
<td>6,22%</td>
<td>5,79%</td>
<td>17,09%</td>
</tr>
<tr>
<td>Priemerné náklady na cudzí kapitál</td>
<td>3,12%</td>
<td>8,81%</td>
<td>7,36%</td>
<td>7,83%</td>
<td>5,12%</td>
<td>4,60%</td>
<td>8,48%</td>
</tr>
<tr>
<td>Prirážka</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na vlastný kapitál</td>
<td>7,12%</td>
<td>12,81%</td>
<td>11,36%</td>
<td>11,83%</td>
<td>9,12%</td>
<td>8,60%</td>
<td>12,48%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

V rámci tejto metódy výpočtu sú najnižšie náklady na vlastný kapitál dosiahnuté v roku 2005 a najvyššie náklady na vlastný kapitál sú vypočítané pre rok 2006. Výsledky stanovenia nákladov na vlastný kapitál pomocou tejto metódy sú však neadekvatné, nakoľko v rokoch 2007 až 2011 bol vlastný kapitál spoločnosti APC v záporných hodnotách, čo znamená, že podnikateľská činnosť bola financovaná takmer výhradne z cudzích zdrojov.
5. Priemerné náklady vlastného kapitálu

Po vypočítaní nákladov na vlastný kapitál pomocou metódy CAPM s náhradnými odhadmi β, stavebnicovej metódy, na základe priemernej rentability odvetvia a odvođením od nákladov na cudzí kapitál som jednotlivým spôsobom výpočtu nákladov vlastného kapitálu priradila určitú váhu, na základe čoho som dostala priemerné náklady vlastného kapitálu.

Tab. 16. Priemerné náklady vlastného kapitálu (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
<th>Váhy</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Náklady na vlastný kapitál - CAPM</td>
<td>8,72%</td>
<td>9,43%</td>
<td>230,67%</td>
<td>244,88%</td>
<td>180,64%</td>
<td>67,96%</td>
<td>213,65%</td>
<td>45,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na vlastný kapitál - stavebnicová metóda</td>
<td>27,26%</td>
<td>9,60%</td>
<td>301,62%</td>
<td>138,69%</td>
<td>631,06%</td>
<td>106,13%</td>
<td>766,26%</td>
<td>45,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na vlastný kapitál - priemerná rentabilita</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,22%</td>
<td>3,05%</td>
<td>-3,81%</td>
<td>2,05%</td>
<td>8,26%</td>
<td>5,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na vlastný kapitál - odvodenie z NCK</td>
<td>7,12%</td>
<td>12,81%</td>
<td>11,36%</td>
<td>11,83%</td>
<td>9,12%</td>
<td>8,60%</td>
<td>12,48%</td>
<td>5,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Priemerné náklady na vlastný kapitál</td>
<td>4,14%</td>
<td>2,30%</td>
<td>172,53%</td>
<td>155,84%</td>
<td>91,38%</td>
<td>42,22%</td>
<td>110,50%</td>
<td>100,00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Uvedená tabuľka (Tab. 16) udáva priemerné hodnoty nákladov na vlastný kapitál so zohľadnením konkrétnych váh priradených jednotlivým metódam výpočtu. Hodnoty priemerných nákladov na vlastný kapitál budem v jednotlivých výpočtoch používať najčastejšie z dôvodu ich najvyššej vypovedacej schopnosti.

➢ Výpočet nákladov cudzieho kapitálu

1. Stanovenie nákladov cudzieho kapitálu na základe údajov z výkazov spoločnosti

V rámci tohto spôsobu stanovenia nákladov cudzieho kapitálu som zistila stav bankových úverov a výpomocí a stav záväzkov voči spoločníkom a zduženiu na konci roku, ďalej priemerný stav týchto položiek a potom hodnotu nákladových úrokov vzťahujúcich sa k bankovým úverom a výpomociam a hodnotu nákladových úrokov vzťahujúcich sa k záväzkom voči spoločníkom a zduženiu na konci roku. Na základe týchto údajov som si vypočítala úrokovú sadžbu pre bankové úvery a výpomoci na konci roku a pre ich priemerný stav a taktiež úrokovú sadzbu pre záväzky voči spoločníkom a zduženiu na konci roku a pre ich priemerný stav.
Tab. 17. Náklady na cudzí kapitál (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bankové úvery a výpomoci – stav na konci roku</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>6406</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>164999</td>
<td>173524</td>
</tr>
<tr>
<td>Bankové úvery a výpomoci – priemerný stav</td>
<td>0</td>
<td>7324</td>
<td>983</td>
<td>1479</td>
<td>0</td>
<td>185128</td>
<td>165549</td>
</tr>
<tr>
<td>Bankové úvery a výpomoci – nákladové úroky na konci roku</td>
<td>0</td>
<td>78</td>
<td>14</td>
<td>37</td>
<td>0</td>
<td>7400</td>
<td>7225</td>
</tr>
<tr>
<td>Bankové úvery a výpomoci – úroková sadzba koniec roku</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>4,48%</td>
<td>4,16%</td>
</tr>
<tr>
<td>Bankové úvery a výpomoci – úroková sadzba priemerný stav</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,06%</td>
<td>1,38%</td>
<td>2,48%</td>
<td>0,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,36%</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky voči spoločníkom a združeniu – stav na konci roku</td>
<td>13809</td>
<td>0</td>
<td>299409</td>
<td>277302</td>
<td>248257</td>
<td>42439</td>
<td>44053</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky voči spoločníkom a združeniu – priemerný stav</td>
<td>3774</td>
<td>4367</td>
<td>195961</td>
<td>292617</td>
<td>272261</td>
<td>47071</td>
<td>42608</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky voči spoločníkom a združeniu – nákladové úroky na konci roku</td>
<td>90</td>
<td>879</td>
<td>7834</td>
<td>11740</td>
<td>10952</td>
<td>1888</td>
<td>1702</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky voči spoločníkom a združeniu – úroková sadzba koniec roku</td>
<td>0,65%</td>
<td>0,00%</td>
<td>2,62%</td>
<td>4,23%</td>
<td>4,41%</td>
<td>4,45%</td>
<td>3,86%</td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky voči spol. a združeniu – úroková sadzba priemerný stav</td>
<td>2,39%</td>
<td>20,12%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,01%</td>
<td>4,02%</td>
<td>4,01%</td>
<td>4,00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Výkazy a interné materiály spoločnosti APC, s. r. o.

Hore uvedená tabuľka (Tab. 17) podáva informácie o výške nákladov na cudzí kapitál vo forme bankových úverov a výpomoci a záväzkov voči spoločníkom a združeniu. Lepšiu vypovedaciu schopnosť o týchto nákladoch podáva výška úrokovej sadzby zodpovedajúca priemernému stavu uvedených položiek.


Výška nákladov na záväzky voči spoločníkom a združeniu bola nestála iba v roku 2005 a 2006. Od roku 2007 sa hodnota týchto nákladov pohybuje na stálej úrovni vo výške 4 %.
2. Alternatívny postup stanovenia nákladov na cudzí kapitál

V rámci alternatívneho postupu stanovenia nákladov na cudzí kapitál som k bezrizikovej sadzbe pripočítala rizikovú prirážku, ktorú som zistila z webovej stránky Damodaran Online (Damodaran, ©2012) na základe hodnoty ukazovateľa úrokové krytie, ktoréj je priradený určitý rating úveru, pričom konkrétnemu ratingu zodpovedá určitá riziková prirážka.

*Tab. 18. Alternatívne stanovenie nákladov na cudzí kapitál (Vlastné spracovanie)*

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bezriziková sadzba</td>
<td>3,19 %</td>
<td>4,60 %</td>
<td>4,69 %</td>
<td>4,99 %</td>
<td>4,92 %</td>
<td>4,39 %</td>
<td>5,09 %</td>
</tr>
<tr>
<td>Úrokové krytie</td>
<td>200,00</td>
<td>418,31</td>
<td>-18,42</td>
<td>-4,59</td>
<td>8,72</td>
<td>6,23</td>
<td>-6,58</td>
</tr>
<tr>
<td>Rating úveru</td>
<td>AAA</td>
<td>AAA</td>
<td>D</td>
<td>D</td>
<td>A+</td>
<td>A</td>
<td>D</td>
</tr>
<tr>
<td>Riziková prirážka</td>
<td>0,65 %</td>
<td>0,65 %</td>
<td>12,00 %</td>
<td>12,00 %</td>
<td>1,30 %</td>
<td>1,40 %</td>
<td>12,00 %</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na ČK z tržných dát</td>
<td>3,84 %</td>
<td>5,25 %</td>
<td>16,69 %</td>
<td>16,99 %</td>
<td>6,22 %</td>
<td>5,79 %</td>
<td>17,09 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Ardal, ©2009; Damodaran, ©2012

Náklady na cudzí kapitál vypočítané podľa tohto postupu sú najvyššie v rokoch 2007, 2008 a 2011, pretože spoločnosť v týchto rokoch dosiahla záporný hospodársky výsledok, čomu zodpovedá záporný výsledok ukazovateľa úrokové krytie, ktorému bol priradený rating D s prirážkou vo výške 12 %. Najnižšie náklady na cudzí kapitál sú zaznamenané v roku 2005, v tomto roku bola najnižšia aj výška bezrizikovej sadzby a riziková prirážka bola iba vo výške 0,65 %.

3. Priemerné náklady cudzieho kapitálu

Na základe výpočtu nákladov na bankové úvery a výpomoci, záväzky voči spoločníkom a združeniu a výpočtu implicitných nákladov na prenájom pomocou tržných údajov som si vypočítala priemerné náklady na cudzí kapitál. Keďže náklady na cudzí kapitál predstavujú pre podnik daňovo uznameťný náklad, upravila som tieto priemerné náklady na cudzí kapitál o daňový štít.

*Tab. 19. Priemerné náklady cudzieho kapitálu (Vlastné spracovanie)*

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Náklady na bankové úvery a výpomoci</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,06%</td>
<td>1,38%</td>
<td>2,48%</td>
<td>0,00%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,36%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na záväzky voči spol. a združeniu</td>
<td>2,39%</td>
<td>20,12%</td>
<td>4,00%</td>
<td>4,01%</td>
<td>4,02%</td>
<td>4,01%</td>
<td>4,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na prenájom – odhad z tržn. údajov</td>
<td>3,84%</td>
<td>5,25%</td>
<td>16,69%</td>
<td>16,99%</td>
<td>6,22%</td>
<td>5,79%</td>
<td>17,09%</td>
</tr>
<tr>
<td>Priemerné náklady na cudzí kapitál</td>
<td>3,12%</td>
<td>8,81%</td>
<td>7,36%</td>
<td>7,83%</td>
<td>5,12%</td>
<td>4,60%</td>
<td>8,48%</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady na cudzí kapitál x (1 - d)</td>
<td>2,52%</td>
<td>7,14%</td>
<td>5,96%</td>
<td>6,34%</td>
<td>4,15%</td>
<td>3,73%</td>
<td>6,87%</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Najvyššie priemerné náklady cudzieho kapitálu dosahuje podnik v roku 2006, aj napriek tomu, že stav bankových úverov a výpomoci a záväzkov voči spoločníkom a združeniu na konci roka bol nulový. V tomto roku však spoločnosť APC čerpala nízky objem cudzích zdrojov, preto aj náklady na cudzí kapitál boli v konečnom dôsledku pomerne nízke. Najnižšie priemerné náklady cudzieho kapitálu podnik dosahuje v roku 2005, nakoľko v tomto roku nie sú zaznamenané žiadne náklady na bankové úvery a výpomoci a náklady na záväzky voči spoločníkom a združeniu a náklady na prenájom sú najnižšie v celom sledovanom období.

➢ **Výpočet WACC**

Priemerné vážené náklady na kapitál vypočítam podľa vzťahu (13) uvedeného v kapitole 3.1.2.3.

**Tab. 20. Výpočet WACC (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>NCK (1-d)</td>
<td>2,52%</td>
<td>7,14%</td>
<td>5,96%</td>
<td>6,34%</td>
<td>4,15%</td>
<td>3,73%</td>
<td>6,87%</td>
</tr>
<tr>
<td>NVK (CAPM)</td>
<td>8,72%</td>
<td>9,43%</td>
<td>230,67%</td>
<td>244,88%</td>
<td>180,64%</td>
<td>167,96%</td>
<td>213,65%</td>
</tr>
<tr>
<td>NVK (Stavebnicová metóda)</td>
<td>27,26%</td>
<td>9,60%</td>
<td>301,62%</td>
<td>138,69%</td>
<td>631,06%</td>
<td>206,13%</td>
<td>766,26%</td>
</tr>
<tr>
<td>NVK (Rentabilita odvetvia)</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,22%</td>
<td>3,05%</td>
<td>-3,81%</td>
<td>2,05%</td>
<td>8,26%</td>
</tr>
<tr>
<td>NVK (Odvodenie z NCK)</td>
<td>7,12%</td>
<td>12,81%</td>
<td>11,36%</td>
<td>11,83%</td>
<td>9,12%</td>
<td>8,60%</td>
<td>12,48%</td>
</tr>
<tr>
<td>NVK (priemerné NVK)</td>
<td>4,14%</td>
<td>2,30%</td>
<td>172,53%</td>
<td>155,84%</td>
<td>91,38%</td>
<td>42,22%</td>
<td>110,50%</td>
</tr>
<tr>
<td>Cudzí kapitál / celkový kapitál</td>
<td>0,34</td>
<td>0,00</td>
<td>0,98</td>
<td>0,98</td>
<td>0,97</td>
<td>0,97</td>
<td>0,97</td>
</tr>
<tr>
<td>Vlastný kapitál / celkový kapitál</td>
<td>0,66</td>
<td>1,00</td>
<td>0,02</td>
<td>0,02</td>
<td>0,03</td>
<td>0,03</td>
<td>0,03</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (NVK CAPM)</td>
<td>6,61%</td>
<td>9,43%</td>
<td>10,73%</td>
<td>11,92%</td>
<td>8,74%</td>
<td>8,82%</td>
<td>12,99%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (NVK Stavebnicová metóda)</td>
<td>18,85%</td>
<td>9,60%</td>
<td>33,49%</td>
<td>32,81%</td>
<td>20,48%</td>
<td>10,00%</td>
<td>29,36%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (NVK Rentabilita odvetvia)</td>
<td>0,99%</td>
<td>0,21%</td>
<td>5,84%</td>
<td>6,26%</td>
<td>3,94%</td>
<td>3,67%</td>
<td>6,91%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (NVK Odvodenie z NCK)</td>
<td>5,56%</td>
<td>12,81%</td>
<td>6,07%</td>
<td>6,47%</td>
<td>4,28%</td>
<td>3,88%</td>
<td>7,04%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (priemerné NVK)</td>
<td>3,59%</td>
<td>2,30%</td>
<td>9,50%</td>
<td>9,83%</td>
<td>6,42%</td>
<td>4,92%</td>
<td>9,94%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Hore uvedená tabuľka (Tab. 20) obsahuje hodnoty priemerných vážencých nákladov na kapitál vychádzajúce z jednotlivých nákladov vlastného kapitálu vypočítaných podľa vyššie uvedených metód. zo neupravených nákladov na vlastný kapitál. Najnižšie priemerné vážené náklady na kapitál vychádzajúce z priemerných nákladov vlastného kapitálu dosahuje spoločnosť APC v roku 2006, naopak navyššie hodnoty dosahuje v rokoch 2007, 2008 a 2011, kedy bola hospodárska situácia spoločnosti najhoršia a bol dosiahnutý záporný výsledok hospodárenia.
8.1.1.4 Výpočet ekonomického modelu ukazovateľa EVA

Po vypočitaní hodnoty čistých operatívnych aktív (NOA), čistého operatívneho zisku (NOPAT) a priemerných vážených nákladov na kapitál (WACC) môžem uskutočniť výpočet ukazovateľa EVA pomocou ekonomického modelu.

Tab. 21. Ekonomický model ukazovateľa EVA (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>NOPAT</td>
<td>65 862</td>
<td>269 758</td>
<td>-132 288</td>
<td>-43 144</td>
<td>107 858</td>
<td>60 210</td>
<td>-47 938</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (_{\text{NVK CAPM}})</td>
<td>6,61%</td>
<td>9,43%</td>
<td>10,73%</td>
<td>11,92%</td>
<td>8,74%</td>
<td>8,82%</td>
<td>12,99%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (_{\text{NVK Stavebnicová metóda}})</td>
<td>18,85%</td>
<td>9,60%</td>
<td>33,49%</td>
<td>32,81%</td>
<td>20,48%</td>
<td>10,00%</td>
<td>29,36%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (_{\text{NVK Rentabilita odveta}})</td>
<td>0,99%</td>
<td>0,21%</td>
<td>5,84%</td>
<td>6,26%</td>
<td>3,94%</td>
<td>3,67%</td>
<td>6,91%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (_{\text{NVK Odvodenie z NCK}})</td>
<td>5,56%</td>
<td>12,81%</td>
<td>6,07%</td>
<td>6,47%</td>
<td>4,28%</td>
<td>3,88%</td>
<td>7,04%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (_{\text{priejerné NVK}})</td>
<td>3,59%</td>
<td>2,30%</td>
<td>9,50%</td>
<td>9,83%</td>
<td>6,42%</td>
<td>4,92%</td>
<td>9,94%</td>
</tr>
<tr>
<td>NOA</td>
<td>179 165</td>
<td>605 943</td>
<td>372 146</td>
<td>282 781</td>
<td>305 356</td>
<td>329 444</td>
<td>281 171</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA (_{\text{NVK CAPM}})</td>
<td>54 015</td>
<td>212 642</td>
<td>-172 230</td>
<td>-76 841</td>
<td>81 158</td>
<td>31 155</td>
<td>-84 476</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA (_{\text{NVK Stavebnicová metóda}})</td>
<td>32 089</td>
<td>211 597</td>
<td>-256 910</td>
<td>-135 937</td>
<td>45 336</td>
<td>27 255</td>
<td>-130 483</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA (_{\text{NVK Rentabilita odveta}})</td>
<td>64 081</td>
<td>268 511</td>
<td>-154 008</td>
<td>-60 852</td>
<td>95 827</td>
<td>48 106</td>
<td>-67 377</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA (_{\text{NVK Odvodenie z NCK}})</td>
<td>55 907</td>
<td>192 138</td>
<td>-154 889</td>
<td>-61 432</td>
<td>94 800</td>
<td>47 436</td>
<td>-67 728</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA (_{\text{priejerné NVK}})</td>
<td>59 430</td>
<td>255 804</td>
<td>-167 633</td>
<td>-70 954</td>
<td>88 257</td>
<td>44 002</td>
<td>-75 889</td>
</tr>
</tbody>
</table>


8.1.2 Účtovný model ukazovateľa EVA

Účtovný model ukazovateľa EVA predstavuje oproti ekonomickému modelu podstatne rýchlejšiu a jednoduchšiu spôsob zistenia hodnoty tohto ukazovateľa, avšak mnohokrát aj nepresnejšej. Náklady vlastného kapitálu pre výpočet ukazovateľa EVA pomocou účtovného modelu som stanovila na základe stavebnicovej metódy, ktorú využíva aj Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR.
Tab. 22. Účtovný model ukazovateľa EVA (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ROE</td>
<td>64,76%</td>
<td>97,70%</td>
<td>105,27%</td>
<td>29,39%</td>
<td>-73,23%</td>
<td>-54,00%</td>
<td>46,18%</td>
</tr>
<tr>
<td>re</td>
<td>27,26%</td>
<td>9,60%</td>
<td>1301,62%</td>
<td>1138,69%</td>
<td>631,06%</td>
<td>206,13%</td>
<td>766,26%</td>
</tr>
<tr>
<td>VK</td>
<td>27 219</td>
<td>331 408</td>
<td>-144 825</td>
<td>-205 105</td>
<td>-118 403</td>
<td>-76 880</td>
<td>-142 859</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA</td>
<td>10 207</td>
<td>291 963</td>
<td>1 732 605</td>
<td>2 275 234</td>
<td>833 898</td>
<td>199 988</td>
<td>1 028 689</td>
</tr>
</tbody>
</table>


8.1.3 Výpočet ukazovateľa RONA a spreadu RONA – WACC

Ukazovateľ RONA vyjadruje rentabilitu čistých operatívnych aktiv a vypočíta sa podľa vzťahu (12) uvedeného v kapitole 3.1.2, príčom tento ukazovateľ vychádza z čistého operatívneho zisku a čistých operatívnych aktiv potrebných pre výpočet ukazovateľa EVA.

Tab. 23. Vývoj ukazovateľa RONA (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>NOPAT</td>
<td>65 862</td>
<td>269 758</td>
<td>-132 288</td>
<td>-43 144</td>
<td>107 858</td>
<td>60 210</td>
<td>-47 938</td>
</tr>
<tr>
<td>NOA</td>
<td>179 165</td>
<td>605 943</td>
<td>372 146</td>
<td>282 781</td>
<td>305 356</td>
<td>329 444</td>
<td>281 171</td>
</tr>
<tr>
<td>RONA</td>
<td>36,76%</td>
<td>44,52%</td>
<td>-35,55%</td>
<td>-15,26%</td>
<td>35,32%</td>
<td>18,28%</td>
<td>-17,05%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Ukazovateľ RONA však nezohľadňuje výšku priemerných vážených nákladov na kapitál, preto lepšiu vypovedaciu schopnosť o podnikovej výkonnosti podáva spread RONA – WACC, pričom tento spread je možné využiť aj pre medzipodnikové porovnávanie.

**Tab. 24. Vývoj spreadu RONA – WACC (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>RONA</td>
<td>36,76%</td>
<td>44,52%</td>
<td>-35,55%</td>
<td>-15,26%</td>
<td>35,32%</td>
<td>18,28%</td>
<td>-17,05%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (priemerné NVK upravené)</td>
<td>3.59%</td>
<td>2,30%</td>
<td>9,50%</td>
<td>9,83%</td>
<td>6,42%</td>
<td>4,92%</td>
<td>9,94%</td>
</tr>
<tr>
<td>Spread (RONA - WACC)</td>
<td>33,17%</td>
<td>42,22%</td>
<td>-45,04%</td>
<td>-25,09%</td>
<td>28,90%</td>
<td>13,36%</td>
<td>-26,99%</td>
</tr>
</tbody>
</table>


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

Ukazovateľ CFROI som sa rozhodla vypočítať z toho dôvodu, že zohľadňuje infláciu a odstraňuje účtovné nedostatky, čo považujem za veľkú prednosť, zároveň však musím konštatovať, že je veľmi náročný na úpravy, čo naopak považujem za veľkú nevýhodu pre firemnú prax. Pre výpočet tohto ukazovateľa je potrebné najskôr stanoviť dobu ekonomickej životnosti, hodnotu investície a hodnotu brutto cash flow.

#### 8.2.1 Doba ekonomickej životnosti

Pre výpočet doby ekonomickej životnosti som musela najskôr zistiti výšku odpisovaných aktiv brutto, ktoré som získala ako súčet dlhodobého hmotného a dlhodobého nehmotného majetku, od ktorého je potrebné odčítať pozemky a nedokončené investície. Tento postup znázorňuje tabuľka (Tab. 25).

**Tab. 25. Odpisované aktíva brutto (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>DHM brutto</td>
<td>59 218</td>
<td>120 560</td>
<td>95 831</td>
<td>69 342</td>
<td>55 334</td>
<td>30 875</td>
<td>19 296</td>
</tr>
<tr>
<td>Pozemky</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Nedokončený DHM</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>DNM brutto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>4 116</td>
<td>3 120</td>
<td>2 128</td>
<td>1 144</td>
</tr>
<tr>
<td>Nedokončený DNM</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Odpisované aktíva brutto</td>
<td>59 218</td>
<td>120 560</td>
<td>95 831</td>
<td>73 458</td>
<td>58 454</td>
<td>33 003</td>
<td>20 440</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Súvaha spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011
Na základe zistenej hodnoty odpisovaných aktív brutto môžeme vypočítať dobu ekonomickej životnosti. V spoločnosti APC sa doba ekonomickej životnosti pohybuje od jedného do deviatich rokov, čo je pomerne málo, pričom od roku 2005 doba ekonomickej životnosti postupne klesá. Táto nízka doba ekonomickej životnosti je však následkom toho, že spoločnosť APC si väčšinu, približne 80 %, svojho dlhodobého majetku prenajíma.

Tab. 26. Doba ekonomickej životnosti (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Odpisované aktíva brutto</td>
<td>59 218</td>
<td>120 560</td>
<td>95 831</td>
<td>73 458</td>
<td>58 454</td>
<td>33 003</td>
<td>20 440</td>
</tr>
<tr>
<td>Ročné odpisy</td>
<td>6 871</td>
<td>16 232</td>
<td>27 584</td>
<td>28 215</td>
<td>25 360</td>
<td>25 443</td>
<td>17 844</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Doba ekonomickej životnosti

9 7 3 3 2 1 1

Zdroj: Súvaha a Výkaz ziskov a strát spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011

8.2.2 Hodnota investície

Hodnotu investície získam ako súčet odpisovaných aktív a neodpisovaných aktív celkom. Výšku odpisovaných aktív pre účely tohto ukazovateľa je potrebné vyjadriť v aktuálnej cenovej hladine. Pre toto vyjadrenie je vhodné mať k dispozícii údaje o rokoch obstarania jednotlivých aktiv podniku. Keďže tieto údaje k dispozícii nemám, použila som pre prepočet hodnoty odpisovaných aktív na súčasnú cenovú hladinu koeficient stanovený manažmentom spoločnosti pre rok 2005, pričom v ďalších rokoch som vychádzala z tohto koeficientu a hodnôt deflátora HDP v jednotlivých rokoch, ktoré som si vypočítala z údajov zo stránky Slovenského štatistického úradu (Štatistický úrad SR, ©2012).

Tab. 27. Koeficient pre prepočet (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Deflátor HDP</td>
<td>x</td>
<td>1,029</td>
<td>1,011</td>
<td>1,029</td>
<td>0,988</td>
<td>1,005</td>
<td>1,016</td>
</tr>
<tr>
<td>Koeficient pre prepočet</td>
<td>1,180</td>
<td>1,215</td>
<td>1,228</td>
<td>1,263</td>
<td>1,249</td>
<td>1,255</td>
<td>1,275</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Štatistický úrad SR, ©2012; Interné materiály spoločnosti APC, s. r. o.

V prípade, že by podnik vlastnil nejaký nedokončený DHM a DNM, pripočítala by sa do odpisovaných aktív celkom aj hodnota tohto majetku. Ďalej som do odpisovaných aktív zaradila hodnotu prenájmu, ktorú som tak tiež pomocou koeficientu pre prepočet z tabuľky (Tab. 27) vyjadrila v aktuálnych cenách. Spoločnosť APC nevyčísľuje položku goodwill, preto som ju nezahrnula do odpisovaných aktív.
Tab. 28. Stanovenie hodnoty odpisovaných aktív (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Odpisované aktívá bruto</td>
<td>59 218</td>
<td>120 560</td>
<td>95 831</td>
<td>73 458</td>
<td>58 454</td>
<td>33 003</td>
<td>20 440</td>
</tr>
<tr>
<td>Koefficient pre prepočet</td>
<td>1,180</td>
<td>1,215</td>
<td>1,228</td>
<td>1,263</td>
<td>1,249</td>
<td>1,255</td>
<td>1,275</td>
</tr>
<tr>
<td>Odpisované aktívá v akt. cenách</td>
<td>69 877</td>
<td>146 446</td>
<td>117 703</td>
<td>92 807</td>
<td>72 981</td>
<td>41 407</td>
<td>26 065</td>
</tr>
<tr>
<td>Nedokončený DHM a DNM</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Prenájom bruto</td>
<td>68 759</td>
<td>199 263</td>
<td>199 164</td>
<td>174 600</td>
<td>191 100</td>
<td>191 100</td>
<td>191 100</td>
</tr>
<tr>
<td>Koefficient pre prepočet</td>
<td>1,180</td>
<td>1,215</td>
<td>1,228</td>
<td>1,263</td>
<td>1,249</td>
<td>1,255</td>
<td>1,275</td>
</tr>
<tr>
<td>Prenájom v aktuálnych cenách</td>
<td>81 135</td>
<td>242 048</td>
<td>244 619</td>
<td>217 989</td>
<td>239 765</td>
<td>243 692</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Odpisované aktívá celkom 151 013 388 494 362 322 344 429 290 970 281 172 269 757

Neodpisované aktívá celkom získam ako súčet hodnoty dlhodobého finančného majetku, pozemkov upravených o infláciu (spoločnosť APC v sledovaných rokoch neeviduje ani jednu z týchto položiek), ďalej hodnoty zásob, ktoré som vyjadrila v bežných cenách pomocou koefficientu pre prepočet z tabuľky (Tab. 27) a čistých monetárnych aktív.

Tab. 29. Stanovenie hodnoty neodpisovaných aktív (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>DFM</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Pozemky</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Zásoby v bežných cenách</td>
<td>39</td>
<td>8 871</td>
<td>46 355</td>
<td>66 848</td>
<td>59 678</td>
<td>83 645</td>
<td>101 017</td>
</tr>
<tr>
<td>Čisté monetárne aktiva</td>
<td>-18 223</td>
<td>203 545</td>
<td>27 418</td>
<td>-54 172</td>
<td>23 601</td>
<td>30 887</td>
<td>-24 938</td>
</tr>
<tr>
<td>Neodpisované aktívá celkom</td>
<td>-18 184</td>
<td>212 416</td>
<td>73 774</td>
<td>12 675</td>
<td>83 279</td>
<td>114 532</td>
<td>76 079</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Čisté monetárne aktiva získam, keď od monetárnych aktív odčítam hodnotu neúročených záväzkov, pričom monetárne aktiva sú tvorené pohľadávkami, krátkodobým finančným majetkom a časovým rozlíšením.

Tab. 30. Čisté monetárne aktiva (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Pohľadávky krátkodobé</td>
<td>262 697</td>
<td>182 965</td>
<td>261 435</td>
<td>257 950</td>
<td>206 566</td>
<td>161 941</td>
<td>181 194</td>
</tr>
<tr>
<td>Pohľadávky dlhodobé</td>
<td>0</td>
<td>332</td>
<td>0</td>
<td>2 025</td>
<td>4 182</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Krátkodobý finančný majetok</td>
<td>7 635</td>
<td>286 231</td>
<td>7 601</td>
<td>14 672</td>
<td>3 817</td>
<td>16 844</td>
<td>174</td>
</tr>
<tr>
<td>Časové rozlíšenie</td>
<td>332</td>
<td>763</td>
<td>1 129</td>
<td>830</td>
<td>763</td>
<td>1 106</td>
<td>836</td>
</tr>
<tr>
<td>Monetárne aktiva</td>
<td>270 663</td>
<td>470 291</td>
<td>270 165</td>
<td>275 476</td>
<td>215 329</td>
<td>179 891</td>
<td>182 204</td>
</tr>
<tr>
<td>Rezervy</td>
<td>2 788</td>
<td>5 377</td>
<td>11 253</td>
<td>9 527</td>
<td>13 012</td>
<td>4 965</td>
<td>12 092</td>
</tr>
<tr>
<td>Neúročené dlhodobé záväzky</td>
<td>1 792</td>
<td>5 344</td>
<td>5 311</td>
<td>1 527</td>
<td>830</td>
<td>3 565</td>
<td>1 817</td>
</tr>
<tr>
<td>Neúročené krátkodobé záväzky</td>
<td>282 547</td>
<td>254 830</td>
<td>225 619</td>
<td>318 595</td>
<td>177 886</td>
<td>140 474</td>
<td>193 233</td>
</tr>
<tr>
<td>Časové rozlíšenie pasív</td>
<td>1 759</td>
<td>1 195</td>
<td>564</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Neúročený cudzí kapitál</td>
<td>288 887</td>
<td>266 746</td>
<td>242 747</td>
<td>329 649</td>
<td>191 728</td>
<td>149 004</td>
<td>207 142</td>
</tr>
<tr>
<td>Čisté monetárne aktiva</td>
<td>-18 223</td>
<td>203 545</td>
<td>27 418</td>
<td>-54 172</td>
<td>23 601</td>
<td>30 887</td>
<td>-24 938</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Súvaha spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011
Na základe vypočítanej hodnoty odpisovaných a neodpisovaných aktív celkom môžem vypočítať hodnotu investície.

**Tab. 31. Hodnota investície (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Odpisované aktíva celkom</td>
<td>151 013</td>
<td>388 494</td>
<td>362 322</td>
<td>344 429</td>
<td>290 970</td>
<td>281 172</td>
<td>269 757</td>
</tr>
<tr>
<td>Neodpisované aktíva celkom</td>
<td>-18 184</td>
<td>212 416</td>
<td>73 774</td>
<td>12 675</td>
<td>83 279</td>
<td>114 532</td>
<td>76 079</td>
</tr>
<tr>
<td>Hodnota investície</td>
<td>132 828</td>
<td>600 910</td>
<td>436 095</td>
<td>357 105</td>
<td>374 249</td>
<td>395 705</td>
<td>345 835</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**8.2.3 Brutto cash flow**


**Tab. 32. Brutto cash flow (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>VH z bežnej čin. po zdanení</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-60 280</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
<td>-65 979</td>
</tr>
<tr>
<td>VH z predaja dlh. maj. a mat. *(1-d)</td>
<td>0</td>
<td>565</td>
<td>0</td>
<td>4 436</td>
<td>27</td>
<td>75</td>
<td>18</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákladové úroky – záv. voči spoločníkom</td>
<td>90</td>
<td>879</td>
<td>7 834</td>
<td>11 740</td>
<td>10 952</td>
<td>1 888</td>
<td>1 702</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákladové úroky – úvery a výpomoci</td>
<td>0</td>
<td>78</td>
<td>14</td>
<td>37</td>
<td>0</td>
<td>7 400</td>
<td>7 225</td>
</tr>
<tr>
<td>Implicitné nákladové úroky – prenájom</td>
<td>6 188</td>
<td>17 934</td>
<td>17 925</td>
<td>17 925</td>
<td>15 714</td>
<td>17 199</td>
<td>17 199</td>
</tr>
<tr>
<td>Odpisy</td>
<td>6 871</td>
<td>16 232</td>
<td>27 584</td>
<td>28 215</td>
<td>25 360</td>
<td>25 443</td>
<td>17 844</td>
</tr>
<tr>
<td>Zisk/strata z čistých monetárnych aktiv</td>
<td>510</td>
<td>-8 752</td>
<td>-521</td>
<td>2 113</td>
<td>-212</td>
<td>-216</td>
<td>1 022</td>
</tr>
<tr>
<td>Brutto cash flow</td>
<td>31 286</td>
<td>349 578</td>
<td>-99 624</td>
<td>-4 688</td>
<td>138 489</td>
<td>93 155</td>
<td>-21 004</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Výkaz ziskov a strat spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011; Interné materiály spoločnosti

**8.2.4 Výpočet ukazovateľa CFROI**

Po vypočítaní doby ekonomickej životnosti, hodnoty investície a hodnoty brutto cash flow môžem vypočítať hodnotu ukazovateľa CFROI.

8.2.5 Výpočet CFROIspread

Pre výpočet CFROIspread je potrebné si vypočítať priemerné vážené náklady kapitálu,ktoré však obsahujú náklady cudzeho kapitálu bez daňového štítu. WACC je potrebné upraviť o infláciu. Dole uvedená tabuľka (Tab. 34) obsahuje hodnoty WACC REAL zohľadňujúce upravené náklady vlastného kapitálu vypočítané pomocou metódy CAPM s náhradnými odhadmi β, stavebnicovej metódy a upravené priemerné náklady vlastného kapitálu.

Následne som vypočítala hodnotu CFROIspread podľa vzťahu (27) uvedeného v kapitole 3.7 pre hodnoty WACC REAL zohľadňujúce náklady vlastného kapitálu vypočítané podľa
rôznych metód stanovenia nákladov vlastného kapitálu (pozri Tab. 34). Výsledné hodnoty sú uvedené v nasledujúcej tabuľke (Tab. 35).

**Tab. 35. Výpočet CFROI<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>CFROI</td>
<td>17,46%</td>
<td>56,35%</td>
<td>-74,04%</td>
<td>-52,39%</td>
<td>-2,23%</td>
<td>-42,37%</td>
<td>-78,55%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC REAL (NVK CAPM upravené)</td>
<td>5,79%</td>
<td>8,38%</td>
<td>11,08%</td>
<td>12,33%</td>
<td>8,68%</td>
<td>8,66%</td>
<td>13,52%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC REAL (NVK Stavebná metóda upr.)</td>
<td>18,02%</td>
<td>8,56%</td>
<td>33,84%</td>
<td>33,23%</td>
<td>20,41%</td>
<td>9,84%</td>
<td>29,88%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC REAL (priemerné NVK upr.)</td>
<td>2,76%</td>
<td>1,26%</td>
<td>9,85%</td>
<td>10,25%</td>
<td>6,36%</td>
<td>4,76%</td>
<td>10,46%</td>
</tr>
<tr>
<td>CFROI&lt;sub&gt;spread&lt;/sub&gt; (WACC REAL - NVK CAPM upr.)</td>
<td>11,67%</td>
<td>47,96%</td>
<td>-85,12%</td>
<td>-64,72%</td>
<td>-10,91%</td>
<td>-51,02%</td>
<td>-92,07%</td>
</tr>
<tr>
<td>CFROI&lt;sub&gt;spread&lt;/sub&gt; (WACC REAL - NVK Stavebná metóda upr.)</td>
<td>-0,57%</td>
<td>47,79%</td>
<td>-107,88%</td>
<td>-85,62%</td>
<td>-22,64%</td>
<td>-52,21%</td>
<td>-108,43%</td>
</tr>
<tr>
<td>CFROI&lt;sub&gt;spread&lt;/sub&gt; (WACC REAL - priemerné NVK upr.)</td>
<td>14,69%</td>
<td>55,09%</td>
<td>-83,89%</td>
<td>-62,64%</td>
<td>-8,59%</td>
<td>-47,13%</td>
<td>-89,02%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Pre porovnanie výšky CFROI<sub>spread</sub> zohľadňujúceho náklady vlastného kapitálu vypočítané pomocou metódy CAPM s náhradnými odhadmi β, stavebnicovej metódy a priemerné náklady vlastného kapitálu uvádzam nasledovný obrázok (Obr. 3).

**Obr. 3. Vývoj CFROI<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie)**

CFROI<sub>spread</sub> je kladný a podnik teda vytvára novú pridanú hodnotu pre svojich vlastníkov iba v rokoch 2005 (s výnimkou CFROI<sub>spread</sub> zohľadňujúceho WACC REAL, ktoré obsahujú náklady vlastného kapitálu vypočítané pomocou stavebnicovej metódy) a 2006. Naopak,
CFROI\textsubscript{spread} je záporný v rokoch 2007 až 2011, čo znamená, že podnik v týchto rokoch svojou činnosťou znehodnocuje majetok, ktorý doň vložili vlastníci.

8.3 Cash Return on Gross Assets (CROGA)

Výpočet ukazovateľa CROGA som si zvolila pre to, lebo oproti ukazovateľu EVA je prísnnejší, nakoľko v čitateľi využíva ukazovateľ peňažných tokov, ktoré vychádzajú z prevádzkového zisku podniku. Hodnotu ukazovateľa CROGA zistím podľa vzťahu (28) uvedeného v kapitole 3.8. Pre výpočet teda potrebujem poznať výšku prevádzkového cash flow po zdanení a výšku hrubých aktív.

Pre zistenie výšky prevádzkového cash flow po zdanení je potrebné vykonať nasledovné kroky uvedené v tabuľke (Tab. 36). Výpočet prevádzkového cash flow je podobný výpočtu brutto cash flow v rámci ukazovateľa CFROI.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>VH z bežnej činnosti pred zdanením</td>
<td>19 817</td>
<td>401 713</td>
<td>-152 128</td>
<td>-65 824</td>
<td>84 545</td>
<td>48 530</td>
<td>-67 707</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákl. úroky – záv. voči spol.činn.</td>
<td>90</td>
<td>879</td>
<td>7 834</td>
<td>11 740</td>
<td>10 952</td>
<td>1 888</td>
<td>1 702</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákl. úroky – úvery a výpomoci</td>
<td>0</td>
<td>78</td>
<td>14</td>
<td>37</td>
<td>0</td>
<td>7 400</td>
<td>7 225</td>
</tr>
<tr>
<td>Implicitné nákladové úroky - prenájom</td>
<td>6 188</td>
<td>17 934</td>
<td>17 925</td>
<td>17 925</td>
<td>15 714</td>
<td>17 199</td>
<td>17 199</td>
</tr>
<tr>
<td>VH z predaja dlhodobého maj. a mat.</td>
<td>0</td>
<td>697</td>
<td>0</td>
<td>5477</td>
<td>33</td>
<td>93</td>
<td>22</td>
</tr>
<tr>
<td>Zisk/strata z čistých monetárnych aktiv</td>
<td>510</td>
<td>-8 752</td>
<td>-521</td>
<td>2 113</td>
<td>-212</td>
<td>-216</td>
<td>1 022</td>
</tr>
<tr>
<td>Upravený VH z bežnej činn. pred zd.</td>
<td>26 606</td>
<td>411 153</td>
<td>-126 876</td>
<td>-39 487</td>
<td>110 965</td>
<td>74 707</td>
<td>-40 580</td>
</tr>
<tr>
<td>Skutočná daňová sadzba</td>
<td>11,06%</td>
<td>19,40%</td>
<td>-0,22%</td>
<td>8,42%</td>
<td>-2,55%</td>
<td>14,45%</td>
<td>2,55%</td>
</tr>
<tr>
<td>Výška dane</td>
<td>2941</td>
<td>79771</td>
<td>277</td>
<td>-3325</td>
<td>-2832</td>
<td>10796</td>
<td>-1036</td>
</tr>
<tr>
<td>Upravený VH z bežnej činn. po zd.</td>
<td>23 664</td>
<td>331 382</td>
<td>-127 153</td>
<td>-36 161</td>
<td>113 797</td>
<td>63 911</td>
<td>-39 544</td>
</tr>
<tr>
<td>Odpisy</td>
<td>6 871</td>
<td>16 232</td>
<td>27 584</td>
<td>28 215</td>
<td>25 360</td>
<td>25 443</td>
<td>17 844</td>
</tr>
<tr>
<td>Prevádzkový CF po zdan. (OATCF)</td>
<td>30 535</td>
<td>347 614</td>
<td>-99 569</td>
<td>-7 946</td>
<td>139 157</td>
<td>89 354</td>
<td>-21 700</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Výkaz ziskov a strát spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011; Interné materiály spoločnosti

Hrubé aktiva pre výpočet ukazovateľa CROGA zistím ako súčet odpisovaných a neodpisovaných aktív, ktoré však na rozdiel od ukazovateľa CFROI nie sú očistené od inflácie.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Odpisované aktiva</td>
<td>127 977</td>
<td>319 823</td>
<td>294 994</td>
<td>272 622</td>
<td>233 054</td>
<td>224 103</td>
<td>211 540</td>
</tr>
<tr>
<td>Neodpisované aktiva</td>
<td>-18 190</td>
<td>210 848</td>
<td>65 160</td>
<td>-1 261</td>
<td>71 400</td>
<td>97 555</td>
<td>54 278</td>
</tr>
<tr>
<td>Hrubé aktiva (GA)</td>
<td>109 786</td>
<td>530 671</td>
<td>360 154</td>
<td>271 360</td>
<td>304 455</td>
<td>321 658</td>
<td>265 818</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Tab. 36. Vývoj prevádzkového cash flow po zdanení (Vlastné spracovanie)

Tab. 37. Vývoj hrubých aktiv (Vlastné spracovanie)

Tab. 38. Vývoj ukazovateľa CROGA (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Prev. cash flow po zdan. (OATCF)</td>
<td>30 535</td>
<td>347 614</td>
<td>-99 569</td>
<td>-7 946</td>
<td>139 157</td>
<td>89 354</td>
<td>-21 700</td>
</tr>
<tr>
<td>Hrubé aktíva (GA)</td>
<td>109 786</td>
<td>530 671</td>
<td>360 154</td>
<td>271 360</td>
<td>304 455</td>
<td>321 658</td>
<td>265 818</td>
</tr>
<tr>
<td>CROGA</td>
<td>27,81%</td>
<td>65,50%</td>
<td>-27,65%</td>
<td>-2,93%</td>
<td>45,71%</td>
<td>27,78%</td>
<td>-8,16%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Aby bolo možné zistiť, či podnik tvorí hodnotu pre svojich vlastníkov, je potrebné ukazovateľ CROGA porovnať s hodnotou priemerných vážených nákladov na kapitál.

Tab. 39. Vývoj ukazovateľa CROGA spread (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>CROGA</td>
<td>27,81%</td>
<td>65,50%</td>
<td>-27,65%</td>
<td>-2,93%</td>
<td>45,71%</td>
<td>27,78%</td>
<td>-8,16%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC (priemerné NVK upravené)</td>
<td>3,59%</td>
<td>2,30%</td>
<td>9,50%</td>
<td>9,83%</td>
<td>6,42%</td>
<td>4,92%</td>
<td>9,94%</td>
</tr>
<tr>
<td>CROGA spread</td>
<td>24,22%</td>
<td>63,20%</td>
<td>-37,14%</td>
<td>-12,76%</td>
<td>39,29%</td>
<td>22,86%</td>
<td>-18,10%</td>
</tr>
</tbody>
</table>


8.3.1 Výpočet ukazovateľa Cash Return on Inflation-Adjusted Gross Assets (CROIGA)

Ukazovateľ CROIGA je prísnejším variantom ukazovateľa CROGA, pretože tento ukazovateľ pracuje s hrubými aktivami, ktoré sú očisené o infláciu.

Tab. 40. Vývoj ukazovateľa CROIGA (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Prev. cash flow po zdan. (OATCF)</td>
<td>30 535</td>
<td>347 614</td>
<td>-99 569</td>
<td>-7 946</td>
<td>139 157</td>
<td>89 354</td>
<td>-21 700</td>
</tr>
<tr>
<td>Hrubé aktíva (GA) očistené o infláciu</td>
<td>132 828</td>
<td>600 910</td>
<td>436 095</td>
<td>357 105</td>
<td>374 249</td>
<td>395 705</td>
<td>345 835</td>
</tr>
<tr>
<td>CROIGA</td>
<td>22,99%</td>
<td>57,85%</td>
<td>-22,83%</td>
<td>-2,23%</td>
<td>37,18%</td>
<td>22,58%</td>
<td>-6,27%</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Hodnoty ukazovateľa CROIGA sú oproti hodnotám ukazovateľa CROGA mierne znížené vplyvom očistenia hrubých aktiv od inflácie, avšak vývoj ukazovateľa CROIGA je takmer zhodný s vývojom ukazovateľa CROGA.

*Tab. 41. Vývoj CROIGA<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie)*

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>CROIGA</td>
<td>22,99%</td>
<td>57,85%</td>
<td>-22,83%</td>
<td>-2,23%</td>
<td>-37,18%</td>
<td>22,58%</td>
<td>-6,27%</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC REAL&lt;sub&gt;(priemerné NVK upravené)&lt;/sub&gt;</td>
<td>2,76%</td>
<td>1,26%</td>
<td>9,85%</td>
<td>10,25%</td>
<td>6,36%</td>
<td>4,76%</td>
<td>10,46%</td>
</tr>
<tr>
<td>CROIGA&lt;sub&gt;spread&lt;/sub&gt;</td>
<td>20,23%</td>
<td>56,59%</td>
<td>-32,68%</td>
<td>-12,47%</td>
<td>30,83%</td>
<td>17,82%</td>
<td>16,74%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Pre výpočet ukazovateľa CROIGA<sub>spread</sub> je potrebné od ukazovateľa CROIGA odčítať hodnotu WACC REAL, teda priemerných vážených nákladov kapitálu očistených od inflácie. Rozdiel medzi ukazovateľom CROIGA a WACC REAL je menší ako nula v rokoch 2007, 2008 a 2011.
9 VYMEDZENIE GENERÁTOROV HODNOTY

Generátorov hodnoty predstavujú klúčové faktory, ktoré ovplyvňujú podnikovú výkonnosť. Pri riadení podniku je potrebné im venovať zvýšenú pozornosť, pretože práve tieto faktory predstavujú dôležité hybné sily pre možné zvyšovanie alebo znižovanie hodnoty podniku.

V rámci vymedzenia generátorov hodnoty uskutočním najskôr pyramídový rozklad ukazovateľa EVA a následne sa zameriam na citlivostnú analýzu ukazovateľa EVA.

9.1 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA


![Diagram ukazovateľa EVA]

Hodnotu ukazovateľa EVA ovplyvňuje výška spreadu RONA-WACC (rentabilita čistých operatívnych aktiv – priemerné vážené náklady kapitálu) a výška čistých operatívnych aktiv, pričom platí, že čím vyšššie je spread, tým vyšššia je hodnota EVA a rast hodnoty čistých operatívnych aktiv pôsobí pri kladoň spreade na rast hodnoty EVA. V roku 2010 poklesol spread RONA-WACC o 15,55 % oproti roku 2009 a v roku 2011 až o 40,35 % v porovnaní s rokom 2010, čo malo za následok postupný pokles hodnoty EVA.
Rentabilita čistých operatívnych aktiv (RONA) závisí od výšky čistého operatívneho zisku (NOPAT) a čistých operatívnych aktiv (NOA). Ak rastie hodnota čistého operatívneho zisku, rastie aj hodnota RONA a naopak. Pri náraste hodnoty čistých operatívnych aktiv a neadekvátnom náraste čistého operatívneho zisku rentabilita čistých operatívnych aktiv klesá. V rokoch 2009 až 2011 však NOPAT zaznamenal iba pokles analogicky s poklesom hospodárskeho výsledku, čo spôsobilo pokles RONA a následne pokles spreadu RONA-WACC.

Podiel čistého operatívneho zisku na tržbách je ovplyvnený najmä podielom pridanej hodnoty na tržbách, pričom platí, že rast tejto položky spôsobuje rast podielu NOPAT na tržbách. Podiel osobných nákladov na tržbách je tiež významnou zložkou podielu NOPAT na tržbách, pričom rast osobných nákladov negatívne ovplyvňuje výšku NOPAT. Ďalšími dôležitými zložkami podielu NOPAT na tržbách je položka podiel odpisov na tržbách, pričom rast tejto položky negatívne ovplyvňuje podiel NOPAT na tržbách a položka podiel ostatných výnosov a nákladov na tržbách, pričom vplyv tejto položky na podiel NOPAT na tržbách závisí od prevyšovania výnosov alebo nákladov.


Hodnota čistých operatívnych aktív v roku 2010 vzrástla z dôvodu výraznejšieho zvýšenia čistého pracovného kapitálu. V roku 2011 sa hodnota čistých operatívnych aktív znížila, nakoľko čistý pracovný kapitál, dlhodobý majetok a časové rozlíšenie v tomto roku poklesli.
V roku 2010 vzrástla hodnota čistého pracovného kapitálu najmä z dôvodu zvýšenia hodnoty zásob a krátkodobého finančného majetku a kvôli zníženiu hodnoty krátkodobých cudzích zdrojov. V roku 2011 síce hodnota zásob a hodnota pohľadávok vzrástla, avšak prudšie zníženie krátkodobého finančného majetku a zvýšenie krátkodobých cudzích zdrojov spôsobilo pokles položky čistého pracovného kapitálu.


9.2 Citlivostná analýza ukazovateľa EVA

Citlivostnou analýzou som analyzovala citlivosť vplyvu zmeny hodnoty jednotlivých základných čiastkových ukazovateľov (faktorov) na hodnotu vrcholového ukazovateľa EVA. Hodnoty základných čiastkových ukazovateľov tvoriach vrcholový ukazovateľ EVA, ktoré sú uvedené v pyramidovom rozklade, som zvýšila o 10 %, pričom som skúmala vplyv tejto zmeny na zmenu hodnoty ukazovateľa EVA. Pozornosť je potrebné venovať tým faktorom, ktoré spôsobia významnú zmenu hodnoty vrcholového ukazovateľa. Pri citlivostnej analýze je však potrebné zohľadniť aj skutočnosť, že zmena jedného faktoru môže vyvolat’ následne aj zmenu iných faktorov, ktoré potom ovplyvnia aj zmenu vrcholového ukazovateľa, resp. kritéria.
Tab. 42. Citlivostná analýza ukazovateľa EVA (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Čiastkový ukazovateľ (faktor)</th>
<th>Hodnota ukazovateľa</th>
<th>Hodnota ukazovateľa zvýšená o 10%</th>
<th>Pôvodná hodnota ukazovateľa EVA</th>
<th>Nová hodnota ukazovateľa EVA</th>
<th>Zmena ukazovateľa EVA</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>RONA</td>
<td>-17,05%</td>
<td>-15,34%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-71 095</td>
<td>-4 794</td>
</tr>
<tr>
<td>WRACC (priemerné NVK-upr.)</td>
<td>9,94%</td>
<td>10,93%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-78 684</td>
<td>-2 795</td>
</tr>
<tr>
<td>C (NOA)</td>
<td>281 171</td>
<td>309 288</td>
<td>-75 889</td>
<td>-78 684</td>
<td>-2 795</td>
</tr>
<tr>
<td>NOPAT</td>
<td>-47 938</td>
<td>-43 145</td>
<td>-75 889</td>
<td>-71 095</td>
<td>-4 794</td>
</tr>
<tr>
<td>VK/Celkový úplatný kapitál</td>
<td>0,03</td>
<td>0,03</td>
<td>-75 889</td>
<td>-76 808</td>
<td>-920</td>
</tr>
<tr>
<td>NVK</td>
<td>110,50%</td>
<td>121,55%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-76 808</td>
<td>-920</td>
</tr>
<tr>
<td>CK/Celkový úplatný kapitál</td>
<td>0,97</td>
<td>1,07</td>
<td>-75 889</td>
<td>-77 764</td>
<td>-1 875</td>
</tr>
<tr>
<td>NCK *(1-T)</td>
<td>6,87%</td>
<td>7,56%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-77 764</td>
<td>-1 875</td>
</tr>
<tr>
<td>Pridaná hodnota/Tržby</td>
<td>21,71%</td>
<td>23,89%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-46 374</td>
<td>29 515</td>
</tr>
<tr>
<td>Osobné náklady/Tržby</td>
<td>24,71%</td>
<td>27,18%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-109 473</td>
<td>-33 584</td>
</tr>
<tr>
<td>Odipsy/Tržby</td>
<td>1,36%</td>
<td>1,50%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-77 738</td>
<td>-1 850</td>
</tr>
<tr>
<td>Ostatné V-N / Tržby</td>
<td>0,83%</td>
<td>0,91%</td>
<td>-75 889</td>
<td>-74 763</td>
<td>1 125</td>
</tr>
<tr>
<td>Dlhodobý hmotný majetok</td>
<td>210 396</td>
<td>231 436</td>
<td>-75 889</td>
<td>-77 980</td>
<td>-2 091</td>
</tr>
<tr>
<td>Dlhodobý nehmotný majetok</td>
<td>4 405</td>
<td>4 845</td>
<td>-75 889</td>
<td>-75 932</td>
<td>-44</td>
</tr>
<tr>
<td>Časové rozlišenie</td>
<td>836</td>
<td>920</td>
<td>-75 889</td>
<td>-75 897</td>
<td>-8</td>
</tr>
<tr>
<td>Zásoby</td>
<td>79 216</td>
<td>87 138</td>
<td>-75 889</td>
<td>-76 676</td>
<td>-787</td>
</tr>
<tr>
<td>Pohľadávky</td>
<td>181 194</td>
<td>199 313</td>
<td>-75 889</td>
<td>-77 690</td>
<td>-1 801</td>
</tr>
<tr>
<td>Krátkodobý fin. maj.</td>
<td>174</td>
<td>191</td>
<td>-75 889</td>
<td>-75 890</td>
<td>-2</td>
</tr>
<tr>
<td>Krátkodobé cudzie zdroje</td>
<td>195 050</td>
<td>214 555</td>
<td>-75 889</td>
<td>-73 950</td>
<td>1 939</td>
</tr>
</tbody>
</table>

K významnejšej zmene hodnoty ukazovateľa EVA prispeli najmä čiastkové ukazovatele pomer osobných nákladov na tržbách, pričom tento spôsobil zmenu ukazovateľa EVA o -33.584,- € a pomer pridanej hodnoty na tržbách, pričom tu sa ukazovateľ EVA zmenil o +29.515,-€. K ďalším významným faktorom patria RONA a NOPAT, pričom tieto prispeli k zmene ukazovateľa EVA o +4.794,-€, ďalej WACC a čisté operatívne aktíva, ktoré spôsobili zmenu EVA zhodne o -2.795,-€. Medzi významnejšie faktory môžem zaradiť taktiež aj jednotlivé zložky priemerných vážených nákladov kapitálu, pričom pomer cudzieho kapitálu na celkovom úplatnom kapitáli a hodnota nákladov cudzieho kapitálu pri svojom zvýšení o 10% spôsobili zniženie ukazovateľa EVA o -1.875,-€.
10 ZHODNOTENIE FINANČNEJ VÝKONNOSTI SPOLOČNOSTI APC, S. R. O.

Na základe analýzy finančnej výkonnosti spoločnosti APC, s. r. o. pomocou tradičných ukazovateľov a moderných ukazovateľov zhodnotím finančnú výkonnosť tejto spoločnosti a porovnám výsledky vybraných tradičných a moderných ukazovateľov.

10.1 Vybrané tradičné ukazovatele merania finančnej výkonnosti

Hodnoty vybraných tradičných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti sú uvedené v tabuľke (Tab. 43) a znázornené na obrázku (Obr. 4).

**Tab. 43. Vývoj vybraných tradičných ukazovateľov (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>VH za účtovné obdobie (EAT)</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-60 280</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
<td>-65 979</td>
</tr>
<tr>
<td>VH pred zdanením (EBT)</td>
<td>19 817</td>
<td>401 713</td>
<td>-152 128</td>
<td>-65 824</td>
<td>84 545</td>
<td>48 530</td>
<td>-67 707</td>
</tr>
<tr>
<td>VH pred úrokmi a zdanením (EBIT)</td>
<td>37 443</td>
<td>725 486</td>
<td>-304 587</td>
<td>-126 104</td>
<td>171 247</td>
<td>90 047</td>
<td>-58 780</td>
</tr>
<tr>
<td>Free Cash Flow (FCF)</td>
<td>x</td>
<td>463 756</td>
<td>-456 917</td>
<td>-29 698</td>
<td>-46 360</td>
<td>-8 745</td>
<td>-71 603</td>
</tr>
<tr>
<td>Rentabilita aktív (ROA)</td>
<td>6,04%</td>
<td>67,32%</td>
<td>-35,74%</td>
<td>-13,45%</td>
<td>29,70%</td>
<td>20,68%</td>
<td>-20,85%</td>
</tr>
<tr>
<td>Rentabilita vl. kapitálu (ROE)</td>
<td>64,76%</td>
<td>97,70%</td>
<td>105,27%</td>
<td>29,39%</td>
<td>-73,23%</td>
<td>-54,00%</td>
<td>-46,18%</td>
</tr>
<tr>
<td>Rentabilita tržieb (ROS)</td>
<td>1,23%</td>
<td>12,29%</td>
<td>-8,60%</td>
<td>-3,37%</td>
<td>6,30%</td>
<td>3,21%</td>
<td>-4,85%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Obr. 4. Znázornenie vývoja vybraných tradičných ukazovateľov (Vlastné spracovanie)**

10.2 Vybrané moderné ukazovatele merania finančnej výkonnosti

Výsledky vybraných moderných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti sú uvedené v nasledovnej tabuľke (Tab. 44).

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVA (priemerné NVK-upravené)</td>
<td>59 430</td>
<td>255 804</td>
<td>-167 633</td>
<td>-70 954</td>
<td>88 257</td>
<td>44 002</td>
<td>-75 889</td>
</tr>
<tr>
<td>RONA</td>
<td>36,76%</td>
<td>44,52%</td>
<td>-35,55%</td>
<td>-15,26%</td>
<td>35,32%</td>
<td>18,28%</td>
<td>-17,05%</td>
</tr>
<tr>
<td>CFROI</td>
<td>17,46%</td>
<td>56,35%</td>
<td>-74,04%</td>
<td>-52,39%</td>
<td>-2,23%</td>
<td>-42,37%</td>
<td>-78,55%</td>
</tr>
<tr>
<td>CROGA</td>
<td>27,81%</td>
<td>65,50%</td>
<td>-27,65%</td>
<td>-2,93%</td>
<td>45,71%</td>
<td>27,78%</td>
<td>-8,16%</td>
</tr>
<tr>
<td>CROIGA</td>
<td>22,99%</td>
<td>57,85%</td>
<td>-22,83%</td>
<td>-2,23%</td>
<td>37,18%</td>
<td>22,58%</td>
<td>-6,27%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Spoločnosť APC tvorí ekonomickú pridanú hodnotu pre svojich vlastníkov v rokoch 2005, 2006, 2009 a 2010, pričom v roku 2006 je zaznamenaný výrazný nárast ekonomickej pridaného hodnoty, ktorá v tomto roku dosahuje najvyššiu hodnotu v celom sledovanom obdo-

Pri porovnaní hodnôt ukazovateľov CROGA a CROIGA musíme konštatovať, že tieto sú veľmi podobné. Hodnoty týchto ukazovateľov a ukazovateľov CFROI a RONA je vhodné porovnať s hodnotou priemerných vážených nákladov kapitálu pre získanie spreadu, ktorý slúži pre lepšiu vypovedaciu schopnosť o tvorme hodnoty pre vlastníkov podniku.

Obr. 5. Vývoj CFROI
spread, RONA
spread, CROGA
spread a CROIGA
spread (Vlastné spracovanie)
10.3 Porovnanie výsledkov vybraných tradičných a moderných ukazovateľov

Tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti vychádzajú z neupravených dát poskytnutých účtovníctvom, ktoré mnohokrát úplne nezodpovedajú reálnej situácií v podniku. Výpočet týchto ukazovateľov je väčšinou pomerne jednoduchý a rýchly, zvlášť z dôvodu promptného získania potrebných údajov vstupujúcich do výpočtu týchto ukazovateľov. Pri výpočte jednotlivých tradičných ukazovateľov som však napríklad vôbec nezohľadňovala hodnotu prenajímaného majetku, ktorý tvorí až 80 % celkového majetku podniku, ktorý je využívaný pre podnikateľskú činnosť.

Moderné ukazovatele finančnej výkonnosti sú náročné na úpravy dát poskytnutých účtovníctvom, na dostupnosť potrebných údajov a na čas potrebný pre ich výpočet. Z tohto dôvodu tieto ukazovatele nie sú veľmi často využívané vo firemné praxi najmä menších podnikov. Napriek tomu je však vhodné vypočítať aspoň niekoľko moderných ukazovateľov, pretože tu je istota, že pri správnom výpočte podávajú vierohodné informácie pre vedenie podniku odrážajúce reálnu situáciu v podniku a nie situáciu vykreslenú účtovníctvom, pričom jasne informujú o tvorbe hodnoty v podniku.

Porovnanie hodnôt vybraných tradičných a moderných ukazovateľov zachytáva nasledovná tabuľka (Tab. 45) a obrázok (Obr. 6).

**Tab. 45. Porovnanie tradičných a moderných ukazovateľov (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Položka</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>VH za účtovné obdobie (EAT)</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-152 460</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
<td>-65 979</td>
</tr>
<tr>
<td>VH pred zdanením (EBT)</td>
<td>19 817</td>
<td>401 713</td>
<td>-152 128</td>
<td>-152 128</td>
<td>84 545</td>
<td>48 530</td>
<td>-67 707</td>
</tr>
<tr>
<td>VH pred úrokmi a zdanením (EBIT)</td>
<td>37 443</td>
<td>725 486</td>
<td>-304 587</td>
<td>-304 587</td>
<td>171 247</td>
<td>90 047</td>
<td>-58 780</td>
</tr>
<tr>
<td>Free Cash Flow (FCF)</td>
<td>x</td>
<td>463 756</td>
<td>-456 917</td>
<td>-456 917</td>
<td>-46 360</td>
<td>-8 745</td>
<td>-71 603</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA (priemerné NVK-upravené)</td>
<td>59 430</td>
<td>255 804</td>
<td>-167 633</td>
<td>-167 633</td>
<td>88 257</td>
<td>44 002</td>
<td>-75 889</td>
</tr>
<tr>
<td>CFROI</td>
<td>17,46%</td>
<td>56,35%</td>
<td>-74,04%</td>
<td>-74,04%</td>
<td>-2,23%</td>
<td>-42,37%</td>
<td>-78,55%</td>
</tr>
<tr>
<td>CROGA</td>
<td>27,81%</td>
<td>65,50%</td>
<td>-27,65%</td>
<td>-27,65%</td>
<td>45,71%</td>
<td>27,78%</td>
<td>-8,16%</td>
</tr>
<tr>
<td>RONA</td>
<td>36,76%</td>
<td>44,52%</td>
<td>-35,55%</td>
<td>-35,55%</td>
<td>35,32%</td>
<td>18,28%</td>
<td>-17,05%</td>
</tr>
<tr>
<td>Rentabilita aktiv (ROA)</td>
<td>6,04%</td>
<td>67,32%</td>
<td>-35,74%</td>
<td>-35,74%</td>
<td>29,70%</td>
<td>20,68%</td>
<td>-20,85%</td>
</tr>
<tr>
<td>Rentabilita vl. kapitálu (ROE)</td>
<td>64,76%</td>
<td>97,70%</td>
<td>105,27%</td>
<td>105,27%</td>
<td>-73,23%</td>
<td>-54,00%</td>
<td>-46,18%</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Obr. 6. Porovnanie tradičných a moderných ukazovateľov (Vlastné spracovanie)


Pri porovnaní moderných ukazovateľov rentability, ako ukazovateľa RONA (rešpektita čistých operatívnych aktiv), CROGA (hotovostná rentabilita hrubých aktiv) a CROIGA (hotovostná rentabilita hrubých aktiv očistená od inflácie) a klasických ukazovateľov ren-

Ukazovatele CROGA a CROIGA dosahujú veľmi podobné hodnoty a majú zhodný vývoj v rámci časovej rady, pričom CROIGA, podobne ako ukazovateľ CFROI (cash flow návratnosť investovaných prostriedkov), zohľadňuje vplyv inflácie, čím sa jeho hodnoty mierne odlišujú od CROGA.

V rámci porovnania ukazovateľa RONA a ROA však musím konštatovať, že tieto ukazovatele sice majú rovnakú podstatu, avšak dosahujú mierne odlišné hodnoty a majú aj určitý rozdiel vo vývoji v rámci časovej rady, pričom hodnoty ukazovateľa ROA sú vyššie ako hodnoty ukazovateľa RONA v rokoch 2006, 2008 a 2010. Za smerodajné pri posuzovaní podnikovej výkonnosti budem určite pokladať hodnoty ukazovateľa RONA, pričom pre lepšiu vypovedaciu schopnosť o tvorbe hodnoty podniku porovnám hodnoty ukazovateľa RONA s priemernými váženými nákladmi kapitálu. Na uvedenom obrázku (Obr. 7) je možné vidieť pokles hodnoty RONA vplyvom zohľadnenia nákladov kapitálu na hodnotu RONA_{spread}.

**Obr. 7. Vývoj ukazovateľa ROA, RONA a RONA_{spread} (Vlastné spracovanie)**

Už na prvý pohľad je jasné, že ukazovateľ ROE sa vyvíja úplne odlišne oproti ostatným ukazovateľom rentability, či už tradičným alebo moderným. Táto skutočnosť je spôsobená tým, že pri výpočte rentability vlastného kapitálu sa v rokoch 2007, 2008 a 2011 počítalo...

11 NÁVRH VHODNEJ KONCEPCIE PRE MERANIE A RIADENIE Finančnej výkonnosti spoločnosti APC, S. R. O.

V poslednej kapitole mojej práce navrhнем vhodný systém pre meranie a vyhodnocovanie finančnej výkonnosti spoločnosti APC, pretože žiadny existujúci prístup pre meranie finančnej výkonnosti nemôžeme považovať za univerzálny.

11.1 Zhrnutie existujúceho spôsobu merania a hodnotenia finančnej výkonnosti v spoločnosti APC, S. r. o.

Spoločnosť APC je menšia firma, ktorá využíva k meraniu a hodnoteniu finančnej výkonnosti klasický spôsob, akým je porovnanie plánu a skutočnosti a tradičné ukazovatele, akými je zisk a niekoľko ukazovateľov finančnej analýzy.

Proces merania a hodnotenia finančnej výkonnosti v tejto spoločnosti vychádza z ročného plánu zisku, výnosov a nákladov, na základe ktorých sú postupne zostavované podrobnéšie mesačné podnikové plány zisku, výnosov a nákladov. Po skončení každého mesiaca po spracovaní údajov účtovníctvom dochádza k vyhodnocovaniu plánovaného a skutočného stavu týchto položiek vedením spoločnosti. Zároveň vedenie spoločnosti venuje taktiež každý mesiac pozornosť riadeniu svojho cash flow, pričom posudzuje možných rizikových odberateľov a tiež rizikovosť spoločnosti pre jej veriteľov. Na konci každého roka je posudzovaná finančná výkonnosť spoločnosti na základe dosiahnutia plánovaného hospodárskeho výsledku, plánovaných výnosov a nákladov. Spoločnosť vyhodnocuje, avšak iba na konci roka, svoju finančnú výkonnosť tiež aj pomocou niektorých tradičných ukazovaťov pre meranie finančnej výkonnosti, konkrétnie vyhodnocuje ukazovatele likvidity – bežnú, pohotovú a okamžitú, v rámci skupiny ukazovateľov aktivity sleduje dobu inkasa pohľadávok a dobu splácania záväzkov a pozornosť venuje aj skupine ukazovateľov zadl ženosti, pričom tu vyhodnocuje ukazovateľ celková zadl ženost. Spoločnosť APC však napriekl pri vyhodnocovaní svojej finančnej výkonnosti vôbec nevyužíva ukazovatele rentability, s výnimkou vyhodnocovania rentability vybraných zákaziek.

Spoločnosť APC teda hodnotí svoju finančnú výkonnosť iba pomocou niekoľkých tradičných ukazovaťov, ktoré však umožňujú iba hodnotenie situácie ex post a na základe údajov poskytnutých účtovníctvom. Spoločnosť APC má však účtovníctvo vedené externou firmou a nemá ani ekonomické oddelenie, čo spôsobuje problém pri získavaní údajov v reálnom čase. Hlbšie sa spoločnosť APC hodnotením a meraním finančnej výkonnosti
nezaoberá a nevenuje pozornosť ani tým faktorom, ktoré jej finančnú výkonnosť ovplyvňujú. Taktiež sa spoločnosť APC nezaoberá ani vyhodnocovaním moderných a komplexných ukazovateľov hodnotenia výkonnosti, ktoré zohľadňujú finančné aj nefinančné veličiny a umožňujú odhalit tie položky, ktoré sa na vytváraní hodnoty podniku podieľajú. V spoločnosti teda neexistuje žiadny oficiálne zavedený systém pre meranie a hodnotenie jej finančnej výkonnosti.

11.2 Požiadavky na navrhovanú koncepciu pre meranie a riadenie finančnej výkonnosti

Požiadavkou na navrhovanú koncepciu pre meranie a riadenie finančnej výkonnosti spoločnosti APC, s. r. o. je zavedenie jednotného, zrozumiteľného a pravidelne vyhodnocovaného systému merania a hodnotenia finančnej výkonnosti. Ďalšou požiadavkou na navrhovanú koncepciu je využitie moderných ukazovateľov pri hodnotení finančnej výkonnosti, čoho záruku sú následne relevantné a neskreslené informácie. Nevyhnutnosťou je taktiež prepojenie finančných a nefinančných merítok výkonnosti.

11.3 Návrh konkrétnej koncepcie pre meranie a riadenie finančnej výkonnosti v spoločnosti APC, s. r. o.

Na základe rozhovoru s manažmentom spoločnosti a analyzovania procesu merania a vyhodnocovania finančnej výkonnosti by som spoločnosti v prvom rade navrhla, okrem pravidelného mesačného porovnávania plánovaného a skutočného stavu zisku, výnosov a nákladov, využívanie vybraných tradičných ukazovateľov finančnej analýzy nielen na konci roka, ale pravidelne v priebehu celého roka, napríklad v mesačných intervaloch. Konkrétne by som spoločnosti odporučila, aby sa zamerala na pravidelné vyhodnocovanie svojej likvidity pomocou ukazovateľov bežná, pohotová a okamžitá likvidita, ďalej na pravidelné sledovanie svojej zadlženosti pomocou ukazovateľov celková zadlženosť a miera zadlženosti a tiež na pravidelné vyhodnocovanie ukazovateľov doba inkasa pohľadávok a doba splácania záväzkov v rámci ukazovateľov aktivity. Vedenie spoločnosti APC pravidelne každý mesiac uskutočňuje riadenie svojho cash flow na základe hodnotenia rizikovosti jednotlivých odberateľov a taktiež rizikovosti spoločnosti pre svojich veriteľov. Túto skutočnosť hodnotím pozitívne, pričom by som pri zohľadnení problémov s voľnými peňažnými prostriedkami doplnila aj sledovanie ukazovateľa free cash flow a hodnoty čistého
pracovného kapitálu, ktorá je daná ako rozdiel medzi hodnotou obežného majetku podniku a krátkodobých záväzkov, v rámci skupiny rozdielových ukazovateľov.

Využívanie týchto tradičných ukazovateľov pre vyhodnocovanie podnikovej výkonnosti je pre spoločnosť APC vhodné, nakoľko výpočet týchto ukazovateľov je nenáročný na čas a tak tiež na potrebné údaje, ktoré sú k dispozícii z účtovných výkazov. Pre spoločnosť APC by teda nemal byť problém tieto ukazovatele sledovať pravidelne. Napriek tomu by som však tieto ukazovatele zaradila pri vyhodnocovaní výkonnosti podniku do skupiny doplnkových.

Ako hlavný ukazovateľ pre meranie výkonnosti podniku navrhujem spoločnosti APC pravidelné vyhodnocovanie moderného ukazovateľa EVA, pretože vedenie spoločnosti takto získava neskorššené a relevantné údaje o skutočnej tvorbe hodnoty. Výsledok ekonomickej pridanej hodnoty je vyjadrený v absolútnej hodnote, čo považujem za jeho výhodu, nakoľko je hned zrejmé, či a akú podnik tvorí alebo netvorí hodnotu a nie je potrebné porovnávanie výslednej hodnoty s odporúčanými hodnotami. Naviac, ukazovateľ EVA je možné využiť aj pri odmeňovaní. Taktiež je z môjho pohľadu potrebné medzi tieto pravidelne vyhodnocované ukazovatele zahrniť aj ukazovateľ RONA, ktorý by nahradil klasické ukazovateľy rentability a zároveň by slúžil v prípade potreby porovnávania spoločnosti APC s inými podnikmi. Výpočet iných moderných ukazovateľov vzhľadom na náročnosť pre spoločnosť APC neodporúčam.

Konkrétne návrh systému pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti APC je znázornený na dole uvedenom obrázku (Obr. 8).
Obr. 8. Návrh systému pre meranie a hodnotenie fin. výkonnosti (Vlastné spracovanie)

Podstatou tohto systému merania a hodnotenia finančnej výkonnosti podniku je rast ekonomickej pridanej hodnoty, čo by mal byť základný finančný cieľ podniku. Pre výpočet ekonomickej pridanej hodnoty odporúčam, aby spoločnosť využívala ekonomický model, pretože tento vychádza z upravených účtovných dát a je záruka, že nepodáva skreslené výsledky. Tento druh výpočtu je súčasťou štandardov, pretože vyžaduje úpravu vstupných údajov poskytnutých účtovníctvom, avšak vzhľadom na to, že štruktúra majetku a kapitálu v spoločnosti sa v priebehu čias výrazne mení, podnikom je záväzok do pravidelneho rozkladu týchto účtovných údajov, ktoré je potrebné dodržiavať.

Pri stanovení priemerných vážených nákladov kapitálu vstupujúcich do tohto výpočtu odporúčám využívať hodnotu priemerných nákladov cudzieho kapitálu a vlastného kapitálu využívať hodnoty priemerných nákladov vlastného kapitálu so stanovením váh pre jednotlivé metódy výpočtu rovnako, ako som to uskutočnila v kapitole 8.1.1.3. Vzhľadom k veľkosti podniku a pomernej náročnosti výpočtu odporúčam spoločností APC uskutočňovať tento výpočet v pravidelnych štvrtročných intervalech. Zároveň odporúčam spolu s týmto výpočtom uskutočňovať aj pyramídový rozklad tohto ukazovateľa vzhľadom k vymedzeniu a analýzovaniu generátorov hodnoty, a teda faktorov, ktoré majú vplyv na rast hodnoty podniku. Výpočet rentability čistých operatívnych aktiv odporúčam uskutočňovať tiež v štvrtročných intervalech zároveň s uskutočňovaním výpočtu...
ekonomickej pridanej hodnoty, pretože do tohto výpočtu vstupujú rovnaké položky ako do výpočtu ukazovateľa EVA.

V navrhnutom systéme vymedzene tradičné ukazovatele výkonnosti odporúčam vyhodnocovať v pravidelných mesačných intervaloch, vzhľadom k jednoduchosti a časovej nenáročnosti výpočtu, pričom spoločnosť by mala mať minimálne pravidelne mesačne prehľad o výsledkoch týchto jednotlivých ukazovateľov, a tým aj o reálnom zlepšovaní alebo zhoršovaní hodnôt týchto ukazovateľov. Pri vyhodnocovaní týchto ukazovateľov odporúčam výsledné hodnoty jednotlivých ukazovateľov porovnať s hodnotami konkurenčných podnikov. Takto je možné získat’ prehľad o tom, či je spoločnosť na tom lepšie alebo horšie ako konkurenčné podniky.

11.4 Vymedzenie zodpovednosti za meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti

Vzhľadom k tomu, že doteraz bola finančná výkonnosť spoločnosti APC a k tomu patriacie porovnávanie, analýzy a výpočty vypracovávané a vyhodnocované iba vedením spoločnosti, navrhol sa by som, aby bol činnosťou merania a vyhodnocovania finančnej výkonnosti poverený jeden zamestnanec, ktorý by bol zodpovedný za porovnávanie plánovaného a skutočného stavu zisku, výnosov a nákladov na konci mesiaca a analyzovanie príčin odchýlok, ďalej za spracovanie výpočtov vybraných tradičných ukazovateľov na konci mesiaca, za sledovanie a plánovanie cash flow, štvrt’ročne za vypracovanie výpočtu ukazovateľa EVA a RONA a taktiež pyramidového rozkladu ukazovateľa EVA s analyzovaním vývoja generátorov hodnoty. Jeho úlohou by bolo tiež navrhovanie vhodných opatrení pre zlepšenie jednotlivých ukazovateľov. Výsledné reporty by boli predkladané vedeniu spoločnosti, ktoré by sa takto mohlo venovať iba relevantným údajom vyplývajúcim z predložených výpočtov a analýz a prijímaniu rozhodnutí o vhodných opatreniach pre zlepšenie existujúcej situácie a nárast hodnoty EVA.

Tu vzniká otázka, či danou činnosťou poveriť niektorého zo zamestnancov spoločnosti, čo by bolo z dôvodu minimalizácie nákladov súvisiacich so zavedením novej koncepcie pre meranie a riadenie finančnej výkonnosti pre spoločnosť APC výhodnejšie, alebo prijať nového zamestnanca. Po analyzovaní voľných kapacít pre vykonávanie daných činností u existujúcich zamestnancov, však musíme konštatovať, že tito sú plne vytážení svojimi pracovnými povinnosťami a pre vykonávanie tejto činnosti nemá nikto z nich priestor. Z tohto dôvodu bude potrebné vytvorit’ nové pracovné miesto v spoločnosti APC, pričom
prijatý zamestnanec môže pracovať na skrátený pracovný úvazok, vzhľadom na nie až taký veľký denný rozsah prác súvisiacich s meraním a hodnotením finančnej výkonnosti a popri tom mu môže byť presunutá časť drobných administratívnych prác napríklad z obchodného oddelenia, kde bolo uvažované o prijatí pomocnej sily. Toto novovzniknuté pracovné miesto by malo byť podriadené priamo riaditeľovi spoločnosti a vzhľadom k absencii controllingového oddelenia v spoločnosti by toto pracovné miesto mohlo suplovat’ práve toto oddelenie, pričom v budúcnosti by mohol byť rozsah prác daného pracovníka rozšírený o ďalšie činnosti controllingového oddelenia.

11.5 Prepojenie finančných a nefinančných ukazovateľov výkonnosti

Prepojenie finančných a nefinančných ukazovateľov výkonnosti a ich sledovanie je veľmi dôležité, pretože ak chce podnik dosiahnuť rast hodnoty, musí zabezpečiť zlepšenie všetkých podnikových procesov, ktoré majú následne vplyv na zlepšenie finančnej situácie a nárast hodnoty podniku. Navrhnutý systém pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti umožní spoločnosti APC pomocou ukazovateľov EVA odhalit tie finančné faktory, ktoré majú vplyv na dlhodobý rast hodnoty podniku. Tento systém je vhodné prepojiť so systémom nefinančných merítk výkonnosti, ktoré spoločnosť’ APC doteraz nesledovala, avšak sú nutné pre dosiahnutie dlhodobých finančných cieľov, pomocou koncepcie Balanced Scorecard. Podstatou tohto modelu prepojenia ukazovateľov EVA s koncepciou Balanced Scorecard je orientácia podniku na rast hodnoty, čiže na rast ukazovateľov EVA, ktorý zabezpečí práve sledovanie a zefektívňovanie jednotlivých podnikových procesov. Tento prepojený model spoločnosti APC zaručí komplexný systém merania a hodnotenia finančnej výkonnosti.

11.5.1 Prepojenie ekonomickej pridanej hodnoty s koncepciou Balanced Scorecard

Ekonomické pridané hodnotu prepojím do finančnej perspektívy koncepcie Balanced Scorecard a následne stanovím ciele tejto perspektívy. Na základe týchto cieľov stanovím nefinančné ciele ostatných perspektív koncepcie Balanced Scorecard, konkrétne zákaznickej perspektívy, perspektívy interných procesov a perspektívy učenia sa a rastu.

Na základe konzultácie s vedením spoločnosti som stanovila nasledovné ciele jednotlivých perspektív:
Finančná perspektíva

- Zvýšenie hodnoty podniku
- Zvýšenie tržieb
- Zníženie nákladov

Zákaznícka perspektíva

- Zvýšenie spokojnosti zákazníkov
- Získanie nových zákazníkov
- Zvýšenie objemu zákaziek
- Zníženie objemu reklamácií

Perspektíva interných procesov

- Zvýšenie produktivity práce
- Zvýšenie kvality produktov
- Sprísnenie kontroly produktov
- Zlepšenie terminového spracovania ponúk
- Zlepšenie technologického vybavenia

Perspektíva učenia sa a rastu

- Zvýšenie motivácie zamestnancov
- Zlepšenie organizácie práce
- Zvýšenie kvalifikácie zamestnancov

Jednotlivé strategické ciele v rámci daných perspektív sú vzájomne prepojené a existujú medzi nimi vzťahy a pričinné súvislosti. Tieto vzťahy a pričinné súvislosti znázorňuje strategická mapa (Obr. 9).
železničného priemyslu, ako to tieto zákazníci predstavujú hlavný zdroj dlhodobých zákazníkov s charakterom sériovej výroby. Na zvýšenie objemu výroby vplyva tiež aj jeden z cieľov perspektív interných procesov, ktorým je zlepšenie termínového spracovania ponúk, ktorý ovplyvňuje aj získanie nových zákazníkov. Spoločnosť by toto vplyvom zlepšenia termínového spracovania ponúk zvýšila možnosť získania nových zákazníkov a tiež aj nových zákazníkov, pretože množstvo dopytov spoločnosti zostáva nespracovaných alebo sú spracované až po termíne. Sprísnenie kontroly produktov, ako ďalší z cieľov interných procesov, vplyva kladne na zvýšenie kvality produktov a tiež na zniženie objemu reklamácii, čo má následne vplyv na zvýšenie spokojnosti zákazníkov. Posledný z cieľov perspektív interných procesov, ktorým je zlepšenie technologického vybavenia, má vplyv nielen na zvýšenie produktivity práce, ale aj na zvýšenie kvality produktov, pretože s kvalitnejšími a presnejšími strojmi a zariadeniami dokážu pracovníci spoločnosti pracovať rýchlejšie a zároveň s menšimi nepresnosťami a kvalitatívnymi chybaniami. Splnenie všetkých uvedených cieľov má však svoj základ v perspektíve učenia sa a rastu, pretože bez motivovaných a kvalifikovaných zamestnancov nie je možné, aby spoločnosť dosiahla rast hodnoty. Jeden z cieľov tejto perspektívy, zvýšenie motivácie pracovníkov, podporuje zvýšenie produktivity práce a tiež aj zvýšenie kvality produktov, pričom spoločnosť by mala využívať finančné aj nefinančné formy motivácie, ktoré súvisia najmä so zvyšovaním kvalifikácie zamestnancov, vytváraním priaznivého pracovného prostredia alebo pochvalami zamestnancov. Zlepšenie organizácie práce, ako ďalší z cieľov perspektívy učenia sa a rastu, podporuje zvýšenie produktivity práce a tiež zlepšenie termínového spracovania ponúk. Spoločnosť APC by sa v rámci zvýšenia kvalifikácie pracovníkov, ako posledného cieľa tejto perspektívy, mala zameriť na vzdelávacie kurzy a školenia pre svojich zamestnancov. Tento cieľ ovplyvňuje taktiež zvýšenie produktivity práce a tiež má vplyv na zvýšenie kvality produktov.

11.5.2 Stanovenie merítok a cieľových hodnôt strategických cieľov

K jednotlivým strategickým cieľom som vymedzila merítka, ktoré musia byť prepojené s týmito strategickými cieľmi a zároveň by mali mať dodržiavanie správnych hodnôt. Tieto merítka slúžia k sledovaniu plnenia strategických cieľov a k ovplyvňovaniu budúceho vývoja spoločnosti. Jednotlivé hodnoty by mali byť sledované štvrťročne pre získanie pravidelných informácií o vývoji situácie. K jednotlivým strategickým cieľom som následne po konzultácii s vedením spoločnosti priradila cieľové hodnoty, ktorým by spoločnosť APC
cheela v priebehu troch rokov dosiahnuť. Stanovené merítka a cieľové hodnoty sú uvedené v nasledovnej tabuľke (Tab. 46).

Tab. 46. Merítka a cieľové hodnoty strategických cieľov (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Finančná perspektíva</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie hodnoty podniku</td>
<td>Hodnota EVA (€)</td>
<td>-76 024</td>
<td>30 000</td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie tržieb</td>
<td>Tržby (€)</td>
<td>1 359 253</td>
<td>1 563 141</td>
</tr>
<tr>
<td>Zniženie nákladov</td>
<td>Náklady / Tržby (%)</td>
<td>105%</td>
<td>92%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Zákaznícka perspektíva</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie objemu výroby</td>
<td>Tržby za predaj vl. výrobkov a služieb (€)</td>
<td>1 358 439</td>
<td>1 562 205</td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie spokojnosti zákazníkov</td>
<td>Spokojnosť zákazníkov (dotazník) (%)</td>
<td>nehodnotené</td>
<td>95%</td>
</tr>
<tr>
<td>Získanie nových zákazníkov</td>
<td>Počet nových zákazníkov (ks)</td>
<td>1</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>Zniženie objemu reklamácií</td>
<td>Náklady na reklamácie / Tržby za výrobu vl. výrobkov a služieb (€)</td>
<td>0,014</td>
<td>0,008</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Perspektíva interných procesov</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie produktivity práce</td>
<td>Pridaná hodnota / Počet zamestnancov (€)</td>
<td>5 613</td>
<td>6 455</td>
</tr>
<tr>
<td>Sprášenie kontroly produktov</td>
<td>Intenzita kontroly produktov (%)</td>
<td>85%</td>
<td>100%</td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie kvality produktov</td>
<td>Objem nepodarkov (%)</td>
<td>1%</td>
<td>0,8%</td>
</tr>
<tr>
<td>Zlepšenie technologického vybavenia</td>
<td>Investície do technologického zariadenia (€)</td>
<td>5 468</td>
<td>15 000</td>
</tr>
<tr>
<td>Zlepšenie terminového spracovania ponúk</td>
<td>Objem v termíne nespracovaných ponúk (%)</td>
<td>18%</td>
<td>5%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Perspektíva učenia sa a rastu</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie motivácie pracovníkov</td>
<td>Podiel mimoriadnych odmien a priplatkov na hrubej mzde (%)</td>
<td>1%</td>
<td>5%</td>
</tr>
<tr>
<td>Zlepšenie organizácie práce</td>
<td>Dlžka prestojov za rok (priemerný počet hodín za rok / pracovník)</td>
<td>12</td>
<td>6</td>
</tr>
<tr>
<td>Zvýšenie kvalifikácie zamestnancov</td>
<td>Počet školení za rok (ks)</td>
<td>5</td>
<td>10</td>
</tr>
</tbody>
</table>

11.5.3 Stanovenie strategických akcií

Stanovenie strategických akcií znamená určenie konkrétnej možnej spôsobov pre realizáciu stratégických cieľov jednotlivých perspektív a tým aj pre zvýšenie hodnoty podniku.

**Finančná perspektíva**

Ciele finančnej perspektívy sú základom celého modelu Balanced Scorecard, pretože do týchto cieľov smerujú ciele a merítky ostatných perspektív. Tieto ciele je teda možné dosiahnuť po splnení cieľov ostatných perspektív.

- Zvýšenie hodnoty podniku – tento cieľ je vrcholový cieľom modelu Balanced Scorecard a základným cieľom podniku. Merítkom tohto cieľa je hodnota ekono-
michej pridanej hodnoty vypočítanej pomocou ekonomického modelu, pričom cieľovou hodnotou v priebehu troch rokov je zvýšenie ekonomickej pridanej hodnoty zo zápornej hodnoty na hodnotu 30.000,- €. Dosiahnutie tohto cieľa by malo byť uskutočnené splnením ostatných strategických cieľov jednotlivých perspektív prostredníctvom vzťahov príčin a následkov.

- Zvýšenie tržieb – je podstatným cieľom pre dosiahnutie zvýšenia ekonomickej pridanej hodnoty a tým aj zvýšenia hodnoty podniku. Tržby spoločnosti APC v posledných troch rokoch (2009 až 2011) poklesli, najmä z dôvodu poklesu objemu zákaziek spoločnosti kvôli celosvetovej hospodárskej kríze. Cieľovou hodnotou tohto cieľa je zvýšenie tržieb spoločnosti o 15 %, ktoré by spoločnosť mohla dosiahnuť zvýšením objemu výroby, napríklad prostredníctvom získania nových zákazníkov s veľkými a dlhodobejšími zákazkami v oblasti železničného priemyslu alebo prostredníctvom zvýšenia produktivity práce.


Zákaznícka perspektíva

- Zvýšenie objemu výroby – tento cieľ zákazníckej perspektívy veľmi úzko súvisí s cieľom zvýšenia tržieb vo finančnej perspektíve. Merítkom pre tento cieľ je hodnota tržieb za predaj vlastných výrobkov a služieb. V priebehu troch rokov je nastavená cieľová hodnota zvýšenia objemu výroby o 15 %. Objem výroby môže spoločnosť zvýšiť prostredníctvom zvýšenia spokojnosti zákazníkov, pretože iba spokojní zákazníci sú ochotní svoje zákazky opakovane zadať tej istej firme, ďalej prostredníctvom získania nových zákazníkov, ktorí by prinesli spoločnosti aj nové zákazky a ďalšou možnosťou pre zvýšenie objemu výroby je zlepšenie terminového spracovania ponúk, pretože množstvo ponúk od starých aj nových zákazníkov nedokáže oddeľenie technickej prípravy výroby spoločnosti APC z kapacitných dôvodov spracovať a spoločnosť takto prichádza o možnosť získania nových zákaziek a tým pádom aj o možnosť zvýšenia objemu výroby.
Zvýšenie spokojnosti zákazníkov – pre tento cieľ bolo stanovené merítko vo forme percentuálnej spokojnosti zákazníkov so spoločnosťou APC. Cieľovou hodnotou je dosiahnutie spokojnosti jednotlivých zákazníkov minimálne vo výške 95 %. Doteraz neboli jednotlivé dotazníky spokojnosti zákazníkov podrobnejšie vyhodnocované, pričom tu neexistovala ani žiadna spätňna väzba. Spoločnosť by mala zostaviť dotazník pre zákazníkov s pre ňu čo najlepšou vypovedacou schopnosťou o tom, čo by mohla zlepšiť alebo zmeniť a tieto dotazníky poctivo vyhodnocovať a realizovať tak tiež spätňnu väzbu.

Získanie nových zákazníkov – tento cieľ je pre spoločnosť APC veľmi dôležitý z hľadiska jej dlhodobého a rentabilného fungovania, pretože noví zákazníci najmä z oblasti železničného priemyslu by mohli spoločnosti priniesť aj väčšie a dlhodobé zákazky, ktoré sú výhodné efektívnejšie ako jednorazové a krátkodobé. Merítkom tohto cieľa je počet nových zákazníkov najlepšie z oblasti železničného priemyslu, pričom cieľovou hodnotou je získanie troch nových zákazníkov v priebehu troch rokov. Spoločnosť by mala pre získanie nových zákazníkov investovať do reklamy, avšak pravdepodobne najefektívnejšou činnosťou pre dosiahnutie tohto cieľa je organizovanie osobných stretnutí s potenciálnymi zákazníkmi a absolvované rokovaní o možnej budúcej spolupráci. Ďalšou možnosťou pre získanie nových zákazníkov je investícia do nových technológií.

Zníženie objemu reklamácií – dosiahnutie tohto cieľa vedie následne k dosiahnutiu zvýšenia spokojnosti zákazníkov, pretože riešenie reklamačného procesu nie je nič príjemné a prispieva k nespokojnosti zákazníkov spoločnosti. Ako merítko tu je nástavený podiel výšky nákladov na reklamácie na tržbách spoločnosti za výrobu vlastných výrobkov a služieb. Cieľovou hodnotou je dosiahnutie výšky tohto podielu v hodnote 0,008. Tento cieľ je možné dosiahnuť príslušným dodržiavaním výrobného procesu, dôkladnejšou kontrolou všetkých parametrov výrobu pred jeho expedíciou a za veľmi efektívne považujem tiež zosobnenie vzniknutých nákladov za reklamáciu na zodpovednú osobu.

Perspektíva interných procesov

Zvýšenie produktivity práce – splnenie tohto cieľa podporuje cieľ zvýšenia tržieb a tiež cieľ zniženia nákladov finančnej perspektívy. Merítkom tohto cieľa je podiel pridané hodnoty na zamestnanca, pričom cieľová hodnota za tri roky by mala byť...
vo výške 6.455,- €, čo predstavuje nárast o 15 % oproti súčasnému stavu. Zvýšenie produktivity práce na zamestnanca je možné dosiahnuť napríklad zlepšením technologického vybavenia spoločnosti, pretože s lepšími technológiami je možné dosiahnuť rýchlejšiu, kvalitnejšiu a bezchybnnejšiu výrobu produktov. Tento cieľ podporujú tiež všetky tri ciele z perspektívy učenia sa a rastu, konkrétne zvýšenie motívácie pracovníkov, zlepšenie organizácie práce a zvýšenie kvalifikácie zamestnancov.

Zlepšenie technologického vybavenia – od technologického vybavenia spoločnosti závisia jej výrobné možnosti a má tiež vplyv na zvýšenie produktivity práce a taktiež na zvýšenie kvality produktov. Merítkom tohto cieľa je hodnota investícií do technologického zariadenia spoločnosti. Cieľová hodnota v roku 2014 predstavuje uvedené investície vo výške 15.000,- €. Spoločnosť môže svoje technologické vybavenie zlepšiť investíciou určenou do modernizácie existujúceho technologického zariadenia spoločnosti alebo nákupom nových technológií, napríklad pre mechanické opracovanie vo forme novej horizontálnej vrtačky, pre zváranie, nákupom kvalitnejšej meracej a kontrolnej techniky a pod.

Sprísnenie kontroly produktov – týmto cieľom je myšlené zvýšenie intenzity a sprísnenie kontroly jednotlivých vyrobených produktov pred expedíciou, aby sa predišlo vzniku reklamácii a nekvalitných produktov. Merítkom je tu intenzita kontroly produktu v percentách, pričom cieľovou hodnotou je dosiahnutie 100 % kontroly jednotlivých produktov. Spoločnosť môže tento cieľ dosiahnuť sprísnením všetkých požiadaviek na kontrolu produktov alebo na jednotlivých pracovníkov kontroly, zvýšením počtu kontrolných pracovníkov alebo zosobnením nákladov za reklamácie priamo na pracovníkov kontroly, v prípade zanedbania ich povinností.

Zvýšenie kvality produktov – kvalita produktov je veľmi dôležitá, ako spoločnosť si prostredníctvom svojich produktov a ich kvality vytvárať svoje meno na trhu a výroba nekvalitných a nepoužiteľných produktov iba zvyšuje náklady spoločnosti. Merítkom stanoveným pre tento cieľ je objem nepodarkov v percentách, pričom cieľovou hodnotou v priebehu troch rokov je zniženie objemu nepodarkov na celkovom objeme produktov z hodnoty 1 % na hodnotu 0,8 %. Zvýšenie kvality produktov môže spoločnosť dosiahnuť zlepšením technologického vybavenia, sprísnením kontroly produktov, ďalej zvýšením kvalifikácie zamestnancov a tiež
Zvýšením motivácie zamestnancov, pretože kvalifikovaní a motivovaní zamestnanci sa snažia svoju prácu vykonávať kvalitne a zodpovedne.

- Zlepšenie termínového spracovania ponúk – tento cieľ ovplyvňuje zvýšenie objemu výroby a taktiež možnosť získania nových zákazníkov, pretože včasné spracovanie ponúk podmieňuje možné získanie nových zákazníkov. V súčasnosti ostáva množstvo dopytov zaslaných do spoločnosti APC nevybavených, pretože z kapacitných dôvodov nie je priestor pre ich spracovanie, pričom najužšími miestom je oddelenie technickej prípravy výroby. Merítkom tohto cieľa je objem v termíne nespracovaných ponúk v percentách, pričom cieľová hodnota v priebehu troch rokov je nastavená z aktuálnej hodnoty 18 % nespracovaných dopytov na hodnotu 5 %. Pre dosiahnutie tohto cieľa je potrebné nové kvalifikácie a zvýšenie kapacity na uvedenom oddelení a prijať minimálne jedného nového technológa. Pomocou zlepšenia organizácie práce je možné mierne znižiť objem nespracovaných dopytov, avšak tento objem bude stále pomerne vysoký vzhľadom na nedostatok kapacit.

Perspektíva učenia sa a rastu

- Zvýšenie motivácie pracovníkov – zamestnanci spoločnosti predstavujú hlavný zdroj pre tvorbu hodnoty v podniku a motivovaný zamestnanci sú dôležitou podmienkou pre fungovanie spoločnosti. Merítkom stanoveným v rámci tohto cieľa je podiel mimoriadnych odmien a priplatkov na hrubej mzde v percentách, pričom cieľová hodnota je zvýšenie tohto podielu z aktuálneho 1 % na 5 %. Možnosti motivovania zamestnancov pre spoločnosť predstavujú napríklad poskytovanie príplatkov k hrubej mzde za dobre uskutočnenú prácu, benefity za prácu nad rámec povinností, k možnostiam nefinančného motivovania patri napríklad udeľovanie pochvál zo strany zamestnávateľa a vytváranie dobrých pracovných podmienok.

- Zlepšenie organizácie práce – tento cieľ je základom pre znižovanie nákladov spoločnosti a ovplyvňuje zvýšenie produktivity práce a tiež zlepšenie termínového spracovania ponúk. Ako merítko bol pre tento cieľ stanovený priemerný počet hodín prestojov na pracovníka v priebehu jedného roka. Cieľová hodnota je nastavená na 6 hodín, to znamená 50 % zniženie oproti aktuálnemu stavu. Z hľadiska organizácie práce je dôležité presne vymedzit konkrétne právomoci a zodpovednosti jednotlivých zamestnancov.
Zvýšenie kvalifikácie zamestnancov – kvalifikované zamestnanci ovplyvňujú možnosť zvýšenia produktivity práce a tiež zvýšenia kvality produktov. Zvyšovaním kvalifikácie zamestnancov dochádza k rozvoju pracovnej sily a k skvalitneniu vykonávanej práce. Merítkom toho je počet školení pre zvýšenie kvalifikácie vykonaných ročne, pričom cieľovou hodnotou je zvýšenie počtu školení z 5 na 10 v priebehu troch rokov. Spoločnosť môže tento cieľ dosiahnuť napríklad pomocou vytvorenia plánu školení zamestnancov, ktorý bude striktné dodržiavaný. Pre zvýšenie kvalifikácie zamestnancov však môže zamestnávateľ poskytovať aj príspevky na individuálne vzdělávanie sa.

11.6 Zhodnotenie navrhovanej koncepcie

Zavedenie navrhnutej koncepcie pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti do spoločnosti APC prináša so sebou množstvo prínosov, avšak nesie aj určité náklady a riziká.

11.6.1 Prínosy navrhovanej koncepcie

Zavedenie navrhnutého systému pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti v prvom rade poskytuje vedeniu spoločnosti pravidelné a relevantné informácie o vývoji finančnej výkonnosti spoločnosti spolu s analýzou vývoja generátorov hodnoty a návrhom možných opatrení, čo umožňuje spoločnosti prijímanie konkrétnych rozhodnutí pre zlepšenie situácie v podniku. Tento navrhnutý systém umožní spoločnosti APC pomocou ukazovateľa EVA odhalit tie finančné faktory, ktoré majú vplyv na dlhodobý rast hodnoty podniku. Ukazovateľ je taktiež možné využiť aj ako vhodný nástroj v rámci odmeňovania zamestnancov. Prepojením koncepcie EVA s modelom Balanced Scorecard sa zabezpečí komplexný systém pre sledovanie klúčových finančných aj nefinančných ukazovateľov. Tento prístup umožňuje zlepšenie všetkých podnikových procesov, ktoré má následne vplyv na zlepšenie finančnej situácie podniku a nárast jeho hodnoty. Ďalším jeho prínosom je tiež prepojenie strategických a operatívnych cieľov v spoločnosti.

Tento navrhnutý systém pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti bude pre spoločnosť prínosom iba za predpokladu jeho správneho zavedenia a využívania.
11.6.2 Náklady navrhovanej koncepcie

So zavedením nového systému pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti sa samozrejme, ako so zavedením každého nového systému, spájajú aj určité náklady. Výška týchto nákladov závisí na mnohých aspektoch, a preto uvádzam iba ich orientačnú výšku:

- Externé konzultačné služby 5.000,- €
- Školenie vedenia spoločnosti 7.000,- €
- Školenie zamestnanca zodpovedného za meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti 900,- €
- Mesačné náklady na novoprijatého zamestnanca pracujúceho na polovičný úväzok 380,- €
- Školenie ostatných zamestnancov spoločnosti 1.200,- €

Celkové náklady sú teda odhadnuté vo výške 14.480,- €. Spoločnosť APC však môže zvážiť, akú externú konzultačnú spoločnosť zvolí, prípadne či jej služby využije. Zniženie nákladov je možné dosiahnuť tiež prijatím takého zamestnanca pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti, ktorý je už kvalifikovaný a s danou činnosťou má skúsenosti, čím náklady na školenie tohto zamestnanca odpadnú alebo sa znížia. Školenie vedenia spoločnosti a tiež ostatných zamestnancov nie je síce zanedbateľná položka, avšak vedenie spoločnosti a zamestnanci by mali byť zoznámení s daným systémom a mali by ho pochopiť.

11.6.3 Riziká súvisiace s navrhovanou koncepciou

So správnym zavedením a fungovaním navrhnutej koncepcie pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti sa však spájajú aj určité potenciálne riziká, ktoré je potrebné včas identifikovať a eliminovať. Správnemu fungovaniu navrhnutej koncepcie môžu zabrániť najmä nasledovné potenciálne riziká:

- Neochota zmeny myslenia v rámci hodnotenia finančnej výkonnosti spoločnosti a nedostatok presvedčenia o potrebe tejto koncepcie zo strany vedenia spoločnosti.
- Neochota zmeny myslenia v rámci hodnotenia finančnej výkonnosti spoločnosti a nedostatok presvedčenia o potrebe tejto koncepcie zo strany vedenia spoločnosti. Pre minimalizáciu tohto rizika je potrebná konzultácia medzi vedením spoločnosti a externým poradcom s podrobným vysvetlením a objasnéním výhod, ktoré tento systém prinesie, prípadne navštívenie firiem, ktoré podobný systém už zavádzali.
- Neochota zo strany zamknutého systému uskutočniť zmienku a ich nedostatočná motivácia. Vznik tohto rizika je v spoločnosti APC pomerne pravdepodobný a ohrozuje celý
proces zavedenia a fungovania navrhnutého systému pre meranie a hodnotenie výkonnosti podniku, pretože zamestnanci sú základom pre dosiahnutie vrcholového cieľa podniku. Minimalizácii tohto rizika je možné dosiahnuť dostatočným informovaním a komunikáciou so zamestnancami spoločnosti, pričom je potrebné zaistiť vhodný motivačný program pre zvýšenie ich úsilia podieľať sa na zmene.

- Nedostatok finančných prostriedkov pre zavedenie a využívanie navrhnutej koncepcie. Z vykonaných analýz je zrejmé, že spoločnosť APC nevlastní nadbytok finančných zdrojov. Riziko je možné minimalizovať na základe minimalizácie nákladov súvisiacich so zavedením navrhnutej koncepcie, pričom tu je možné rozvihnúť o nevyužívaní služieb externého poradenstva, resp. prijatím už kvalifikovaného zamestnanca.

- Definovanie nepresných merítek v rámci strategických cieľov a neprepojenie vrcholového cieľa spoločnosti s jednotlivými čiastkovými cieľmi. Eliminácia rizika je možná na základe intenzívnej komunikácie medzi jednotlivými zamestnancami a osobou zodpovednou za zavedenie daného systému pri vymedzovaní jednotlivých merítek a čiastkových cieľov.

- Nedostatočná komunikácia medzi zamestnancami a vedením spoločnosti. Tu je možné pre elimináciu rizika podporovať komunikáciu medzi zamestnancami a vedením spoločnosti, napríklad formou organizovania pravidelných porád a stretnutí.

Pri včasnom identifikovaní hroziaceho rizika a jeho eliminácii nestojí úspešnému zavedeniu navrhnutej koncepcie pre meranie a hodnotenie finančnej výkonnosti už nič v ceste.
ZÁVĚR

Cieľom mojej diplomovej práce bolo spracovať základné informácie k problematike merania a hodnotenia finančnej výkonnosti podnikov, následne zhodnotiť finančnú výkonnosť spoločnosti APC a navrhnúť vhodnú koncepciu pre meranie a hodnotenie jej finančnej výkonnosti.


V praktickej časti práce som najskôr predstavila spoločnosť APC a tiež som analyzovala jej prostredie pomocou SWOT analýzy a Porterovho modelu piatich síl. Ďalej som uskutočnila analýzu finančnej výkonnosti tejto spoločnosti v rokoch 2005 až 2011 pomocou vybraných tradičných a moderných ukazovateľov, ktorých je následne zhodnotila a navrhla pre spoločnosť APC vhodnú koncepciu pre meranie a riadenie jej finančnej výkonnosti. Túto koncepciu som odporúčať prepojiť so sledovaním nefinančných meriťok výkonnosti podniku prostredníctvom modelu Balanced Scorecard, čo spoločnosti APC zarúči komplexný systém merania a hodnotenia finančnej výkonnosti a umožní jej orientovať sa na rast hodnoty pre jej vlastníkov.

Spoločnosti, ktoré chcú usnieť v dnešnej rýchlo sa menia hospodárskej situácii na trhu, musia byť schopné prispôsobiť sa novým podmienkam a požiadavkám trhu a takiezh zabudniť na zastarané meranie a hodnotenie podnikovej výkonnosti iba na základe dosiahnutia plánovaných výsledkov a prispôsobiť sa súčasným trendom. Najmä menšie podniky, akým je aj spoločnosť APC, však toto často podceňujú. Tradičné ukazovatele výkonnosti môžu niekedy zlyhať a podávať skreslené výsledky, pričom tiež ukazovatele nezohľadňujú ani položky, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku, ani reálnu situáciu v podniku, napríklad výšku rizika. Z tohto dôvodu je potrebné tradičné ukazovatele výkonnosti podniku doplniť o mo-
derné ukazovatele výkonnosti, ktoré vychádzajú z upravených účtovných dát na reálnu situáciu v podniku a zohľadňujú aj základný cieľ podnikania, ktorým je rast hodnoty podniku.

Verím, že cieľ mojej práce som splnila, a že táto práca bude pre spoločnosť APC prínosom.

Spracovanie diplomovej práce pre mňa bolo veľkým prínosom, pretože som si rozšírila teoretické znalosti v oblasti merania a hodnotenia výkonnosti podniku a tieto znalosti som následne aplikovala na reálny podnik, čím som získala cennú praktickú skúsenosť.
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Bibliografické zdroje:


**Internetové zdroje:**


Ostatné zdroje:

Interné materiály spoločnosti APC, s. r. o.
Súvaha spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011
Výkaz cash flow spoločnosti APC, s. r. o., roky 2006 – 2011
Výkaz ziskov a strát spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011
**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Symbol</th>
<th>Význam</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>BSC</td>
<td>Balanced Scorecard</td>
</tr>
<tr>
<td>C</td>
<td>Kapitál</td>
</tr>
<tr>
<td>CF</td>
<td>Cash flow</td>
</tr>
<tr>
<td>CFROI</td>
<td>Cash flow návratnosť investovaných prostriedkov</td>
</tr>
<tr>
<td>CK</td>
<td>Cudzí kapitál</td>
</tr>
<tr>
<td>CROGA</td>
<td>Hotovostná rentabilita hrubých aktiv</td>
</tr>
<tr>
<td>CROIGA</td>
<td>Hotovostná rentabilita hrubých aktiv očistených od inflácie</td>
</tr>
<tr>
<td>ČPK</td>
<td>Čistý pracovný kapitál</td>
</tr>
<tr>
<td>ČZ</td>
<td>Čistý zisk</td>
</tr>
<tr>
<td>d</td>
<td>Sadzba dane</td>
</tr>
<tr>
<td>D</td>
<td>Úročené dlhy</td>
</tr>
<tr>
<td>DCF</td>
<td>Diskontované cash flow</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM</td>
<td>Dlhodobý finančný majetok</td>
</tr>
<tr>
<td>DHM</td>
<td>Dlhodobý hmotný majetok</td>
</tr>
<tr>
<td>DNM</td>
<td>Dlhodobý nehmotný majetok</td>
</tr>
<tr>
<td>EAT</td>
<td>Čistý zisk</td>
</tr>
<tr>
<td>EBIT</td>
<td>Zisk pred odčítaním nákladových úrokov a pred zdanením</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>Zisk pred nákladovými úrokmi, zdanením a odpismi</td>
</tr>
<tr>
<td>EBT</td>
<td>Zisk pred zdanením</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS</td>
<td>Zisk na akciu</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA</td>
<td>Ekonomická pridaná hodnota</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA_i</td>
<td>Budúce hodnoty EVA v jednotlivých rokoch</td>
</tr>
<tr>
<td>FCF</td>
<td>Voľné cash flow</td>
</tr>
<tr>
<td>GA</td>
<td>Hrubé aktiva</td>
</tr>
<tr>
<td>Symbol</td>
<td>Slovenská definícia</td>
</tr>
<tr>
<td>--------</td>
<td>--------------------</td>
</tr>
<tr>
<td>i</td>
<td>Úroková sadzba</td>
</tr>
<tr>
<td>i_N</td>
<td>Diskontná sadzba pri NPV kladnej</td>
</tr>
<tr>
<td>i_V</td>
<td>Diskontná sadzba pri NPV zápornej</td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>Výška investície</td>
</tr>
<tr>
<td>IN</td>
<td>Hodnota brutto investície</td>
</tr>
<tr>
<td>IRR</td>
<td>Vnútorné výnosové percento</td>
</tr>
<tr>
<td>k</td>
<td>Miera nákladov na kapitál</td>
</tr>
<tr>
<td>K</td>
<td>Kapitálový výdaj</td>
</tr>
<tr>
<td>KS</td>
<td>Konečný stav</td>
</tr>
<tr>
<td>MVA</td>
<td>Tržná pridaná hodnota</td>
</tr>
<tr>
<td>n</td>
<td>Doba živostnosti investície, počet rokov</td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td>Náklady</td>
</tr>
<tr>
<td>NAV</td>
<td>Hodnota neprevádzkových aktiv</td>
</tr>
<tr>
<td>NCK</td>
<td>Náklady cudzieho kapitálu</td>
</tr>
<tr>
<td>NOA</td>
<td>Čisté operátné aktíva</td>
</tr>
<tr>
<td>NOPAT</td>
<td>Čistý operátny zisk</td>
</tr>
<tr>
<td>NPV</td>
<td>Čistá súčasná hodnota</td>
</tr>
<tr>
<td>NPV_N</td>
<td>Čistá súčasná hodnota kladná</td>
</tr>
<tr>
<td>NPV_V</td>
<td>Čistá súčasná hodnota záporná</td>
</tr>
<tr>
<td>NVK</td>
<td>Náklady vlastného kapitálu</td>
</tr>
<tr>
<td>OATCF</td>
<td>Prevádzkový cash flow po zdanení</td>
</tr>
<tr>
<td>OCF</td>
<td>Prevádzkové peňažné toky</td>
</tr>
<tr>
<td>P_t</td>
<td>Peňažné príjmy v jednotlivých rokoch</td>
</tr>
<tr>
<td>PS</td>
<td>Počiatočný stav</td>
</tr>
<tr>
<td>PV</td>
<td>Súčasná hodnota</td>
</tr>
<tr>
<td>r_e</td>
<td>Náklady vlastného kapitálu</td>
</tr>
<tr>
<td>Symbol</td>
<td>Česky</td>
</tr>
<tr>
<td>------------</td>
<td>------------------------------------------------------------</td>
</tr>
<tr>
<td>$r_f$</td>
<td>Bezriziková sadzba</td>
</tr>
<tr>
<td>$r_{FinStab}$</td>
<td>Riziková prirážka za zniženú likviditu podniku</td>
</tr>
<tr>
<td>$r_{FinStr}$</td>
<td>Riziková prirážka za finančnú štruktúru podniku</td>
</tr>
<tr>
<td>$r_{LA}$</td>
<td>Riziková prirážka za zníženú likvidnosť podniku</td>
</tr>
<tr>
<td>$r_{m} - r_{f}$</td>
<td>Riziková prémia trhu</td>
</tr>
<tr>
<td>$r_{podnikateľské}$</td>
<td>Riziková prirážka za podnikateľské riziko</td>
</tr>
<tr>
<td>ROA</td>
<td>Rentabilita celkového kapitálu</td>
</tr>
<tr>
<td>ROCE</td>
<td>Návratnosť vloženého kapitálu</td>
</tr>
<tr>
<td>ROE</td>
<td>Rentabilita vlastného kapitálu</td>
</tr>
<tr>
<td>ROI</td>
<td>Rentabilita investovaného kapitálu</td>
</tr>
<tr>
<td>RONA</td>
<td>Rentabilita čistých operatívnych aktiv</td>
</tr>
<tr>
<td>ROS</td>
<td>Rentabilita tržieb</td>
</tr>
<tr>
<td>RP</td>
<td>Riziková prirážka</td>
</tr>
<tr>
<td>RV</td>
<td>Zostatková hodnota firmy na konci obdobia</td>
</tr>
<tr>
<td>RVndA</td>
<td>Zostatková hodnota neodpisovaných aktiv</td>
</tr>
<tr>
<td>SHCF</td>
<td>Súčasná hodnota cash flow</td>
</tr>
<tr>
<td>SV</td>
<td>Hodnota podniku pre vlastníkov</td>
</tr>
<tr>
<td>SVA</td>
<td>Shareholder Value Added</td>
</tr>
<tr>
<td>TSR</td>
<td>Total Shareholder Return</td>
</tr>
<tr>
<td>V</td>
<td>Výnosy</td>
</tr>
<tr>
<td>VH</td>
<td>Výsledok hospodárenia</td>
</tr>
<tr>
<td>VK</td>
<td>Vlastný kapitál</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC</td>
<td>Priemerné vážené náklady na kapitál</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC$_{REAL}$</td>
<td>Priemerné vážené náklady na kapitál so zohľadnením inflácie</td>
</tr>
<tr>
<td>B</td>
<td>Relatívna rizikovosť podniku k priemernej rizikovosti trhu</td>
</tr>
</tbody>
</table>
SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Komponenty BSC (Hrašková, ©2009) .......................................................... 47
Obr. 2. Kritériá modelu EFQM Excelence (Česká společnost pro jakost, ©2012)........ 51
Obr. 3. Vývoj CFROI<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie) ........................................... 90
Obr. 4. Znázornenie vývoja vybraných tradičných ukazovateľov (Vlastné spracovanie) ............................................................. 99
Obr. 5. Vývoj CFROI<sub>spread</sub>, RONA<sub>spread</sub>, CROGA<sub>spread</sub> a CROIGA<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie) ................................................................. 101
Obr. 6. Porovnanie tradičných a moderných ukazovateľov (Vlastné spracovanie) ........ 103
Obr. 7. Vývoj ukazovateľa ROA, RONA a RONA<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie) ........... 104
Obr. 8. Návrh systému pre meranie a hodnotenie fin. výkonnosti (Vlastné spracovanie) ........................................................................................................ 110
Obr. 9. Strategická mapa BSC (Vlastné spracovanie) ..................................................... 114
SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Vývoj ukazovateľov finančnej výkonnosti (Pavelková a Knápková, 2009, s. 14) .................................................................................................................. 19
Tab. 2. Porovnanie vybraných moderných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti podniku (Pavelková a Knápková, 2009, s. 105) .................................................. 44
Tab. 3. Vývoj počtu zamestnancov (Vlastné spracovanie) .............................................................................................................................................................................. 55
Tab. 4. Vývoj výsledku hospodárenia spoločnosti APC, s. r. o. (Vlastné spracovanie) ..... 60
Tab. 5. Vývoj cash flow v rokoch 2006 – 2011 (Vlastné spracovanie) .................................................. 61
Tab. 6. Vývoj free cash flow v rokoch 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie) .................................................. 62
Tab. 7. Ukazovatele rentality, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie) .................................................. 62
Tab. 8. Výčíslenie čistých operatívnych aktiv – aktivná časť súvahy (Vlastné spracovanie) ............................................................................................................................................................................................. 73
Tab. 9. Výčíslenie čistých operatívnych aktiv – pasívna časť súvahy (Vlastné spracovanie) ............................................................................................................................................................................................. 74
Tab. 10. Výčíslenie čistého operatívneho zisku (NOPAT) (Vlastné spracovanie) ........................ 75
Tab. 11. Výpočet hodnoty zadlženej β (Vlastné spracovanie) .......................................................................................................................... 76
Tab. 12. Výpočet nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM (Vlastné spracovanie) ............ 76
Tab. 13. Výpočet nákladov VK stavebnicovou metódou (Vlastné spracovanie) .................... 77
Tab. 14. Výpočet nákladov VK z priemernej rentability odvetvia (Vlastné spracovanie) ............................................................................................................................................................................................. 78
Tab. 15. Výpočet nákladov VK odvodením z nákladov na CK (Vlastné spracovanie) .......... 78
Tab. 16. Priemerné náklady vlastného kapitálu (Vlastné spracovanie) .................................................. 79
Tab. 17. Náklady na cudzí kapitál (Vlastné spracovanie) .......................................................................................... 80
Tab. 18. Alternatívne stanovenie nákladov na cudzí kapitál (Vlastné spracovanie) .......... 81
Tab. 19. Priemerné náklady cudzieho kapitálu (Vlastné spracovanie) .................................................. 81
Tab. 20. Výpočet WACC (Vlastné spracovanie) ................................................................................ 82
Tab. 21. Ekonomický model ukazovateľa EVA (Vlastné spracovanie) .................................................. 83
Tab. 22. Účtovný model ukazovateľa EVA (Vlastné spracovanie) .................................................. 84
Tab. 23. Vývoj ukazovateľa RONA (Vlastné spracovanie) .................................................. 84
Tab. 24. Vývoj spreadu RONA – WACC (Vlastné spracovanie) .................................................. 85
Tab. 25. Odpisované aktíva brutto (Vlastné spracovanie) .................................................. 85
Tab. 26. Doba ekonomickej životnosti (Vlastné spracovanie) .................................................. 86
Tab. 27. Koeficient pre prepočet (Vlastné spracovanie) .................................................. 86
Tab. 28. Stanovenie hodnoty odpisovaných aktív (Vlastné spracovanie).................................87
Tab. 29. Stanovenie hodnoty neodpisovaných aktív (Vlastné spracovanie)..........................87
Tab. 30. Čisté monetárne aktíva (Vlastné spracovanie).........................................................87
Tab. 31. Hodnota investície (Vlastné spracovanie)..................................................................88
Tab. 32. Brutto cash flow (Vlastné spracovanie).....................................................................88
Tab. 33. Výpočet CFROI (Vlastné spracovanie).......................................................................89
Tab. 34. Výpočet WACC REAL pre CFROI<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie)......................89
Tab. 35. Výpočet CFROI<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie)......................................................90
Tab. 36. Vývoj prevádzkového cash flow po zdanení (Vlastné spracovanie)..........................91
Tab. 37. Vývoj hrubých aktív (Vlastné spracovanie)...............................................................91
Tab. 38. Vývoj ukazovateľa CROGA (Vlastné spracovanie)....................................................92
Tab. 39. Vývoj ukazovateľa CROGA<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie).................................92
Tab. 40. Vývoj ukazovateľa CROIGA (Vlastné spracovanie)...................................................92
Tab. 41. Vývoj CROIGA<sub>spread</sub> (Vlastné spracovanie)..........................................................93
Tab. 42. Citlivostná analýza ukazovateľa EVA (Vlastné spracovanie)........................................98
Tab. 43. Vývoj vybraných tradičných ukazovateľov (Vlastné spracovanie).............................99
Tab. 44. Vývoj vybraných moderných ukazovateľov (Vlastné spracovanie)...........................100
Tab. 45. Porovnanie tradičných a moderných ukazovateľov (Vlastné spracovanie)..............102
Tab. 46. Merítka a cieľové hodnoty strategických cieľov (Vlastné spracovanie)...............116
SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Súvaha spoločnosti APC, s. r. o. – aktíva, roky 2005 – 2011

Příloha P II: Súvaha spoločnosti APC, s. r. o. – pasíva, roky 2005 – 2011

Příloha P III: Výkaz ziskov a strát spoločnosti APC, s. r. o., roky 2005 – 2011


Příloha P VI: Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát, roky 2005 – 2011


Příloha P IX: Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát, roky 2005 – 2011

Příloha P X: Zhrnutie dopadov uskutočnených úprav NOA do súvahy

Příloha P XI: Zhrnutie dopadov uskutočnených úprav do NOPAT

Příloha P XII: Metódy výpočtu nákladov vlastného kapitálu

Příloha P XIII: Finančná analýza spoločnosti APC

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Súvaha v plnom rozsahu - aktíva v €</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>AKTÍVA CELKOM</strong></td>
<td></td>
<td>329 914</td>
<td>598 154</td>
<td>403 738</td>
<td>401 846</td>
<td>321 583</td>
<td>279 562</td>
<td>281 860</td>
</tr>
<tr>
<td>B. Dlhodobý majetok</td>
<td></td>
<td>59 218</td>
<td>120 560</td>
<td>95 831</td>
<td>73 458</td>
<td>58 454</td>
<td>33 003</td>
<td>20 440</td>
</tr>
<tr>
<td>B.I. Dlhodobý nehmotný majetok</td>
<td></td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>4 116</td>
<td>3 120</td>
<td>2 128</td>
<td>1 144</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Software</td>
<td></td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>4 116</td>
<td>3 120</td>
<td>2 128</td>
<td>1 144</td>
</tr>
<tr>
<td>B.II. Dlhodobý hmotný majetok</td>
<td></td>
<td>59 218</td>
<td>120 560</td>
<td>95 831</td>
<td>69 342</td>
<td>55 334</td>
<td>30 875</td>
<td>19 296</td>
</tr>
<tr>
<td>B.II.1. Pozemky</td>
<td></td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Stavby</td>
<td></td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Samostatné hnutelné veci a súbor hnutelných vecí</td>
<td></td>
<td>57 824</td>
<td>119 830</td>
<td>95 499</td>
<td>69 342</td>
<td>55 334</td>
<td>30 875</td>
<td>19 296</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Iný dlhodobý hmotný majetok</td>
<td></td>
<td>1 394</td>
<td>730</td>
<td>332</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>B.III. Dlhodobý finančný majetok</td>
<td></td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C. Oběžné aktíva</strong></td>
<td></td>
<td>270 364</td>
<td>476 831</td>
<td>306 778</td>
<td>327 558</td>
<td>262 365</td>
<td>245 453</td>
<td>260 584</td>
</tr>
<tr>
<td>C.I. Zásoby</td>
<td></td>
<td>33 66</td>
<td>19 252</td>
<td>16 597</td>
<td>20 182</td>
<td>24 146</td>
<td>41 799</td>
<td>37 417</td>
</tr>
<tr>
<td>C.I.1. Materiál</td>
<td></td>
<td>33 66</td>
<td>19 252</td>
<td>16 597</td>
<td>20 182</td>
<td>24 146</td>
<td>41 799</td>
<td>37 417</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Nedokončená výroba a polotovary</td>
<td></td>
<td>0 7 236</td>
<td>18 489</td>
<td>36 314</td>
<td>27 617</td>
<td>42 522</td>
<td>37 417</td>
<td>37 417</td>
</tr>
<tr>
<td>5. Tovar</td>
<td></td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Poskytnuté zálohy na zásoby</td>
<td></td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
</tr>
<tr>
<td>C.II. Dlhodobé pohľadávky</td>
<td></td>
<td>0 332</td>
<td>0 2 025</td>
<td>4 182</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
</tr>
<tr>
<td>C.II.6. Odložená daňová pohľadávka</td>
<td></td>
<td>0 332</td>
<td>0 2 025</td>
<td>4 182</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.III. Krátkodobé pohľadávky</strong></td>
<td></td>
<td>262 697</td>
<td>182 965</td>
<td>261 435</td>
<td>257 950</td>
<td>206 566</td>
<td>161 941</td>
<td>181 194</td>
</tr>
<tr>
<td>C.III.1. Pohľadávky z obchodného styku</td>
<td></td>
<td>189 039</td>
<td>180 110</td>
<td>211 877</td>
<td>229 735</td>
<td>181 333</td>
<td>134 535</td>
<td>167 599</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Daňové pohľadávky</td>
<td></td>
<td>73 226</td>
<td>2 855</td>
<td>49 559</td>
<td>28 182</td>
<td>24 298</td>
<td>23 335</td>
<td>13 595</td>
</tr>
<tr>
<td>7. Iné pohľadávky</td>
<td></td>
<td>432</td>
<td>0 0</td>
<td>33 929</td>
<td>4 071</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
<td>0 0</td>
</tr>
<tr>
<td>C.IV. Finančný majetok</td>
<td></td>
<td>7 635</td>
<td>286 231</td>
<td>7 601</td>
<td>14 672</td>
<td>3 817</td>
<td>16 844</td>
<td>174</td>
</tr>
<tr>
<td>C.IV.1. Peniaze</td>
<td></td>
<td>66 2 324</td>
<td>1 029</td>
<td>4 050</td>
<td>33 185</td>
<td>174</td>
<td>174</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Účty v bankách</td>
<td></td>
<td>7 568</td>
<td>283 908</td>
<td>6 572</td>
<td>10 622</td>
<td>3 784</td>
<td>16 659</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>D. Ostatné aktíva – časové rozlišenie</strong></td>
<td></td>
<td>332 763</td>
<td>1 129</td>
<td>830 763</td>
<td>1 106</td>
<td>836</td>
<td>1 106</td>
<td>836</td>
</tr>
<tr>
<td>D.1. Náklady budúcich období</td>
<td></td>
<td>332 763</td>
<td>1 129</td>
<td>830 763</td>
<td>1 106</td>
<td>836</td>
<td>1 106</td>
<td>836</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Príjmy budúcich období</td>
<td></td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
<td>0 0 0</td>
</tr>
<tr>
<td>Súvaha v plnom rozsahu - pasíva v €</td>
<td>2005</td>
<td>2006</td>
<td>2007</td>
<td>2008</td>
<td>2009</td>
<td>2010</td>
<td>2011</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-------------------------------------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>PASÍVA CELKOM</strong></td>
<td>329 914</td>
<td>598 154</td>
<td>403 738</td>
<td>401 846</td>
<td>321 583</td>
<td>279 562</td>
<td>281 860</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Vlastný kapitál</td>
<td>27 219</td>
<td>331 408</td>
<td>-144 825</td>
<td>-205 105</td>
<td>-118 403</td>
<td>-76 880</td>
<td>-142 859</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.I.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Základný kapitál</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.I.1.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Základný kapitál</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td>6 639</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.II.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Kapitálové fondy</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>3.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zákonny rezerveny fond (Nedeliteľný fond) z kapitálových vkladov</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td>332</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.III.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Fondy zo zisku</td>
<td>66</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.III.1.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zákonny rezerveny fond</td>
<td>66</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td>664</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.IV.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Hospodárske výsledok min. rokov</td>
<td>2 556</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>-152 460</td>
<td>-212 740</td>
<td>-126 032</td>
<td>-84 515</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.IV.1.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Nerozdelený zisk minulých rokov</td>
<td>2 556</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>7</td>
<td>7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>2.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Neuhradená strata minulých rokov</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>-152 460</td>
<td>-212 740</td>
<td>-126 039</td>
<td>-84 522</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.V.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Hospodárske výsledok bežného účtovného obdobia</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-60 280</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
<td>-65 979</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.I.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Rezervy</td>
<td>2 788</td>
<td>5 377</td>
<td>11 253</td>
<td>9 527</td>
<td>8 996</td>
<td>4 965</td>
<td>9 092</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.I.2.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Rezervy krátkodobé</td>
<td>2 788</td>
<td>5 377</td>
<td>11 253</td>
<td>9 527</td>
<td>8 996</td>
<td>4 965</td>
<td>9 092</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>4.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Ostatné krátkodobé rezervy</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>4 016</td>
<td>0</td>
<td>3 000</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.II.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.II.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Odložený daňový záväzok</td>
<td>0</td>
<td>3 519</td>
<td>3 519</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>2 835</td>
<td>1 105</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.III.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.III.1.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky zo obchodného styku</td>
<td>245 701</td>
<td>146 883</td>
<td>190 500</td>
<td>270 099</td>
<td>132 809</td>
<td>112 275</td>
<td>167 160</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>2.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Nevyfakturované dodávky</td>
<td>33</td>
<td>133</td>
<td>66</td>
<td>33</td>
<td>0</td>
<td>21</td>
<td>19</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>5.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky voči spoločníkom a združeniu</td>
<td>13 809</td>
<td>0</td>
<td>299 409</td>
<td>277 302</td>
<td>248 257</td>
<td>42 439</td>
<td>44 053</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>6.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky k zamestnancom</td>
<td>19 750</td>
<td>18 190</td>
<td>13 510</td>
<td>18 356</td>
<td>25 360</td>
<td>15 604</td>
<td>14 642</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>7.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Záväzky zo sociálneho poistenia</td>
<td>11 983</td>
<td>13 477</td>
<td>8 133</td>
<td>21 974</td>
<td>15 236</td>
<td>9 801</td>
<td>9 214</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>8.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Daňové záväzky a dotácie</td>
<td>4 514</td>
<td>75 616</td>
<td>12 912</td>
<td>5 610</td>
<td>4 216</td>
<td>2 329</td>
<td>2 118</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>9.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Iné záväzky</td>
<td>564</td>
<td>531</td>
<td>498</td>
<td>2 523</td>
<td>266</td>
<td>444</td>
<td>80</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.IV.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.IV.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bankové úvery a výpomoci</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>6 406</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>164 999</td>
<td>173 524</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.IV.2.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bežné bankové úvery</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>6 406</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>164 999</td>
<td>173 524</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.I.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Ostatné pasiva - prechodné účty pasiv</td>
<td>1 759</td>
<td>1 195</td>
<td>564</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.I.1.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Výdaje budúcich období</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>2.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Výnosy budúcich období</td>
<td>1 759</td>
<td>1 195</td>
<td>564</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.II.</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Dohadné účty pasív</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>
### PŘÍLOHA P III: VÝKAZ ZISKOV A STRÁT SPOLOČNOSTI APC, S.
R. O., ROKY 2005 – 2011

<table>
<thead>
<tr>
<th>Výkaz ziskov a strát v plnom rozsahu - v €</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>I. Tržby za predaj tovaru</td>
<td>3 485</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>A. Nákupy vynaložené na predaný tovar</td>
<td>3 054</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>+ Obchodná marža</td>
<td>432</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>II. Výroba</td>
<td>1 433 645</td>
<td>2 641 307</td>
<td>1 783 476</td>
<td>1 799 343</td>
<td>1 367 921</td>
<td>1 306 946</td>
<td>1 353 334</td>
</tr>
<tr>
<td>II.1. Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb</td>
<td>1 433 645</td>
<td>2 634 077</td>
<td>1 772 221</td>
<td>1 781 515</td>
<td>1 376 611</td>
<td>1 292 027</td>
<td>1 358 435</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Zmena stavu vnútpodnikových zásovb vlastnej výroby</td>
<td>0</td>
<td>7 236</td>
<td>11 253</td>
<td>17 825</td>
<td>-8 697</td>
<td>14 912</td>
<td>-5 105</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Aktívacia</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>B. Výrobná spotreba</td>
<td>1 146 286</td>
<td>1 776 041</td>
<td>1 539 201</td>
<td>1 437 665</td>
<td>921 662</td>
<td>902 650</td>
<td>1 058 18</td>
</tr>
<tr>
<td>B.1. Spotreba materiálu a energie</td>
<td>411 239</td>
<td>386 211</td>
<td>788 588</td>
<td>635 464</td>
<td>322 778</td>
<td>246 417</td>
<td>394 801</td>
</tr>
<tr>
<td>B.2. Služby</td>
<td>735 046</td>
<td>1 389 82</td>
<td>750 614</td>
<td>802 197</td>
<td>598 885</td>
<td>656 233</td>
<td>663 383</td>
</tr>
<tr>
<td>+ Prádľaná hodnota</td>
<td>287 791</td>
<td>865 266</td>
<td>244 274</td>
<td>361 681</td>
<td>446 259</td>
<td>404 290</td>
<td>295 150</td>
</tr>
<tr>
<td>C. Osobné náklady</td>
<td>257 751</td>
<td>410 941</td>
<td>363 706</td>
<td>374 593</td>
<td>323 840</td>
<td>305 678</td>
<td>353 843</td>
</tr>
<tr>
<td>C.1. Mzdové náklady</td>
<td>190 367</td>
<td>294 330</td>
<td>264 622</td>
<td>267 709</td>
<td>234 017</td>
<td>218 153</td>
<td>243 248</td>
</tr>
<tr>
<td>C.2. Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>C.3. Náklady na sociálne poistenie</td>
<td>58 322</td>
<td>99 582</td>
<td>87 101</td>
<td>90 951</td>
<td>76 147</td>
<td>74 957</td>
<td>79 238</td>
</tr>
<tr>
<td>C.4. Sociálne náklady</td>
<td>9 062</td>
<td>17 028</td>
<td>11 983</td>
<td>15 933</td>
<td>13 676</td>
<td>12 568</td>
<td>13 357</td>
</tr>
<tr>
<td>D. Dane a poplatky</td>
<td>266</td>
<td>332</td>
<td>963</td>
<td>1 095</td>
<td>1 129</td>
<td>1 104</td>
<td>990</td>
</tr>
<tr>
<td>E. Odipsy dlhodobého nehmotného a hmotného majetku</td>
<td>6 871</td>
<td>16 232</td>
<td>27 584</td>
<td>28 215</td>
<td>25 360</td>
<td>25 443</td>
<td>17 844</td>
</tr>
<tr>
<td>III. Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu</td>
<td>0</td>
<td>697</td>
<td>0</td>
<td>9 427</td>
<td>166</td>
<td>237</td>
<td>814</td>
</tr>
<tr>
<td>F. Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>3 950</td>
<td>133</td>
<td>144</td>
<td>792</td>
</tr>
<tr>
<td>IV. Zužitkovanie rezerv a časového rozlišenia prev. výnosov</td>
<td>1 759</td>
<td>2 788</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>G. Tvorba rezerv a časového rozlišenia prev. nákladov</td>
<td>2 788</td>
<td>5 377</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>V. Zužitkovanie opravných položok do prevádzkových výnosov</td>
<td>3 087</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>H. Zužitkovanie opravných položok do prevádzkových nákladov</td>
<td>0</td>
<td>2 324</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>15 231</td>
</tr>
<tr>
<td>VI. Ostatné prevádzkové výnosy</td>
<td>125 971</td>
<td>5 743</td>
<td>5 776</td>
<td>4 050</td>
<td>3 153</td>
<td>2 964</td>
<td>2 399</td>
</tr>
<tr>
<td>I. Ostatné prevádzkové náklady</td>
<td>123 979</td>
<td>1 693</td>
<td>1 693</td>
<td>1 826</td>
<td>2 324</td>
<td>1 812</td>
<td>703</td>
</tr>
<tr>
<td>+ Prevádzkový hospodársky výsledok</td>
<td>26 953</td>
<td>437 595</td>
<td>-143 896</td>
<td>-34 522</td>
<td>96 793</td>
<td>58 079</td>
<td>-58 249</td>
</tr>
<tr>
<td>VIII. Tržby z predaje cenných papierov a podielov</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>K. Predané cenné papiere a podielov</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>IX. Výnosy z dlhodobého finančného majetku</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>X. Výnosy z krátkodobého finančného majetku</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>XII. Výnosové úroky</td>
<td>66</td>
<td>133</td>
<td>365</td>
<td>33</td>
<td>33</td>
<td>15</td>
<td>12</td>
</tr>
<tr>
<td>N.</td>
<td>Nákladové úroky</td>
<td>100</td>
<td>963</td>
<td>7 834</td>
<td>11 784</td>
<td>10 954</td>
<td>9 288</td>
</tr>
<tr>
<td>---</td>
<td>---</td>
<td>---</td>
<td>---</td>
<td>---</td>
<td>---</td>
<td>---</td>
<td>---</td>
</tr>
<tr>
<td>XIII.</td>
<td>Kurzové zisky</td>
<td>2 788</td>
<td>12 348</td>
<td>7 469</td>
<td>3 983</td>
<td>1 958</td>
<td>120</td>
</tr>
<tr>
<td>O.</td>
<td>Kurzové straty</td>
<td>9 062</td>
<td>46 173</td>
<td>6 174</td>
<td>20 281</td>
<td>2 191</td>
<td>120</td>
</tr>
<tr>
<td>XIV.</td>
<td>Ostatné výnosy z finančnej činnosti</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>199</td>
<td>332</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Ostatné náklady na finančnú činnosť</td>
<td>830</td>
<td>1 228</td>
<td>2 257</td>
<td>3 585</td>
<td>1 095</td>
<td>276</td>
<td>546</td>
</tr>
<tr>
<td>*</td>
<td>Finančný hospodársksý výsledok</td>
<td>-7 137</td>
<td>-35 883</td>
<td>-8 232</td>
<td>-31 302</td>
<td>-12 249</td>
<td>-9 549</td>
</tr>
<tr>
<td>T.</td>
<td>Daň z príjmu za bežnú činnosť</td>
<td>2 191</td>
<td>77 939</td>
<td>332</td>
<td>-5 543</td>
<td>-2 158</td>
<td>7 013</td>
</tr>
<tr>
<td>T.1. - splatná</td>
<td>2 191</td>
<td>74 753</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>3</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>T.2. - odložená</td>
<td>0</td>
<td>3 187</td>
<td>332</td>
<td>-5 543</td>
<td>-2 158</td>
<td>7 010</td>
<td>-1 730</td>
</tr>
<tr>
<td>**</td>
<td>Hospodársksy výsledok za bežnú činnosť</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-60 280</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
</tr>
<tr>
<td>XVIII.</td>
<td>Mimoriadne výnosy</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>U.</td>
<td>Mimoriadné náklady</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>**</td>
<td>Mimoriadný hospodársksý výsledok</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>***</td>
<td>Hospodársksy výsledok za účtovné obdobie (+/-)</td>
<td>17 626</td>
<td>323 773</td>
<td>-152 460</td>
<td>-60 280</td>
<td>86 703</td>
<td>41 517</td>
</tr>
<tr>
<td>Hospodársksy výsledok pred znatením (VII)</td>
<td>19 817</td>
<td>401 713</td>
<td>-152 128</td>
<td>-65 824</td>
<td>84 545</td>
<td>48 530</td>
<td>-67 707</td>
</tr>
</tbody>
</table>
## PŘÍLOHA IV: HORIZONTÁLNA ANALÝZA SÚVAHY – AKTÍVA, ROKY 2005 – 2011

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>AKTÍVA CELKOM</td>
<td>81,31</td>
<td>-32,50</td>
<td>-0,47</td>
<td>-19,97</td>
<td>-13,07</td>
<td>0,82</td>
</tr>
<tr>
<td>B. Dlhodobý majetok</td>
<td>103,59</td>
<td>-20,51</td>
<td>-23,35</td>
<td>-20,42</td>
<td>-43,54</td>
<td>-38,07</td>
</tr>
<tr>
<td>B.I. Dlhodobý nehmotný majetok</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-24,19</td>
<td>-31,80</td>
<td>-46,24</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Software</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-96,77</td>
<td>1502,70</td>
<td>-46,24</td>
</tr>
<tr>
<td>B.II. Dlhodobý hmotný majetok</td>
<td>103,59</td>
<td>-20,51</td>
<td>-27,64</td>
<td>-20,20</td>
<td>-43,54</td>
<td>-38,07</td>
</tr>
<tr>
<td>B.II.1. Pozemky</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Stavby</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Iný dlhodobý hmotný majetok</td>
<td>-47,62</td>
<td>-54,55</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>B.III. Dlhodobý finančný majetok</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C. Oběžné aktíva</td>
<td>76,37</td>
<td>-35,66</td>
<td>6,77</td>
<td>-19,90</td>
<td>-6,45</td>
<td>6,16</td>
</tr>
<tr>
<td>C.I. Zásoby</td>
<td>21900,00</td>
<td>416,82</td>
<td>40,19</td>
<td>-9,66</td>
<td>39,48</td>
<td>18,82</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Zásoby</td>
<td>21900,00</td>
<td>416,82</td>
<td>40,19</td>
<td>-9,66</td>
<td>39,48</td>
<td>18,82</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Zásoby</td>
<td>28900,00</td>
<td>-13,79</td>
<td>21,60</td>
<td>19,64</td>
<td>73,11</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2. Nedokončená výroba a polotovary</td>
<td>0,00</td>
<td>155,50</td>
<td>96,41</td>
<td>-23,95</td>
<td>53,97</td>
<td>-12,01</td>
</tr>
<tr>
<td>5. Tovar</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Poskytnuté zálohy na zásoby</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.II. Dlhodobé pohľadávky</td>
<td>0,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>106,56</td>
<td>-0,18</td>
<td>-100,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.II.6. Odložená daňová pohľadávka</td>
<td>0,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>106,56</td>
<td>-0,18</td>
<td>-100,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.III. Krátkodobé pohľadávky</td>
<td>-30,35</td>
<td>42,89</td>
<td>-1,33</td>
<td>-19,92</td>
<td>-21,60</td>
<td>11,89</td>
</tr>
<tr>
<td>C.III.1. Pohľadávky z obchodného styku</td>
<td>-4,72</td>
<td>17,64</td>
<td>8,43</td>
<td>-21,07</td>
<td>-25,81</td>
<td>24,56</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Daňové pohľadávky</td>
<td>-96,10</td>
<td>1636,05</td>
<td>-43,13</td>
<td>-13,78</td>
<td>-3,96</td>
<td>-41,74</td>
</tr>
<tr>
<td>7. Iné pohľadávky</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>2700,00</td>
<td>338,01</td>
<td>-100,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.IV. Finančný majetok</td>
<td>3649,13</td>
<td>-97,34</td>
<td>93,01</td>
<td>-73,98</td>
<td>341,25</td>
<td>-98,97</td>
</tr>
<tr>
<td>C.IV.1. Peniaze</td>
<td>3400,00</td>
<td>-55,71</td>
<td>293,55</td>
<td>-99,18</td>
<td>457,33</td>
<td>-5,95</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Účty v bankách</td>
<td>3651,32</td>
<td>-97,69</td>
<td>61,62</td>
<td>-64,38</td>
<td>340,24</td>
<td>-100,00</td>
</tr>
<tr>
<td>D. Ostatné aktíva – časové rozlíšenie</td>
<td>130,00</td>
<td>47,83</td>
<td>-26,47</td>
<td>-8,00</td>
<td>44,87</td>
<td>-24,41</td>
</tr>
<tr>
<td>D.1. Náklady období</td>
<td>130,00</td>
<td>47,83</td>
<td>-26,47</td>
<td>-8,00</td>
<td>44,87</td>
<td>-24,41</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Príjmy budúcich období</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
</tbody>
</table>


<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>PASÍVA CELKOM</strong></td>
<td>81,31</td>
<td>-32,50</td>
<td>-0,47</td>
<td>-19,97</td>
<td>-13,07</td>
<td>0,82</td>
</tr>
<tr>
<td>A. Vlastný kapitál</td>
<td>1117,56</td>
<td>-143,70</td>
<td>-41,62</td>
<td>42,27</td>
<td>35,07</td>
<td>-85,82</td>
</tr>
<tr>
<td>A.I. Základný kapitál</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>A.I.1. Základný kapitál</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>A.II. Kapitálové fondy</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,02</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Zákonné rezervný fond (Nedeliteľný fond) z kapitálových vkladov</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,02</td>
</tr>
<tr>
<td>A.III. Fondy zo zisku</td>
<td>900,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,02</td>
</tr>
<tr>
<td>A.III.1. Zákonné rezervný fond</td>
<td>900,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,02</td>
</tr>
<tr>
<td>A.IV. Hospodársky výsledok minulých rokov</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-39,54</td>
<td>40,76</td>
<td>32,94</td>
</tr>
<tr>
<td>A.IV.1. Neregulovaný zisk minulých rokov</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Neuhradená strata minulých rokov</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-39,54</td>
<td>40,75</td>
<td>-32,94</td>
</tr>
<tr>
<td>A.V. Hospodársky výsledok bežného účtovného obdobia</td>
<td>1736,91</td>
<td>-147,09</td>
<td>-60,46</td>
<td>-243,83</td>
<td>-52,12</td>
<td>-258,92</td>
</tr>
<tr>
<td>B. Cudzie zdroje</td>
<td>-11,76</td>
<td>106,36</td>
<td>10,76</td>
<td>-27,51</td>
<td>-18,99</td>
<td>19,16</td>
</tr>
<tr>
<td>B.I. Rezervy</td>
<td>92,86</td>
<td>109,26</td>
<td>-15,34</td>
<td>36,59</td>
<td>-61,84</td>
<td>143,54</td>
</tr>
<tr>
<td>B.I.3. Rezervy krátkodobé</td>
<td>92,86</td>
<td>109,26</td>
<td>-15,34</td>
<td>5,57</td>
<td>-44,81</td>
<td>83,12</td>
</tr>
<tr>
<td>4. Ostatné krátkodobé rezervy</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>B.II. Dlhodobé záväzky</td>
<td>198,15</td>
<td>-0,62</td>
<td>-71,23</td>
<td>-45,65</td>
<td>329,60</td>
<td>-49,03</td>
</tr>
<tr>
<td>8. Záväzky zo sociálneho fondu</td>
<td>1,85</td>
<td>-1,82</td>
<td>-14,81</td>
<td>-12,03</td>
<td>-2,47</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>10. Odložený daňový záväzok</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-61,02</td>
</tr>
<tr>
<td>B.III. Krátkodobé záväzky</td>
<td>-14,01</td>
<td>106,03</td>
<td>13,50</td>
<td>-28,49</td>
<td>-57,08</td>
<td>29,73</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Nevyfakturované dodávky</td>
<td>300,00</td>
<td>-50,00</td>
<td>-50,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-9,52</td>
</tr>
<tr>
<td>5. Záväzky voči spoločníkom a združeniu</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-7,38</td>
<td>-10,47</td>
<td>-82,91</td>
<td>3,80</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Záväzky k zamestnancom</td>
<td>-7,90</td>
<td>-25,73</td>
<td>35,87</td>
<td>38,16</td>
<td>-38,47</td>
<td>-6,17</td>
</tr>
<tr>
<td>8. Daňové záväzky a dotácie</td>
<td>1575,00</td>
<td>-82,92</td>
<td>-56,56</td>
<td>-24,85</td>
<td>-44,75</td>
<td>-9,06</td>
</tr>
<tr>
<td>B.IV. Bankové úvery a výpomoci</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>5,17</td>
</tr>
<tr>
<td>B.IV. 2. Bežné bankové úvery</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>5,17</td>
</tr>
<tr>
<td>C. Ostatné pasíva - prechodné účty pasív</td>
<td>-32,08</td>
<td>-52,78</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.I. Časové rozlíšenie</td>
<td>-32,08</td>
<td>-52,78</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.I.1. Výdaje budúcich období</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Výnosy budúcich období</td>
<td>-32,08</td>
<td>-52,78</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.II. Dohadné účty pasívne</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
</tbody>
</table>
## PŘÍLOHA P VI: HORIZONTÁLNA ANALÝZA VÝKAZU ZISKOV A STRÁT, ROKY 2005 – 2011

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>I. Tržby za predaj tovaru</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>A. Náklady vynaložené na predaný tovar</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>+ Obchodná marža</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>II. Výroba</td>
<td>84,24</td>
<td>-32,48</td>
<td>0,89</td>
<td>-23,98</td>
<td>-4,46</td>
<td>3,55</td>
</tr>
<tr>
<td>II.1. Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb</td>
<td>83,73</td>
<td>-32,72</td>
<td>0,52</td>
<td>-22,73</td>
<td>-6,14</td>
<td>5,14</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Zmena stavu vnutropodnikových zásiob vlastnej výroby</td>
<td>0,00</td>
<td>55,50</td>
<td>58,41</td>
<td>-148,79</td>
<td>-271,47</td>
<td>-134,23</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Aktivácia</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>B. Výrobná spotreba</td>
<td>54,94</td>
<td>-13,34</td>
<td>-6,60</td>
<td>-35,89</td>
<td>-2,06</td>
<td>17,23</td>
</tr>
<tr>
<td>B.1. Spotreba materiálu a energie</td>
<td>-6,09</td>
<td>104,19</td>
<td>-19,42</td>
<td>-49,21</td>
<td>-23,66</td>
<td>60,22</td>
</tr>
<tr>
<td>B.2. Služby</td>
<td>89,08</td>
<td>-45,99</td>
<td>6,87</td>
<td>-25,34</td>
<td>9,58</td>
<td>1,09</td>
</tr>
<tr>
<td>+ Prikladná hodnota</td>
<td>200,66</td>
<td>-71,77</td>
<td>48,06</td>
<td>23,38</td>
<td>-9,40</td>
<td>-27,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C. Osobné náklady</td>
<td>59,43</td>
<td>-11,49</td>
<td>2,99</td>
<td>-13,55</td>
<td>-5,61</td>
<td>9,87</td>
</tr>
<tr>
<td>C.1. Mzdové náklady</td>
<td>54,61</td>
<td>-10,09</td>
<td>1,17</td>
<td>-12,59</td>
<td>-6,78</td>
<td>11,50</td>
</tr>
<tr>
<td>C.2. Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>C.3. Náklady na sociálne zabezpečenie</td>
<td>70,75</td>
<td>-12,53</td>
<td>4,42</td>
<td>0,00</td>
<td>-1,56</td>
<td>5,71</td>
</tr>
<tr>
<td>C.4. Sociálne náklady</td>
<td>87,91</td>
<td>-29,63</td>
<td>32,96</td>
<td>-14,17</td>
<td>-8,10</td>
<td>6,28</td>
</tr>
<tr>
<td>D. Dane a poplatky</td>
<td>25,00</td>
<td>190,00</td>
<td>13,79</td>
<td>3,03</td>
<td>-2,18</td>
<td>-10,33</td>
</tr>
<tr>
<td>E. Odpsie dlhodobého nehmotného a hmotného majetku</td>
<td>136,23</td>
<td>69,94</td>
<td>2,29</td>
<td>-10,12</td>
<td>0,33</td>
<td>-29,87</td>
</tr>
<tr>
<td>III. Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu</td>
<td>0,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-98,24</td>
<td>42,80</td>
<td>243,46</td>
</tr>
<tr>
<td>F. Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>-96,64</td>
<td>8,45</td>
<td>450,00</td>
</tr>
<tr>
<td>IV. Zúčtovanie rezerv a časového rozlišenia prevádzkových výnosov</td>
<td>58,49</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>G. Tvorba rezerv a časového rozlišení prevádzkových nákladov</td>
<td>92,86</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>V. Zúčtovanie opravných položiek do prevádzkových výnosov</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>H. Zúčtování opravných položiek do prevádzkových nákladov</td>
<td>0,00</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>VI. Ostatné prevádzkové výnosy</td>
<td>-95,44</td>
<td>0,58</td>
<td>-29,89</td>
<td>-22,13</td>
<td>-6,01</td>
<td>-19,06</td>
</tr>
<tr>
<td>I. Ostatné prevádzkové náklady</td>
<td>-98,63</td>
<td>0,00</td>
<td>7,84</td>
<td>27,27</td>
<td>-22,02</td>
<td>-61,20</td>
</tr>
<tr>
<td>* Prevádzkový hospodársky výsledok</td>
<td>1523,52</td>
<td>-132,88</td>
<td>-76,01</td>
<td>-380,38</td>
<td>-40,00</td>
<td>-200,29</td>
</tr>
<tr>
<td>VIII. Tržby z predaja cenných papierov a podielov</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>K. Predané cenné papiere a podiely</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>IX. Výnosy z dlhodobého finančného majetku</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>X. Výnosy z krátkodobého finančného majetku</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>XII. Výnosové úroky</td>
<td>100,00</td>
<td>175,00</td>
<td>-90,91</td>
<td>0,00</td>
<td>-54,81</td>
<td>-20,00</td>
</tr>
<tr>
<td>N. Nákladové úroky</td>
<td>866,67</td>
<td>713,79</td>
<td>50,42</td>
<td>-7,04</td>
<td>-15,21</td>
<td>-3,89</td>
</tr>
<tr>
<td>XIII. Kurzové zisky</td>
<td>342,86</td>
<td>-39,52</td>
<td>-46,67</td>
<td>-50,83</td>
<td>-93,87</td>
<td>-17,50</td>
</tr>
<tr>
<td>O. Kurzové straty</td>
<td>409,52</td>
<td>-86,63</td>
<td>228,49</td>
<td>-89,20</td>
<td>-94,52</td>
<td>-20,00</td>
</tr>
<tr>
<td>XIV. Ostatné výnosy z finančnej činnosti</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>66,67</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>----------------------</td>
<td>---------</td>
<td>---------</td>
<td>---------</td>
<td>---------</td>
<td>---------</td>
<td>---------</td>
</tr>
<tr>
<td>P.</td>
<td>Ostatné náklady na finančnú činnosť</td>
<td>48,00</td>
<td>83,78</td>
<td>58,82</td>
<td>-69,44</td>
<td>-74,80</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>*</td>
<td>Finančný hospodársky výsledok</td>
<td>402,79</td>
<td>-77,06</td>
<td>280,24</td>
<td>-60,87</td>
</tr>
<tr>
<td>T.</td>
<td>Daň z príjmu za bežnú činnosť</td>
<td>3457,58</td>
<td>-99,57</td>
<td>-1770,00</td>
<td>-61,08</td>
<td>-425,04</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>T.1.</td>
<td>- splatná</td>
<td>3312,12</td>
<td>-100,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>T.2.</td>
<td>- odložená</td>
<td>0,00</td>
<td>-89,58</td>
<td>-1770,00</td>
<td>-61,08</td>
</tr>
<tr>
<td>**</td>
<td>Hospodársky výsledok za bežnú činnosť</td>
<td>1736,91</td>
<td>-147,09</td>
<td>-60,46</td>
<td>-243,83</td>
<td>-52,12</td>
</tr>
<tr>
<td>XVIII.</td>
<td>Mimoriadne výnosy</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>U.</td>
<td>Mimoriadne náklady</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>*</td>
<td>Mimoriadny hospodársky výsledok</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>***</td>
<td>Hospodársky výsledok za účtovné obdobie (+/-)</td>
<td>1736,91</td>
<td>-147,09</td>
<td>-60,46</td>
<td>-243,83</td>
<td>-52,12</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Hospodársky výsledok pred zdanením (+/-)</td>
<td>1927,14</td>
<td>-137,87</td>
<td>-56,73</td>
<td>-228,44</td>
<td>-42,60</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Aktíva celkom</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>B. Dlhodobý majetok</td>
<td>17,95%</td>
<td>20,16%</td>
<td>23,74%</td>
<td>18,28%</td>
<td>18,18%</td>
<td>11,04%</td>
<td>6,85%</td>
</tr>
<tr>
<td>B.I. Dlhodobý nehmotný majetok</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,02%</td>
<td>0,97%</td>
<td>0,76%</td>
<td>0,41%</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Software</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,02%</td>
<td>0,97%</td>
<td>0,76%</td>
<td>0,41%</td>
</tr>
<tr>
<td>B.II. Dlhodobý hmotný majetok</td>
<td>17,95%</td>
<td>20,16%</td>
<td>23,74%</td>
<td>17,26%</td>
<td>17,21%</td>
<td>11,04%</td>
<td>6,85%</td>
</tr>
<tr>
<td>B.II.1. Pozemky</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Stavby</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Samostatné hrušteňné veci a súbor hrušteňných vecí</td>
<td>17,53%</td>
<td>20,03%</td>
<td>23,65%</td>
<td>17,26%</td>
<td>17,21%</td>
<td>11,04%</td>
<td>6,85%</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Iný dlhodobý hmotný majetok</td>
<td>0,42%</td>
<td>0,12%</td>
<td>0,08%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>B.III. Dlhodobý finančný majetok</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>C. Obžehné aktíva</td>
<td>81,95%</td>
<td>79,72%</td>
<td>75,98%</td>
<td>81,51%</td>
<td>81,59%</td>
<td>87,80%</td>
<td>92,45%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.I. Zásoby</td>
<td>0,01%</td>
<td>1,22%</td>
<td>9,35%</td>
<td>13,17%</td>
<td>14,86%</td>
<td>23,85%</td>
<td>28,10%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.I.1. Materiál</td>
<td>0,01%</td>
<td>1,11%</td>
<td>476,86%</td>
<td>413,02%</td>
<td>627,58%</td>
<td>863,71%</td>
<td>1482,97%</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Nedokončená výroba a polotovar</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,21%</td>
<td>4,58%</td>
<td>9,04%</td>
<td>8,59%</td>
<td>15,21%</td>
<td>13,28%</td>
</tr>
<tr>
<td>5. Tovar</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Poskytnuté zálohy na zásoby</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.II. Dlhodobé pohľadávky</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,06%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,50%</td>
<td>1,30%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.II.6. Odložená daňová pohľadávka</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,06%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,50%</td>
<td>1,30%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.III. Krátkodobé pohľadávky</td>
<td>79,63%</td>
<td>30,59%</td>
<td>64,75%</td>
<td>64,19%</td>
<td>64,23%</td>
<td>57,93%</td>
<td>64,29%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.III.1. Pohľadávky z obchodného styku</td>
<td>57,30%</td>
<td>30,11%</td>
<td>52,48%</td>
<td>57,17%</td>
<td>56,39%</td>
<td>48,12%</td>
<td>59,46%</td>
</tr>
<tr>
<td>6. Daňové pohľadávky</td>
<td>22,20%</td>
<td>0,48%</td>
<td>12,27%</td>
<td>7,01%</td>
<td>7,56%</td>
<td>8,35%</td>
<td>4,82%</td>
</tr>
<tr>
<td>7. Iné pohľadávky</td>
<td>0,13%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,29%</td>
<td>1,46%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.IV. Finančný majetok</td>
<td>2,31%</td>
<td>47,85%</td>
<td>1,88%</td>
<td>3,65%</td>
<td>1,19%</td>
<td>6,03%</td>
<td>0,06%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.IV.1. Peniaze</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,39%</td>
<td>0,25%</td>
<td>1,01%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,07%</td>
<td>0,06%</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Účty v bankách</td>
<td>2,29%</td>
<td>47,46%</td>
<td>1,63%</td>
<td>2,64%</td>
<td>1,18%</td>
<td>5,96%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>D. Ostatné aktíva – časové rozlišenie</td>
<td>0,10%</td>
<td>0,13%</td>
<td>0,28%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,24%</td>
<td>0,40%</td>
<td>0,30%</td>
</tr>
<tr>
<td>D.1 Náklady obdobia</td>
<td>0,10%</td>
<td>0,13%</td>
<td>0,28%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,24%</td>
<td>0,40%</td>
<td>0,30%</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Príjmy budúcich obdobi</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>PASÍVA CELKOM</strong></td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
<td>100,00%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A. Vlastný kapitál</strong></td>
<td>8,25%</td>
<td>55,41%</td>
<td>-35,87%</td>
<td>-51,04%</td>
<td>-36,82%</td>
<td>-27,50%</td>
<td>-50,68%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.1. Základný kapitál</strong></td>
<td>2,01%</td>
<td>1,11%</td>
<td>1,64%</td>
<td>1,65%</td>
<td>2,06%</td>
<td>2,37%</td>
<td>2,36%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.1.1. Základný kapitál</strong></td>
<td>2,01%</td>
<td>1,11%</td>
<td>1,64%</td>
<td>1,65%</td>
<td>2,06%</td>
<td>2,37%</td>
<td>2,36%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.2. Kapitálové fondy</strong></td>
<td>0,10%</td>
<td>0,06%</td>
<td>0,08%</td>
<td>0,08%</td>
<td>0,10%</td>
<td>0,12%</td>
<td>0,12%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.3. Zákonný rezervný fond (Nedelitelný fond) z kapitálových vkladov</strong></td>
<td>0,10%</td>
<td>0,06%</td>
<td>0,08%</td>
<td>0,08%</td>
<td>0,10%</td>
<td>0,12%</td>
<td>0,12%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.3.1. Fondy zo zisku</strong></td>
<td>0,02%</td>
<td>0,11%</td>
<td>0,16%</td>
<td>0,17%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,24%</td>
<td>0,24%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.3.2. Zákonný rezervný fond</strong></td>
<td>0,02%</td>
<td>0,11%</td>
<td>0,16%</td>
<td>0,17%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,24%</td>
<td>0,24%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.4. Hospodárske výsledok minulých rokov</strong></td>
<td>0,77%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>-37,94%</td>
<td>-66,15%</td>
<td>-45,08%</td>
<td>-29,98%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.4.1. Nereoizdený zisk minulých rokov</strong></td>
<td>0,77%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>2. Neuhradená strata minulých rokov</strong></td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>-37,94%</td>
<td>-66,15%</td>
<td>-45,08%</td>
<td>-29,99%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>A.5. Hospodárske výsledok bežného účtovného obdobia</strong></td>
<td>5,34%</td>
<td>54,13%</td>
<td>-37,76%</td>
<td>-15,00%</td>
<td>26,96%</td>
<td>14,85%</td>
<td>-23,41%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B. Cudzie zdroje</strong></td>
<td>91,22%</td>
<td>44,40%</td>
<td>135,73%</td>
<td>151,04%</td>
<td>136,82%</td>
<td>127,50%</td>
<td>150,68%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.1. Rezervy</strong></td>
<td>0,85%</td>
<td>0,90%</td>
<td>2,79%</td>
<td>2,37%</td>
<td>2,80%</td>
<td>1,78%</td>
<td>3,23%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.1.1. Rezervy krátkodobé</strong></td>
<td>0,85%</td>
<td>0,90%</td>
<td>2,79%</td>
<td>2,37%</td>
<td>2,80%</td>
<td>1,78%</td>
<td>3,23%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.2. Dlhopodobé záväzky</strong></td>
<td>0,54%</td>
<td>0,89%</td>
<td>1,32%</td>
<td>0,38%</td>
<td>0,26%</td>
<td>1,28%</td>
<td>0,64%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>8. Záväzky zo sociálneho fondu</strong></td>
<td>0,54%</td>
<td>0,31%</td>
<td>0,44%</td>
<td>0,38%</td>
<td>0,26%</td>
<td>0,26%</td>
<td>0,25%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>10. Odložený daňový záväzok</strong></td>
<td>0,00%</td>
<td>0,59%</td>
<td>0,87%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,01%</td>
<td>0,39%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.3. Krátkodobé záväzky</strong> 89,83%</td>
<td>42,60%</td>
<td>130,04%</td>
<td>148,29%</td>
<td>132,51%</td>
<td>65,43%</td>
<td>84,19%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.3.1. Záväzky z obchodného styku</strong></td>
<td>74,47%</td>
<td>24,56%</td>
<td>47,18%</td>
<td>67,21%</td>
<td>41,30%</td>
<td>40,16%</td>
<td>59,31%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>2. Nevyfakturované dodávky</strong></td>
<td>0,01%</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,01%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>5. Záväzky voči spoločníkom a zdrojami</strong></td>
<td>4,19%</td>
<td>0,00%</td>
<td>74,16%</td>
<td>69,01%</td>
<td>77,20%</td>
<td>15,18%</td>
<td>15,63%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>6. Záväzky k zamestnancom</strong> 5,99%</td>
<td>3,04%</td>
<td>3,35%</td>
<td>4,57%</td>
<td>7,89%</td>
<td>5,58%</td>
<td>5,19%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>7. Záväzky zo sociálneho zabezpečenia</strong></td>
<td>3,63%</td>
<td>2,25%</td>
<td>2,01%</td>
<td>5,47%</td>
<td>4,74%</td>
<td>3,51%</td>
<td>3,27%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>8. Daňové záväzky a dotácie</strong> 1,37%</td>
<td>12,64%</td>
<td>3,20%</td>
<td>1,40%</td>
<td>1,31%</td>
<td>0,83%</td>
<td>0,75%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>9. Iné záväzky</strong> 0,17%</td>
<td>0,09%</td>
<td>0,12%</td>
<td>0,63%</td>
<td>0,08%</td>
<td>0,16%</td>
<td>0,03%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.4. Bankové úvery a výpomoci</strong></td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,59%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>59,02%</td>
<td>61,56%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>B.4.2. Bežné bankové úvery</strong></td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,59%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>59,02%</td>
<td>61,56%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C. Ostatné pasíva - prechodné účty pasív</strong></td>
<td>0,53%</td>
<td>0,20%</td>
<td>0,14%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.1. Časové rozlišenie</strong></td>
<td>0,53%</td>
<td>0,20%</td>
<td>0,14%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.1.1. Výdaje budúcich období</strong></td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>2. Výnosy budúcich období</strong></td>
<td>0,53%</td>
<td>0,20%</td>
<td>0,14%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>C.2. Dohadné účty pasívne</strong></td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>
## PŘÍLOHA P IX: VERTIKÁLNA VÝKAZU ZISKOV A STRÁŤ, ROKY

### 2005 – 2011

<table>
<thead>
<tr>
<th>Výkaz ziskov a strát v plnom rozsahu</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>I. Tržby za predaj tovaru</td>
<td>0,22%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>A. Náklady vynaložené na predaný tovar</td>
<td>0,20%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>+ Obchodná marža</td>
<td>0,03%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>II. Výroba</td>
<td>91,27%</td>
<td>99,18%</td>
<td>99,23%</td>
<td>99,02%</td>
<td>99,61%</td>
<td>99,75%</td>
<td>99,75%</td>
</tr>
<tr>
<td>II.1. Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb</td>
<td>91,27%</td>
<td>98,91%</td>
<td>98,61%</td>
<td>98,04%</td>
<td>100,25%</td>
<td>98,61%</td>
<td>98,13%</td>
</tr>
<tr>
<td>2. Zmena stavu vnútropodnikových zásob vlastnej výroby</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,27%</td>
<td>0,63%</td>
<td>0,98%</td>
<td>-0,63%</td>
<td>1,14%</td>
<td>-0,38%</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Aktivácia</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>B. Výrobná spotreba</td>
<td>73,80%</td>
<td>75,92%</td>
<td>78,94%</td>
<td>76,58%</td>
<td>71,64%</td>
<td>71,14%</td>
<td>74,38%</td>
</tr>
<tr>
<td>B.1. Spotreba materiálu a energie</td>
<td>26,48%</td>
<td>16,51%</td>
<td>40,45%</td>
<td>33,85%</td>
<td>25,09%</td>
<td>19,42%</td>
<td>27,75%</td>
</tr>
<tr>
<td>B.2. Služby</td>
<td>47,33%</td>
<td>59,41%</td>
<td>38,50%</td>
<td>42,73%</td>
<td>46,55%</td>
<td>51,72%</td>
<td>46,63%</td>
</tr>
<tr>
<td>+ Predaná hodnota</td>
<td>18,32%</td>
<td>32,49%</td>
<td>13,59%</td>
<td>19,90%</td>
<td>32,50%</td>
<td>30,86%</td>
<td>21,76%</td>
</tr>
<tr>
<td>C. Osobné náklady</td>
<td>16,60%</td>
<td>17,57%</td>
<td>18,65%</td>
<td>19,95%</td>
<td>25,17%</td>
<td>24,09%</td>
<td>23,61%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.1. Mzdové náklady</td>
<td>12,26%</td>
<td>12,58%</td>
<td>13,57%</td>
<td>14,26%</td>
<td>18,19%</td>
<td>17,19%</td>
<td>17,10%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.2. Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.3. Náklady na sociálne zabezpečenie</td>
<td>3,75%</td>
<td>4,26%</td>
<td>4,47%</td>
<td>4,84%</td>
<td>5,92%</td>
<td>5,91%</td>
<td>5,57%</td>
</tr>
<tr>
<td>C.4. Sociálne náklady</td>
<td>0,58%</td>
<td>0,73%</td>
<td>0,61%</td>
<td>0,85%</td>
<td>1,06%</td>
<td>0,99%</td>
<td>0,94%</td>
</tr>
<tr>
<td>D. Dane a poplatky</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,05%</td>
<td>0,09%</td>
<td>0,09%</td>
<td>0,07%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>E. Odpis dlhodobého nehmotného a hmotného majetku</td>
<td>0,44%</td>
<td>0,69%</td>
<td>1,41%</td>
<td>1,50%</td>
<td>1,97%</td>
<td>2,01%</td>
<td>1,25%</td>
</tr>
<tr>
<td>III. Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,03%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,52%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,06%</td>
</tr>
<tr>
<td>F. Zostačková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,21%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,06%</td>
</tr>
<tr>
<td>IV. Zúčtovanie rezerv a časového rozlišenia prevádzkových výnosov</td>
<td>0,11%</td>
<td>0,10%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>G. Tvorba rezerv a časového rozlišenia prevádzkových nákladov</td>
<td>0,18%</td>
<td>0,23%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>V. Zúčtování opravných položok do prevádzkových výnosov</td>
<td>0,20%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>H. Zúčtování opravných položok do prevádzkových nákladov</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,10%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>1,20%</td>
<td>0,03%</td>
</tr>
<tr>
<td>VI. Ostatné prevádzkové výnosy</td>
<td>8,02%</td>
<td>0,22%</td>
<td>0,32%</td>
<td>0,22%</td>
<td>0,23%</td>
<td>0,23%</td>
<td>0,18%</td>
</tr>
<tr>
<td>L. Ostatné prevádzkové náklady</td>
<td>7,98%</td>
<td>0,07%</td>
<td>0,09%</td>
<td>0,10%</td>
<td>0,18%</td>
<td>0,14%</td>
<td>0,05%</td>
</tr>
<tr>
<td>&quot; Prevádzkový hospodársky výsledok</td>
<td>1,72%</td>
<td>16,43%</td>
<td>-8,01%</td>
<td>-1,90%</td>
<td>7,05%</td>
<td>4,43%</td>
<td>-4,29%</td>
</tr>
<tr>
<td>VIII. Tržby z predaje cenných papierov a podielov</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>K. Predané cenné papiere a podiely</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>IX. Výnosy z dlhodobého finančného majetku</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>X. Výnosy z krátkodobého finančného majetku</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>XII. Výnosové úroky</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>N. Nákladové úroky</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,04%</td>
<td>0,40%</td>
<td>0,63%</td>
<td>0,85%</td>
<td>0,73%</td>
<td>0,63%</td>
</tr>
<tr>
<td>XIII. Kurzové zisky</td>
<td>0,18%</td>
<td>0,46%</td>
<td>0,42%</td>
<td>0,22%</td>
<td>0,14%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,01%</td>
</tr>
<tr>
<td>O. Kurzové straty</td>
<td>0,58%</td>
<td>1,97%</td>
<td>0,32%</td>
<td>1,08%</td>
<td>0,17%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,01%</td>
</tr>
<tr>
<td>XIV.</td>
<td>Ostatné výnosy z finančnej činnosti</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,01%</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>-----</td>
<td>----------------------------------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
</tr>
<tr>
<td>P.</td>
<td>Ostatné náklady na finančnú činnosť</td>
<td>0,05%</td>
<td>0,05%</td>
<td>0,12%</td>
<td>0,19%</td>
<td>0,09%</td>
<td>0,02%</td>
</tr>
<tr>
<td>*</td>
<td>Finančný hospodársky výsledok</td>
<td>-0,45%</td>
<td>-1,35%</td>
<td>-0,46%</td>
<td>-1,72%</td>
<td>-0,89%</td>
<td>-0,73%</td>
</tr>
<tr>
<td>T.</td>
<td>Daň z príjmu za bežnú činnosť</td>
<td>0,14%</td>
<td>3,33%</td>
<td>0,02%</td>
<td>-0,30%</td>
<td>-0,17%</td>
<td>0,55%</td>
</tr>
<tr>
<td>T.1.</td>
<td>- splatná</td>
<td>0,14%</td>
<td>3,20%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,00%</td>
</tr>
<tr>
<td>T.2.</td>
<td>- odložená</td>
<td>0,00%</td>
<td>0,14%</td>
<td>0,02%</td>
<td>0,30%</td>
<td>0,17%</td>
<td>0,55%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

** | Hospodársky výsledok za bežnú činnosť | 1,12% | 12,16%| -8,48%| -3,32%| 6,31% | 3,17% | -4,86%|
| XVIII. | Mimoriadne výnosy                 | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| U.   | Mimoriadne náklady                | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
** | Mimoriadny hospodársky výsledok     | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
*** | Hospodársky výsledok za účtovné obdobie (+/-) | 1,12% | 12,16%| -8,48%| -3,32%| 6,31% | 3,17% | -4,86%|
| *** | Hospodársky výsledok pred zdanením (+/-) | 1,26% | 15,08%| -8,46%| -3,62%| 6,16% | 3,70% | -4,99%|
PŘÍLOHA P X: ZHRNUTIE DOPADOV USKUTOČNENÝCH ÚPRAV NOA DO SÚVAHY

- Dopady do aktív:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Dlhodobé aktíva:</th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>- neoperatívny dlhodobý majetok</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ goodwill (v brutto hodnote)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ nehmotný dlhodobý majetok z aktivovaných nákladov</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ zvýšenie hodnoty dlhodobého majetku z precenenia (tiché rezervy)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ hodnota prenajatého majetku (leasing)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ kumulované neobvyklé straty</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- kumulované neobvyklé zisky</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Obežné aktíva:</th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>- neoperatívne obežné aktíva</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ tiché rezervy z precenenia obežných aktív</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- neročené krátkodobé záväzky</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Dopady do pasív:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Vlastný kapitál</th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>a) Zmeny vyvolané úpravou aktiv:</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- neoperatívne aktiva</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ goodwill (v brutto hodnote)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ aktivované náklady (nehmotné aktíva)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ tiché rezervy</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+/- prípadná úprava HV o náklady spojené s leasingom (kumulované)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ kumulované neobvyklé straty</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- kumulované neobvyklé zisky</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>b) Ostatné zmeny</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ nákladové rezervy, ktoré nemajú charakter skutočných záväzkov</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- zníženie vlastného kapitálu o vlastné akcie</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Čudzí kapitál</th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>a) Zmeny vyvolané úpravou aktiv:</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- krátkodobé neúročené záväzky</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>+ záväzky z leasingu</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>b) Ostatné zmeny</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- nákladové rezervy, ktoré nemajú charakter skutočných záväzkov</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>
PŘÍLOHA P XI: ZHRNUTIE DOPADOV USKUTOČNENÝCH ÚPRAV DO NOPAT

<table>
<thead>
<tr>
<th>Úpravy do NOPAT</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Východisko = hospodársky výsledok z bežnej činnosti</td>
</tr>
<tr>
<td>+ platené úroky</td>
</tr>
<tr>
<td>+ úroky obsiahnuté v leasingových splátkach</td>
</tr>
<tr>
<td>- výnosy z neoperatívneho majetku (najmä finančné výnosy)</td>
</tr>
<tr>
<td>+ náklady na neoperatívny majetok</td>
</tr>
<tr>
<td>+ odpisy goodwillu</td>
</tr>
<tr>
<td>+ pôvodné náklady s dlhodobým charakterom</td>
</tr>
<tr>
<td>- odpisy nehmotného majetku vytvoreného aktiváciou dlhodobých nákladov</td>
</tr>
<tr>
<td>+ leasingová platba (pôvodný náklad na leasing)</td>
</tr>
<tr>
<td>- odpisy majetku prenajatého na leasing</td>
</tr>
<tr>
<td>- neobvyklé zisky</td>
</tr>
<tr>
<td>+ neobvyklé straty</td>
</tr>
<tr>
<td>Eliminovanie tvorby a rozpúšťania nákladových rezerv</td>
</tr>
<tr>
<td>Úprava daní na úroveň NOPAT</td>
</tr>
</tbody>
</table>
PŘÍLOHA P XII: METÓDY VÝPOČTU NÁKLADOV VLASTNÉHO KAPITÁLU

1. a) Model CAPM

Model CAPM patří k veľmi často využívaným modelom pre výpočet nákladov na vlastný kapitál pre spoločnosti obchodované na kapitálových trhoch.

Výpočet nákladov vlastného kapitálu pomocou modelu CAPM:

\[ r_e = r_f + \beta_x (r_m - r_f) \]  

kde:  
- \( r_e \) = náklady vlastného kapitálu (v %)  
- \( r_f \) = bezriziková úroková míra  
- \( \beta \) = koeficient, ktorý vyjadruje relatívnu rizikovosť konkrétneho podniku vo vzťahu k priemernej rizikovosti trhu  
- \( r_m \) = priemerná výnosnosť kapitálového trhu  
- \( r_m - r_f \) = riziková prémia kapitálového trhu

1. b) Model CAPM s náhradnými odhadmi \( \beta \) (metóda analógie)

V rámci modelu CAPM s náhradnými odhadmi \( \beta \) metódou analógie môžeme použiť \( \beta \) podobných podnikov, ktoré sú obchodované alebo využiť \( \beta \) za určité odvetvie.

Vyjadrenie vplyvu zadlženia na \( \beta \) podniku:

\[ \beta_Z = \beta_N \times (1 + (1 - T) \times \frac{CK}{VK}) \]  

kde:  
- \( \beta_Z \) = \( \beta \) vlastného kapitálu u zadlženého podniku  
- \( \beta_N \) = \( \beta \) vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení (je závislé na odvetví a prev. páke)  
- \( T \) – sadzba dane z príjmu  
- \( CK \) – cudzí kapitál  
- \( VK \) – vlastný kapitál (Pavelková a Knápková, 2008, s. 156 – 158)

2. Stavebnicový model

Stavebnicový model výpočtu nákladov na vlastný kapitál je založený na princípe pripočítania prirážok k bezrizikovej úrokovej sadzbe. Tento model využíva aj Ministerstvo prie-myslu a obchodu ČR:
\[ r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikateľské} + r_{FinStab} + r_{FinStr} \]

kde:

**\( r_1 \) – bezriziková sadzba**

**\( r_{LA} \) – funkcia (ukazovateľov charakterizujúcich veľkosť podniku),**

ak je \( UZ (VK + úvery + dlhopisy) > 3 \text{ mld. Kč} \), \( r_{LA} = 0,00 \% \)

ak je \( UZ (VK + úvery + dlhopisy) < 100 \text{ mil. Kč} \), \( r_{LA} = 5,00 \% \)

ak je \( UZ (VK + úvery + dlhopisy) > 100 \text{ mil. Kč} \) ale \( < 3 \text{ mld. Kč} \), vypočítaná nasledovne:

\[ r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2 \]

**\( r_{podnikateľské} \) – funkcia (ukazovateľov charakterizujúcich tvorbu produkčnej sily),**

\[ \frac{EBIT}{Aktíva} \geq \frac{(VK+úvery+dlhopisy)}{Aktíva} \cdot \frac{U}{úvery+dlhopisy} \]

\[ X_1 = \frac{VK+úvery+dlhopisy}{Aktíva} \cdot \frac{U}{úvery+dlhopisy} \]

ak \( \text{EBIT/Aktíva} > X_1 \), \( r_{podnikateľské} = 0,00 \% \)

ak \( \text{EBIT/Aktíva} < 0 \), \( r_{podnikateľské} = 10,00 \% \)

**\( r_{FinStab} \) – funkcia (ukazovateľov charakterizujúcich vzťahy medzi aktívami a pasívami),**

ak je celková likvidita \( > XL \), \( r_{FinStab} = 0,00 \% \)

ak je celková likvidita \( < 1 \), \( r_{FinStab} = 10,00 \% \)

ak je celková likvidita \( > 1 \) ale \( < XL \), \( r_{FinStab} \) sa vypočítava nasledovne:

\[ r_{FinStab} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \times (XL - 1)^2 \]

Pokiaľ je priemer priemyslu nižší ako 1,25, potom horná hranica XL je 1,25. Pokiaľ je priemer priemyslu vyšší ako 1,25, potom XL je priemer priemyslu. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 56 – 57)

**\( r_{FinStr} \) – funkcia (ukazovateľov charakterizujúcich riziko vyplývajúce z kapitálovej štruktúry podniku),**

\[ r_{FinStr} = re - WACC \]

\[ WACC = r_f + r_{LA} + r_{podnikateľské} + r_{FinStab} \]

\[ r_e = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{U}{BU + O} \cdot \left( \frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \]
3. Určenie nákladov vlastného kapitálu na základe analýzy rizika

Tento spôsob výpočtu nákladov vlastného kapitálu zohľadňuje okrem obchodného a finančného rizika aj špecifické riziko, ktoré súvisí napríklad s kvalitou manažmentu v danom podniku, so stupňom diverzifikácie výroby alebo s intenzitou konkurencie. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 158)

4. Dividendový model

Dividendový model výpočtu nákladov vlastného kapitálu vychádza z predpokladu, že hodnota akcie je daná súčasnou hodnotou všetkých príjmov, ktoré sú očakávané z danej akcie. Výpočet nákladov vlastného kapitálu na základe dividendového modelu, pokiaľ je dividendový výnos konštantný alebo konštantne rastúci, je nasledovný:

\[ r_e = \frac{D_k \times 100}{C_k - E} + g \]  \hspace{1cm} (32)

kde: \( D_k \) = ročná dividend a z akcie koncom prvého roku  
\( C_k \) = tržná cena akcie  
\( E \) = emisné náklady na akciu  
\( g \) = konštantné zvýšenie dividendy v % (Pavelková a Knápková, 2008, s. 159)

5. Určenie nákladov vlastného kapitálu na základe priemernej rentability odvetvia

Táto metóda určenia nákladov vlastného kapitálu vychádza z údajov o rentabilite daného podniku, resp. odvetvia a je pomerne výhodná, vzhľadom k dostupnosti jednotlivých údajov. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 159)
6. Odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov na cudzí kapitál

Pri tejto metóde odvodenia nákladov vlastného kapitálu z nákladov na cudzí kapitál je potrebné vychádzať z poznatku, že náklady na vlastný kapitál sú vyššie než náklady na cudzí kapitál. K nákladom na cudzí kapitál teda pripočítame niekoľko percentných bodov. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 159)
PŘÍLOHA P XIII: FINANČNÁ ANALÝZA SPOLOČNOSTI APC

V nasledujúcej časti je spracovaná finančná analýza spoločnosti APC, s. r. o. za účelom zistenia finančného zdravia tejto spoločnosti. Vybrané ukazovateľmi konkurenčného podniku, ktorý podniká rovnako ako spoločnosť APC v strojárenskom odvetví, konkrétne vo výrobe kovových konštrukcií a ich častí, čo znamená, že táto spoločnosť je priamym konkurentom spoločnosti APC. Takto je možné získať prehľad o situácii v danej oblasti.

Analýza absolútnych ukazovateľov

Analýzou absolútnych ukazovateľov zanalyzujem jednotlivé údaje účtovných výkazov podniku – súvahy a výkazu ziskov a strát. Pre túto analýzu využijem horizontálnu a vertikálnu analýzu (Opatovská, 2010):

Horizontálna analýza súvahy a výkazu ziskov a strát

Horizontálnou analýzou súvahy a výkazu ziskov a strát porovnám hodnoty jednotlivých položiek účtovných výkazov v rokoch 2005 až 2011. Celková horizontálna analýza súvahy a výkazu ziskov a strát sa nachádza v prílohe P IV, P V a P VI.

- Horizontálna analýza aktiv

kodobých pohľadávok, aj napriek zvýšeniu finančného majetku a miernemu zvýšeniu zá-
sob. Hodnota ostatných aktiv v tomto roku vzrástla. V roku 2011 oproti predchádzajúcemu 
obdobiu hodnota obežného majetku opäť mierne vzrástla, čo spôsobil mierny nárast hod-
dnoty zásob a pohľadávok, avšak hodnota finančného majetku a ostatných aktiv oproti pred-
chádzajúcemu roku poklesla.

Horizontálna analýza aktív, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

Horizontálna analýza pasív

Ako si môžeme na základe horizontálnej analýzy pasív všimnúť, najprudkejšiu zmenu za-
znamenal vlastný kapitál, u ktorého došlo v roku 2006 k medziročnému zväčšeniu až
o 1 118 %, čo v absolútnej hodnote predstavuje 304 189,- €. Aj napriek svojmu niekoľko-
ňosobnému zväčšeniu klesol vlastný kapitál v roku 2007 na zápornú hodnotu. Tento pokles
vlastného kapitálu spôsobilo rozhodnutie spoločníkov v roku 2007 o rozdelení celého zisku
minulého obdobia formou výplaty podielov na zisku a to, že hospodársky výsledok bežné-
ho obdobia bol v roku 2007 záporný. V roku 2008 sa oproti roku 2007 vlastný kapitál zvý-
šil, ale jeho hodnota zostala v záporných číslach, pretože položky hospodárskej výsledok
minulých rokov a hospodársky výsledok bežného účtovného obdobia bol záporné. V roku
2009 a 2010 sa hodnota vlastného kapitálu oproti roku 2008 mierne zvýšuje, avšak jeho
hodnota ostáva stále záporná, aj napriek tomu, že hospodársky výsledok bežného obdobia
bol v týchto rokoch kladný, čo spôsobuje záporná hodnota položky hospodársky výsledok
minulých rokov. V roku 2011 však hodnota vlastného kapitálu medziročne opäť poklesla,
čo spôsobila skutočnosť, že hospodársky výsledok spoločnosti v tomto roku bol opäť zá-
porný a taktiež položka hospodársky výsledok minulých rokov bola záporná. Ostatné po-
ložky pasív nezaznamenávajú výraznejšie zmeny.
Horizontálna analýza výnosov, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

Horizontálna analýza výnosov

V rámci horizontálnej analýzy výnosov som sa zamerala najmä na položky tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb, ostatné prevádzkové výnosy, výnosové úroky, kurzové zisky a ostatné výnosy z finančnej činnosti.

Horizontálna analýza výnosov, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

Najdôležitejšou položkou v rámci výnosov sú tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb, pričom tieto tržby medziročne v roku 2006 vplyvom získania veľmi rentabilnej zákazky vzrástli až o 84 %, čo v absolutnej hodnote predstavuje 1 200 425,- €. V roku

Horizontálna analýza nákladov

Horizontálna analýza nákladov znázorňuje zmenu stavu jednotlivých položiek nákladov.

Horizontálna analýza nákladov, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)


➢ Vývoj hospodárskeho výsledku

Čo sa týka vývojového trendu hospodárskeho výsledku, na dole uvedenom obrázku je možné vidieť, že v roku 2006 sa hospodársky výsledok spoločnosti prudko zvýšil zo 17.626,- € na 323.773,- €, čo spôsobilo získanie veľkej zahraničnej zákazky od významného odberateľa v oblasti železničného priemyslu, ktorá predstavovala nosný výrobný program vo forme sériovej výroby počas takmer celého roka, pričom tento odberateľ zaujal dominantné postavenie na celkových ročných tržbách s podielom až 72,4 %. Rok 2007 však už taký úspešný pre spoločnosť nebol, hospodársky výsledok klesol až do zápornéj hodnoty, konkrétne na –152.460,- €, čo zapríčinilo nezískanie očakávanej zákazky od zahraničného partnera. Spoločnosť bola nútená zameriť sa na krátkodobé projekty vo forme drobných záväzkov, čo však prinieslo časové napätie pri realizácii záväzkov, vysokú náročnosť na operatívne zabezpečovanie nákupu a potrebných kooperácií a preťaženie úzkoprávových kapacít spoločnosti, pričom tieto záväzky boli na hranicích efektívnosti. V roku 2008 bol hospodársky výsledok spoločnosti opätí záporný, avšak podarilo sa jej stratu znížiť na hodnotu –60.280,- €, čo pôsobila skutočnosť, že spoločnosti sa v tomto roku podarilo získat nové záväzky od štyroch významných zahraničných odberateľov, pričom tieto záväzky predstavovali 48,3 % na celkových tržbách spoločnosti. V tomto roku sa spoločnosti podarilo získat aj väčšie a dlhodobé zahraničné zákazky pre rok 2009. Spoločnosť, ktorá je dve účtovné obdobia po sebe v úpadku má podľa zákona č. 7/2005 z.Z. povinnosť sama sa prihlásiť do konkurzu. Spoločnosť APC tak však neurobila vzhľadom na to, že mala dostatok majetku na prevádzku spoločnosti a nemala podlžnosti voči štátu, dodávateľom a zamestnancom a pre rok 2009 mala uzatvorené väčšie kontrakty. Dôvodom je aj skutočnosť, že hlavní veritelia spoločnosti, ktorých predstavujú spoločníci, sú trpezliví a v prípade potreby tu existuje možnosť preklopenia pohľadávky spoločníkov voči spoloč-
nosti APC do vlastného kapitálu. V priebehu roka 2009 spoločnosť APC rozbehla dlhodobé zákazky od piatich významných zahraničných odberateľov najmä z oblasti železničného priemyslu, čo pomohlo spoločnosti prežiť obdobie krízy a prispelo k dosiahnutiu kladného hospodárskeho výsledku vo výške 86.703,- €. V roku 2010 hospodárska kríza obmedzila možnosť získania nových zákaziek nielen na domácom trhu v strojárskom segmente, ale aj u zahraničných odberateľov. Hospodársky výsledok spoločnosti v roku 2010 bol sice kladný, ale poklesol o 52,12 % z dôvodu poklesu objemu všetkých váčších zahraničných zákaziek a z dôvodu veľkého tlaku odberateľov na ceny. V roku 2011 dosiahla spoločnosť APC opäť záporný výsledok hospodárenia vo výške -65.979,- €, čo zapričinil znížený objem produkcie pre zahraničných partnerov, veľký cenový nátlak a taktiež stagnácia nových objednávok od významných zahraničných odberateľov.

Vertikálna analýza súvahy a výkazu ziskov a strát

Vertikálnou analýzou súvahy a výkazu ziskov a strát zistím štruktúru jednotlivých položiek týchto výkazov, ktoré budem moci v čase porovnať. Celková vertikálna analýza súvahy a výkazu ziskov a strát sa nachádza v prílohe P VII, P VIII a P IX.

- **Vertikálna analýza aktív**

Ako môžeme vyčítať z dole uvedeného obrázku, štruktúra aktív sa v priebehu rokov 2005 až 2011 nijako výrazne nemení. Hlavnú zložku aktív tvorí obežný majetok, pretože spo-
štruktúra aktiv

Štruktúra aktív, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

- Štruktúra dlhodobého majetku

Dlhodobý majetok je v rokoch 2005 až 2007 tvorený výhradne iba dlhodobým hmotným majetkom. Od roku 2008 už podnik eviduje aj okolo 6 % dlhodobého nehmotného majetku. Finančný majetok sa v sledovanom období na štruktúre dlhodobého majetku nepodieľa. Spoločnosť APC vlastní približne 20 % dlhodobého hmotného majetku, ktorý využíva. Ostatný majetok (približne 80 %) ako budova, stroje a zariadenia má spoločnosť v prenájme od spoločnosti SAZ, s. r. o.
Štruktúra obežného majetku

Z obrázku je zrejmé, že štruktúra obežného majetku je o niečo rôzorodejšia ako štruktúra dlhodobého majetku. Zásoby sa na štruktúre obežného majetku podieľajú v sledovanom období iba minimálne, pretože spoločnosť APC preferuje systém dodávok materiálu just-in-time, a v rámci dohody s odberateľmi vyrobené výrobky nevyrába na sklad, ale takmer ihneď expeduje.

V roku 2005 tvoria obežný majetok z najväčšej časti krátkodobé pohľadávky, až 97,16 % obežného majetku. Z toho 71,96 % krátkodobých pohľadávok sú pohľadávky z obchodného styku a 27,87 % sú daňové pohľadávky. Finančný majetok tvorí 2,82 % a zásoby tvoria iba 0,01 % obežného majetku.

V roku 2006 sa výrazne zmenila štruktúra obežného majetku. Najväčší časť obežného majetku tvorí finančný majetok, až 60,03 %. Z toho 99,19 % finančného majetku tvoria účty v bankách. Krátkodobé pohľadávky tvoria 38,37 % a zásoby iba 1,53 % obežného majetku.

V roku 2007 tvoria najväčšiu časť obežného majetku krátkodobé pohľadávky, konkrétne 85,22 % obežného majetku, z toho 81,04 % krátkodobých pohľadávok tvoria pohľadávky z obchodného styku a 18,96 % krátkodobých pohľadávok tvoria daňové pohľadávky. Zásoby tvoria 12,30 % a najmenšiu časť tvorí finančný majetok, iba 2,48 % obežného majetku.

V roku 2008 je štruktúra obežného majetku podobná ako v roku 2007, ale do štruktúry pribudli aj dlhodobé pohľadávky, ktoré však tvoria iba 0,62 % obežného majetku. Krátkodobé pohľadávky sa na obežnom majetku podieľajú vo výške 78,75 %, z toho 89,06 % krátkodobých pohľadávok tvoria pohľadávky z obchodného styku a 10,93 % krátkodobých pohľadávok tvoria daňové pohľadávky. Zásoby tvoria 16,15 % a finančný majetok tvorí 4,48 % obežného majetku.

Štruktúra obežného majetku v roku 2009 je takmer identická s rokom 2008. Výraznejšiu zmenu zaznamenal iba objem finančného majetku podniku, ktorý sa oproti roku 2008 znížil na 1,45 % obežného majetku.

Obežný majetok v roku 2010 je tvorený z najväčšej časti krátkodobými pohľadávkami, konkrétne 65,98 %, z ktorých väčšinu tvoria pohľadávky z obchodného styku. Zásoby tvo-
ria v tomto roku až 27,16 % obežného majetku a zvyšných 6,86 % obežného majetku tvorí finančný majetok.

Výraznejšia zmena v štruktúre obežného majetku nenastala ani v roku 2011, kedy najväčšiu časť obežného majetku tvoria krátkodobé pohľadávky, konkrétne 69,53 %, z ktorých až 92,50 % sú pohľadávky z obchodného styku. Ďalšiu časť obežného majetku tvoria zásoby v objeme 30,40 % obežného majetku, čo je najviac v rámci celého sledovaného obdobia a iba 0,07 % obežného majetku tvorí finančný majetok.

Štruktúra obežného majetku, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

Vertikálna analýza pasív

Ako môžeme vyčítať z dole uvedeného obrázka, v roku 2005 je štruktúra pasív tvorená prevážne cudzími zdrojmi, až 91,22 %, iba 8,25 % tvorí vlastný kapitál a ostatné pasíva tvoria 0,53 % pasív.

V roku 2006 sa štruktúra pasív oproti roku 2005 zmenila, prevážne je tvorená vlastným kapitálom, konkrétne 55,41 %, čo je spôsobené výrazným zvýšením hospodárskeho výsledku bežného účtovného obdobia. Cudzie zdroje tvoria 44,40 % pasív a ostatné pasíva tvoria iba 0,20 % pasív.

V rokoch 2007 a 2008 spoločnosť APC, s. r. o. dosiahla stratu, čo sa prejavuje tým, že vlastný kapitál spoločnosti je záporný. Štruktúra pasív v týchto rokoch je podobná. V roku 2007 tvorí vlastný kapitál -35,87 % pasív, v roku 2008 je to až -51,04 % pasív, pretože položky hospodársky výsledok bežného účtovného obdobia a hospodársky výsledok minulých rokov sú obidve záporné. Cudzie zdroje v roku 2007 sú vo výške 135,73 % a v roku
2008 vo výške 151,04 % pasív, sú teda vyššie ako 100 %, pretože musia vykryť stratu spoločnosti.

V roku 2009 už spoločnosť APC dosiahla zisk, ale vlastný kapitál sa ešte stále nachádza v záporných hodnotách kvôli hospodárskemu výsledku minulých období, a tvorí –36,82 % pasív. Cudzie zdroje v tomto roku tvoria 136,82 % pasív.

V roku 2010 je situácia takmer totožná ako v roku 2009, pričom záporná hodnota vlastného kapitálu sa znížila na -27,50 % pasív a cudzie zdroje sú vo výške 127,50 % pasív.

Vlastný kapitál však v roku 2011 opäť poklesol kvôli dosiahnuté strate v bežnom účtovnom období a tvorí -50,68 % pasív, pričom cudzie zdroje musia vykryť zápornú hodnotu vlastného kapitálu, a v tomto roku tvoria až 150,68 % pasív, čo je najviac v rámci celého sledovaného obdobia.

Štruktúra pasív, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

- Štruktúra vlastného kapitálu

V roku 2005 tvorí väčšinu vlastného kapitálu hospodársky výsledok bežného obdobia, až 64,76 %. Základný kapitál je vo výške 24,39 % vlastného kapitálu, hospodársky výsledok minulých rokov 9,39 %, kapitálové fondy 1,22 % a fondy zo zisku 0,24 % vlastného kapitálu.

Vlastný kapitál je v roku 2006 tvorený najmä hospodárskym výsledkom bežného obdobia, ktorý tvori až 97,70 %. Základný kapitál je vo výške 2,00 %, fondy zo zisku 0,20 % a kapitálové fondy 0,10 % vlastného kapitálu.
V roku 2007 sa vlastný kapitál spoločnosti dostal do záporných hodnôt, a to najmä vplyvom rozhodnutia vlastníkov rozdeliť celý zisk minulého obdobia vo výške viac ako 300.000,- € vo forme podielov na zisku. Následné nesplnenie očakávaného obchodného zámerného zahraničného partnera malo za následok záporný hospodársky výsledok. –105,27 % vlastného kapitálu tvorí hospodársky výsledok bežného obdobia, 4,58 % tvorí základný kapitál, 0,46 % fondy zo zisku a 0,23 % vlastného kapitálu tvoria kapitálové fondy. V roku 2008 je vlastný kapitál tiež záporný, ale jeho štruktúra je iná ako v roku 2007. V tomto roku je vlastný kapitál tvorený prevažne hospodárskym výsledkom minulých rokov –74,33 %, hospodársky výsledok bežného obdobia bol v tomto roku tiež záporný avšak strata bola nižšia ako v predchádzajúcim roku a tvorí –29,39 % vlastného kapitálu, základný kapitál je kladný a je vo výške 3,24 % vlastného kapitálu, 0,32 % tvoria fondy zo zisku a 0,16 % kapitálové fondy. Taktiež v roku 2009 je hodnota vlastného kapitálu záporná, aj keď v tomto roku spoločnosť dosiahla kladný hospodársky výsledok, ktorý tvorí 73,26 % vlastného kapitálu. Odzrkadľuje sa tu strata dosiahnutá v rokoch 2007 a 2008. Hospodársky výsledok minulých rokov tvorí –179,65 %. Základný kapitál tvorí 5,61 %, fondy zo zisku 0,56 % a kapitálové fondy 0,28 % vlastného kapitálu. V roku 2011 dosahuje vlastný kapitál najvyššiu zápornú hodnotu v rámci celého sledovaného obdobia. Na jeho štruktúre sa v najväčšej miere podieľa hospodársky výsledok minulých rokov s – 59,16 %, ďalej nasleduje hospodársky výsledok bežného obdobia vo výške –46,18 %. Základný kapitál tvorí 4,65 % vlastného kapitálu, fondy zo zisku 0,46 % a kapitálové fondy 0,23 % vlastného kapitálu.
Štruktúra vlastného kapitálu, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

- Štruktúra cudzích zdrojov

Štruktúra cudzích zdrojov, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

➢ Vertikálna analýza výnosov

Ako základňu pre výpočet podielu jednotlivých položiek na výnosoch som použila celkovú výšku výnosov.

Štruktúra výnosov, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

Z obrázka je zrejmé, že tržby spoločnosti APC, s. r. o. sú tvorené najmä tržbami za predaj vlastných výrobkov a služieb, čo potvrdzuje skutočnosť, že spoločnosť APC je výrobný podnik. Ostatné druhy výnosov a tržieb sa v sledovanom období podieľajú na štruktúre tržieb iba minimálne. Výnimku tvoria ostatné prevádzkové výnosy, ktoré v roku 2005 dosahujú hodnotu 8,02 % výnosov.
Vertikálna analýza nákladov

Pre výpočet podielu jednotlivých nákladových položiek na celkových nákladoch som použila ako základňu celkovú výšku nákladov.

![Štruktúra nákladov, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)](image)

Z obrázka môžeme vidieť, že náklady spoločnosti APC, s. r. o. sú tvorené prevažne výrobnou spotrebou. Tieto náklady sa v sledovanom období pohybujú približne vo výške od 70 do 80 % celkových nákladov podniku. Druhou najvážšou zložkou nákladov sú osobné náklady, ktoré sa podieľajú na celkových nákladoch spoločnosti od 16,60 % v roku 2005 a svoje maximum dosiahli v roku 2009, kedy tvorili 25,17 % celkových nákladov. Podiel týchto nákladov na celkových nákladoch rastol v rokoch 2005 - 2008 približne o 1 % ročne, v roku 2009 však ich podiel na celkových nákladoch vzrástol až o viac ako 5 %. Od roku 2010 sa podiel osobných nákladov však postupne opäť o 1 % ročne znižoval, čo má za následok znižovanie počtu zamestnancov. Ďalšou významnejšou zložkou nákladov z hľadiska percentuálnej výšky sú v roku 2005 ostatné prevádzkové náklady, ktoré tvoria 7,98 % celkových nákladov. Ostatné zložky nákladov sú pomerne nepatrné.

Štruktúra hospodárskeho výsledku

Hlavnú časť hospodárskeho výsledku tvorí v sledovanom období prevádzkový hospodársky výsledok. Spoločnosť neuskutočňuje žiadnu mimoriadnu činnosť, takže nerealizuje ani mimoriadny hospodársky výsledok. Finančný hospodársky výsledok dosahuje v rámci celého sledovaného obdobia zápornú hodnotu z dôvodu prevyšovania nákladových úrokov.

![Štruktúra hospodárskeho výsledku, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)](image-url)
Analýza rozdielových a tokových ukazovateľov

V rámci analýzy rozdielových ukazovateľov spracujem analýzu čistého pracovného kapitálu (ČPK) a v rámci analýzy tokových ukazovateľov spracujem analýzu cash flow v sledovanom období (Opatovská, 2010):

Analýza čistého pracovného kapitálu

Čistý pracovný kapitál je ukazovateľ, ktorý vyjadruje, kol'ko voľných peňažných prostriedkov má podnik k dispozícií.

Čistý pracovný kapitál, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

| Čistý pracovný kapitál – konkurenčný podnik, roky 2005 – 2008 (Vlastné spracovanie) |
|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Obežné aktíva | 270 364 | 476 831 | 306 778 | 327 558 | 262 365 | 245 453 | 260 584 |
| Krátkodobé záväzky | 296 355 | 254 830 | 531 435 | 595 897 | 426 144 | 347 912 | 410 810 |
| ČPK | -25 991 | 222 001 | -224 656 | -268 340 | -163 779 | -102 459 | -150 226 |

Ako môžeme vidieť v hore uvedenej tabuľke, čistý pracovný kapitál (ČPK) je v spoločnosti APC kladný iba v roku 2006. V ostatných rokoch je čistý pracovný kapitál podniku záporný, pretože hodnota krátkodobých záväzkov je vyššia ako hodnota obežných aktív. To signalizuje, že v týchto rokoch má teda podnik nedostatok voľných peňažných prostriedkov na úhradu svojich krátkodobých záväzkov, čo vedie k problémom s dostatočnou likviditou a z dlhodobejšieho hľadiska k problémom so solventnosťou podniku. Pri nedostatku voľných peňažných prostriedkov si môže spoločnosť pomocť vyinkasovaním pohľadávok od svojíc h odberateľov alebo predajom svojho nepotrebného majetku. V rokoch 2007, 2008 a 2009 však viac ako polovicu krátkodobých záväzkov tvoria záväzky voči spoločníkom a združeniu, pretože spoločníci sa v roku 2007 rozhodli vyplatené podiely na zisku vrátiť formou pohľadávky voči spoločnosti APC, čo však malo za následkom zhoršenie bilancie spoločnosti najmä z pohľadu likvidity a zadlženosti. V rokoch 2010 a 2011 sa na objeme krátkodobých záväzkov v najváčšej miere podieľajú okrem záväzkov voči spoločníkom a združeniu aj bankové úvery a výpomoci, pričom táto položka je tvorená časťou pretransformovaných záväzkov voči spoločníkom a združeniu pri zmene časti
spoločníkov v roku 2010. Spoločnosť APC je však schopná splácať svoje záväzky voči dodávateľom, zamestnancom a státu.

Z výsledkov čistého pracovného kapitálu konkurenčného podniku môžeme vidieť, že tento mal v celom sledovanom období (roky 2005 až 2008) dostatok čistého pracovného kapitálu a mohol bez problémov uhrádzať svoje krátkodobé záväzky.

Analýza cash flow

Analýza cash flow v jednotlivých rokoch sledovaného obdobia je spracovaná v kapitele 7.1.2.

Analýza pomerových ukazovateľov

V rámci analýzy pomerových ukazovateľov spracujem analýzu likvidity, aktivity, zadlženosti, majetkovej a finančnej štruktúry, rentability a ďalších ukazovateľov (Opatovská, 2010):

Analýza likvidity

Likvidita je ukazovateľ, ktorý hovorí o schopnosti podniku hradiť svoje krátkodobé záväzky. Pre podnik je vhodné, ak likvidita dosahuje doporučené hodnoty jednotlivých druhov likvidít. V takomto prípade je podnik dostatočne finančne stabilný a zároveň zbytočne nedorží peňažné prostriedky, ktoré by mohli byť investované a prinášať výnosy. Už na prvý pohľad je z výsledkov analýzy likvidity zrejmé, že spoločnosť APC má značné problémy s likviditou.

**Ukazovatele likvidity, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Likvidita</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bežná likvidita</td>
<td>0,91</td>
<td>1,87</td>
<td>0,58</td>
<td>0,55</td>
<td>0,62</td>
<td>0,71</td>
<td>0,63</td>
</tr>
<tr>
<td>Pohotová likvidita</td>
<td>0,91</td>
<td>1,84</td>
<td>0,51</td>
<td>0,46</td>
<td>0,50</td>
<td>0,51</td>
<td>0,44</td>
</tr>
<tr>
<td>Okamžitá likvidita</td>
<td>0,03</td>
<td>1,12</td>
<td>0,01</td>
<td>0,02</td>
<td>0,01</td>
<td>0,05</td>
<td>0,00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Ukazovatele likvidity – konkurenčný podnik, roky 2005 – 2008 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Likvidita</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bežná likvidita</td>
<td>1,61</td>
<td>1,51</td>
<td>1,49</td>
<td>1,23</td>
</tr>
<tr>
<td>Pohotová likvidita</td>
<td>0,94</td>
<td>1,09</td>
<td>1,23</td>
<td>0,82</td>
</tr>
<tr>
<td>Okamžitá likvidita</td>
<td>0,02</td>
<td>0,03</td>
<td>0,20</td>
<td>0,17</td>
</tr>
</tbody>
</table>


Pre bežnú likviditu sa stretávame s odporúčanou hodnotou v intervale od 2 až 2,5. Hodnotu v tomto intervale spoločnosť APC v sledovanom období nedosahuje. Vo všetkých rokoch je hodnota bežnej likvidity hlboko pod hranicou odporúčanej hodnoty, takže podnik v týchto rokoch nie je schopný zo svojho obežného majetku premeneného na peňažné prostriedky uhradiť svoje krátkodobé záväzky. Rok 2006 sa najviac približuje odporúčanej hodnote, bežná likvidita dosahuje hodnotu 1,87. Pre podnik to signalizuje vážny nedostatok pracovného kapitálu, ktorý by mal čo najskôr vyriešiť, napr. odpredajom svojho nepotrebného majetku. Hodnoty bežnej likvidity konkurenčného podniku sa tiež v celom sledovanom období nachádzajú pod hranicou odporúčaného intervalu.
Z uvedenej analýzy likvidity vyplýva, že spoločnosť má značné problémy s likviditou. Treba však vziať do úvahy, že v rokoch 2007, 2008 a 2009 tvoria viac ako polovicu krátkodobých záväzkov voči spoločníkom a združeniu, ktoré hodnotu krátkodobých záväzkov zvyšujú a v rokoch 2010 a 2011 sa na objeme krátkodobých záväzkov v najväčšej miere podieľajú okrem záväzkov voči spoločníkom a združeniu aj bankové úvery a výpomoci, pričom táto položka je tvorená časťou pretransformovaných záväzkov voči spoločníkom a združeniu pri zmene časti spoločníkov v roku 2010. Pre zlepšenie ukazovateľov likvidity môžu vlastníci podniku rozhodnúť o preklopení časti alebo celej pohľadávky spoločníkov voči spoločnosti APC do vlastného kapitálu spoločnosti, čím by sa tento zvýšil a nadobudol by kladnú hodnotu a záväzky voči spoločníkom a združeniu by sa znížili. Celková bilancia by sa tým zlepšila. Pri rozhodnutí o preklopení 2/3 pohľadávky spoločníkov voči spoločnosti APC do základného imania, čo predstavuje z celkovej výšky približne 300.000,- € zhruba 200.000,- € som vypočítala, že hodnoty jednotlivých likvidít by sa zlepšili, najmä hodnoty pohotovej likvidity by takmer dosahovali odporúčanú hodnotu.

Analýza aktivity

**Ukazovatele aktivity, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Aktivita</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Obrat aktív</td>
<td>4,36</td>
<td>4,40</td>
<td>4,39</td>
<td>4,46</td>
<td>4,28</td>
<td>4,62</td>
<td>4,82</td>
</tr>
<tr>
<td>Obrat zásob</td>
<td>43295,00</td>
<td>360,80</td>
<td>46,96</td>
<td>33,85</td>
<td>28,80</td>
<td>19,38</td>
<td>17,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Doba obratu zásob</td>
<td>0,01</td>
<td>1,00</td>
<td>7,67</td>
<td>10,64</td>
<td>12,50</td>
<td>18,57</td>
<td>20,98</td>
</tr>
<tr>
<td>Obrat pohľadávok</td>
<td>5,47</td>
<td>14,37</td>
<td>6,78</td>
<td>6,89</td>
<td>6,53</td>
<td>7,98</td>
<td>7,50</td>
</tr>
<tr>
<td>Doba obratu pohľadávok</td>
<td>65,81</td>
<td>25,04</td>
<td>53,11</td>
<td>52,26</td>
<td>54,01</td>
<td>45,11</td>
<td>47,99</td>
</tr>
<tr>
<td>Obrat krátkodobých záväzkov</td>
<td>4,85</td>
<td>10,34</td>
<td>3,33</td>
<td>3,01</td>
<td>3,23</td>
<td>7,06</td>
<td>5,73</td>
</tr>
<tr>
<td>Doba obratu krátk. záväzkov</td>
<td>74,24</td>
<td>34,82</td>
<td>107,95</td>
<td>119,78</td>
<td>111,43</td>
<td>50,96</td>
<td>62,85</td>
</tr>
<tr>
<td>Obchodný deficit</td>
<td>-8,43</td>
<td>-9,77</td>
<td>-54,85</td>
<td>-67,52</td>
<td>-56,32</td>
<td>-5,84</td>
<td>-14,86</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Ukazovatele aktivity – konkurenčný podnik, roky 2005 – 2008 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Aktivita</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Obrat aktív</td>
<td>3,23</td>
<td>2,76</td>
<td>2,72</td>
<td>3,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Obrat zásob</td>
<td>8,87</td>
<td>11,82</td>
<td>19,48</td>
<td>12,86</td>
</tr>
<tr>
<td>Doba obratu zásob</td>
<td>40,58</td>
<td>30,46</td>
<td>18,48</td>
<td>28,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Obrat pohľadávok</td>
<td>6,40</td>
<td>4,70</td>
<td>4,92</td>
<td>8,27</td>
</tr>
<tr>
<td>Doba obratu pohľadávok</td>
<td>56,26</td>
<td>76,59</td>
<td>73,23</td>
<td>43,56</td>
</tr>
<tr>
<td>Obrat krátk. Záväzkov</td>
<td>5,89</td>
<td>4,98</td>
<td>5,06</td>
<td>5,32</td>
</tr>
<tr>
<td>Doba obratu krátk. Záväzkov</td>
<td>61,10</td>
<td>72,30</td>
<td>71,10</td>
<td>67,73</td>
</tr>
<tr>
<td>Obchodný deficit</td>
<td>-4,84</td>
<td>4,30</td>
<td>2,14</td>
<td>-24,17</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Analýza aktivity podáva vedeniu podniku informácie o tom, ako účinne podnik svoj majetok využíva. Pokiaľ podnik svoj majetok využíva nedostatočne, je to rovnako zlé, ako keď má podnik majetku priveľa.

V hore uvedenej tabuľke môžeme vidieť ukazovatele aktivity spoločnosti APC, s. r. o. v rokoch 2005 – 2011 a v nasledujúcej tabuľke ukazovatele aktivity konkurenčnej spoločnosti.


u konkurenčného podniku je vzhľadom na nižšie hodnoty obrátkovosti dlhšia ako u spoločnosti APC.


Analýza zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti slúžia vedeniu podniku pre monitorovanie finančnej štruktúry podniku. Hodnoty jednotlivých ukazovateľov zadlženosti APC sú zaznamenane v hore uvedenej tabuľke a hodnoty konkurenčného podniku sú zaznamenané v nasledujúcej tabuľke.

| Ukazovatele zadlženosti, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie) |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Zadlženosť      | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  |
| Celková zadlženosť | 91 %  | 44 %  | 136 % | 151 % | 137 % | 128 % | 151 % |
| Miera zadlženosť   | 1106 % | 80 %  | -378 % | -296 % | -372 % | -464 % | -297 % |
| Úrokové krytie     | 200,00 | 418,31 | -18,42 | 8,72  | 6,23  | -6,58 |
| Doba splácania dlhov | X    | 0,39  | -98,86 | 2,47  | 1,40  | 1,18  | 2,32  |

| Ukazovatele zadlženosti – konkurenčný podnik, roky 2005 – 2008 (Vlastné spracovanie) |
|-----------------|--------|--------|--------|
| Zadlženosť      | 2005  | 2006  | 2007  |
| Celková zadlženosť | 103 % | 101 % | 99 %  |
| Miera zadlženosť   | -3060 % | -7877 % | 7466 % |
| Úrokové krytie     | 1,45  | 1,46  | 2,32  |
| Doba splácania dlhov | x      | x      | x      |

Celková zadlženosť podniku podáva informácie o výške rizika, ktoré podnik podstupuje využívaním cudzích zdrojov. Odporúčená hodnota pre tento ukazovateľ je 30 % - 60 %. Najoptimálnejšiu hodnotu 44 % dosahuje celková zadlženosť podniku v roku 2006.


Dobu splácania dlhov v roku 2005 nemôžeme určiť, pretože firma v tomto roku ešte neevalovala cash flow. Tento ukazovateľ vyjadruje, za kol’ko by bol podnik schopný vlastnými

Pre zlepšenie ukazovateľov zadlženosti môžu vlastníci podniku rozhodnúť o preklopení časti alebo celej pohľadávky voči spoločnosti APC do vlastného imania spoločnosti, čím by sa vlastný kapitál zvýšil a nadobudol by kladnú hodnotu výnosu a záväzky voči spoločníkom a združeniu by sa znižili.

**Analýza majetkovej a finančnej štruktúry podniku**

Ukazovatele majetkovej a finančnej štruktúry podniku poskytujú informácie o tom, či je podnik prekapitalizovaný alebo podkapitalizovaný, alebo či dáva prednosť stabilite pred výnosom, či naopak výnosu pred stabilitou. Hodnoty týchto ukazovateľov sú obsiahnuté v dolu uvedených tabuľkách.

**Majetková a finančná štruktúra podniku, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Majetková a fin. štruktúra</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Krytie dlh. maj. vlastným kap.</td>
<td>0,46</td>
<td>2,75</td>
<td>-1,51</td>
<td>-2,79</td>
<td>-2,03</td>
<td>-2,33</td>
<td>-6,99</td>
</tr>
<tr>
<td>Krytie DM dlh. cudzími zdrojmi</td>
<td>0,49</td>
<td>2,79</td>
<td>-1,46</td>
<td>-2,77</td>
<td>-2,01</td>
<td>-2,22</td>
<td>-6,90</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Majetková a finančná štruktúra podniku – konkurenčný podnik, roky 2005 – 2008 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Majetková a fin. štruktúra</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Krytie dlh. maj. vlastným kap.</td>
<td>-0,29</td>
<td>-0,08</td>
<td>0,07</td>
<td>0,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Krytie DM dlh. cudzími zdrojmi</td>
<td>3,77</td>
<td>1,71</td>
<td>0,51</td>
<td>0,40</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Ak je výsledok ukazovateľa krytie dlhodobého majetku vlastným kapitálm vyšší ako 1, znamená to, že podnik dáva prednosť stabilite pred výnosom. Pokiaľ je výsledok tohto ukazovateľa nižší ako 1, podnik dáva prednosť výnosu pred stabilitou. Podnik APC má hodnotu tohto ukazovateľa vyššiu ako 1 iba v roku 2006, čiže v tomto roku dáva prednosť stabilite pred výnosom. V ostatných rokoch je hodnota tohto ukazovateľa menšia ako 1, podnik teda dáva prednosť výnosu pred stabilitou a v rokoch 2007 až 2011 je hodnota tohto ukazovateľa dokonca záporná, čo je spôsobené tým, že v týchto rokoch bola hodnota vlastného kapitálu spoločnosti APC záporná. Konkurenčný podnik dáva vo všetkých sle-
dovaných rokoch prednosť výnosu pred stabilitou, v rokoch 2005 a 2006 je hodnota tohto ukazovateľa záporná z dôvodu zápornej hodnoty vlastného kapitálu.


Analýza rentability

Ukazovatele rentability podávajú vedeniu podniku informácie o tom, ako efektívne podnik využíva vložený kapitál. Hodnoty jednotlivých ukazovateľov sú zaznamenané v dole uvedených tabuľkách.

**Ukazovatele rentability, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rentabilita</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ROA – Rentabilita cel. kapitálu</td>
<td>6,04 %</td>
<td>67,32 %</td>
<td>-35,74 %</td>
<td>-13,45 %</td>
<td>29,70 %</td>
<td>20,68 %</td>
<td>-20,85 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROE – Rentabilita vl. kapitálu</td>
<td>64,76 %</td>
<td>97,70 %</td>
<td>105,27 %</td>
<td>29,39 %</td>
<td>-73,23 %</td>
<td>-54,00 %</td>
<td>46,18 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROS – Rentabilita tržieb</td>
<td>1,23 %</td>
<td>12,29 %</td>
<td>-8,60 %</td>
<td>-3,37 %</td>
<td>6,30 %</td>
<td>3,21 %</td>
<td>-4,85 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROI – Rentabilita úpl. kapitálu</td>
<td>42,96 %</td>
<td>97,70 %</td>
<td>-94,70 %</td>
<td>-83,49 %</td>
<td>66,77 %</td>
<td>31,80 %</td>
<td>-88,30 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Ukazovatele rentability – konkurenčný podnik, roky 2005 – 2008 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rentabilita</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ROA – Rentabilita cel. kapitálu</td>
<td>8,23 %</td>
<td>-4,56 %</td>
<td>5,45 %</td>
<td>2,97 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROE – Rentabilita vl. kapitálu</td>
<td>-73,12 %</td>
<td>-84,47 %</td>
<td>183,98 %</td>
<td>11,00 %</td>
</tr>
<tr>
<td>ROS – Rentabilita tržieb</td>
<td>0,76 %</td>
<td>0,39 %</td>
<td>0,89 %</td>
<td>0,06 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

si prenajíma od spoločnosti SAZ, s. r. o. Po započítaní hodnoty prenájmu v jednotlivých rokoch do aktiv podniku sa hodnoty rentability celkového kapitálu znížili. V roku 2006 vyšla hodnota ROA 50,50 %, v roku 2009 19,25 % a v roku 2010 12,28 %.

Hodnota rentability celkového kapitálu konkurenčnej spoločnosti dosahuje najvyššiu hodnotu v roku 2005, konkrétne 8,23 %, avšak tento ukazovateľ zaznamenáva u konkurenčnej spoločnosti klesajúci trend s výnimkou roku 2007, kedy sa hodnota tohto ukazovateľa mierne zvýšila.


Rentabilita tržieb ROS vyjadruje ziskovú maržu spoločnosti APC. Rentabilita tržieb je najvyššia taktiež v roku 2006 a jej hodnota je 12,29 %. V rokoch 2007, 2008 a 2011 má tento ukazovateľ zápornú hodnotu, pretože hospodársky výsledok je záporný. U konkurenčného podniku dosahuje rentabilita tržieb pomerne veľmi nízkych hodnôt, ktoré sa pohybujú v sledovanom období niekoľko desatin nad 0 %.

Rentabilita úplatného kapitálu ROI vyjadruje výnosnosť vloženého kapitálu do podniku. Najvyššiu hodnotu dosahuje tento ukazovateľ v roku 2006, konkrétne 97,70 %. Na konci

Vplyv zadlženosti na rentabilitu vlastného kapitálu

Na rentabilitu vlastného kapitálu (ROE) vplývajú 2 protichodné faktory, a to úroková redukcia zisku (nákladové úroky na cudzí kapitál môžeme odčítať od základu dane) a finančná páka (je tým váčšia, čim váčši je podiel cudzieho kapitálu a čím váčši je rozdiel medzi rentabilitou vloženého kapitálu a nákladovými úrokom). Čím váčši je však podiel cudzích zdrojov, tým vyššie sú aj nákladové úroky. Keďže tieto znižujú zisk, znižujú tak aj podiel na zisku jednotlivých investorov (Kotulič, Király a Rajčániová, 2007, s. 68 – 69).

Spoločný vplyv oboch týchto faktorov môžeme vyjadriť pomocou multiplikátora vlastného kapitálu, kde platí (Kotulič, Király a Rajčániová, 2007, s. 68 – 69):

\[
\frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{VK} > 1
\]

\[(33)\]

**Multiplikátor vlastného kapitálu, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)**

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EBT / EBIT</td>
<td>1,00</td>
<td>1,00</td>
<td>1,05</td>
<td>1,22</td>
<td>0,89</td>
<td>0,84</td>
<td>1,15</td>
</tr>
<tr>
<td>A / VK</td>
<td>12,12</td>
<td>1,80</td>
<td>-2,79</td>
<td>-1,96</td>
<td>-2,72</td>
<td>-3,64</td>
<td>-1,97</td>
</tr>
<tr>
<td>Multiplikátor</td>
<td>12,06</td>
<td>1,80</td>
<td>-2,94</td>
<td>-2,39</td>
<td>-2,40</td>
<td>-3,05</td>
<td>-2,27</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Ďalšie ukazovatele

Ďalšie ukazovatele spoločnosti APC, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Ďalšie ukazovatele</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Pridaná hodnota / Tržby</td>
<td>0,20</td>
<td>0,33</td>
<td>0,14</td>
<td>0,20</td>
<td>0,32</td>
<td>0,31</td>
<td>0,22</td>
</tr>
<tr>
<td>Prev. cash flow / Tržby</td>
<td>x</td>
<td>0,25</td>
<td>0,00</td>
<td>0,14</td>
<td>0,22</td>
<td>0,23</td>
<td>0,13</td>
</tr>
<tr>
<td>Pridaná hodnota / Zam.</td>
<td>4 497</td>
<td>11 093</td>
<td>3 540</td>
<td>5 834</td>
<td>6 866</td>
<td>7 093</td>
<td>5 613</td>
</tr>
<tr>
<td>Tržby / Počet zam.</td>
<td>22 455</td>
<td>33 779</td>
<td>25 684</td>
<td>28 886</td>
<td>21 181</td>
<td>22 671</td>
<td>25 850</td>
</tr>
<tr>
<td>Výnosy / Prid. hodnota</td>
<td>5,46</td>
<td>3,08</td>
<td>7,36</td>
<td>5,02</td>
<td>3,08</td>
<td>3,24</td>
<td>4,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Mzdové náklady / Zam.</td>
<td>2 974</td>
<td>3 773</td>
<td>3 835</td>
<td>4 318</td>
<td>3 600</td>
<td>3 827</td>
<td>4 626</td>
</tr>
<tr>
<td>EBT / Mzdové náklady</td>
<td>0,10</td>
<td>1,36</td>
<td>-0,57</td>
<td>-0,25</td>
<td>0,36</td>
<td>0,22</td>
<td>-0,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Osobné náklady / Tržby</td>
<td>0,18</td>
<td>0,16</td>
<td>0,21</td>
<td>0,21</td>
<td>0,24</td>
<td>0,24</td>
<td>0,25</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákladové úroky / Tržby</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,01</td>
<td>0,01</td>
<td>0,01</td>
<td>0,01</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady / Výnosy</td>
<td>0,99</td>
<td>0,88</td>
<td>1,08</td>
<td>1,03</td>
<td>0,94</td>
<td>0,96</td>
<td>1,05</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Ďalšie ukazovatele – konkurenčný podnik, roky 2005 – 2008 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Ďalšie ukazovatele</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Pridaná hodnota / Tržby</td>
<td>0,31</td>
<td>0,31</td>
<td>0,32</td>
<td>0,34</td>
</tr>
<tr>
<td>Pridaná hodnota / Zam.</td>
<td>16 575</td>
<td>20 039</td>
<td>24 129</td>
<td>27 515</td>
</tr>
<tr>
<td>Tržby / Počet zam.</td>
<td>53 799</td>
<td>65 257</td>
<td>74 550</td>
<td>80 248</td>
</tr>
<tr>
<td>Výnosy / Prid. hodnota</td>
<td>3,44</td>
<td>3,25</td>
<td>3,15</td>
<td>3,10</td>
</tr>
<tr>
<td>Mzdové náklady / Zam.</td>
<td>11 424</td>
<td>13 043</td>
<td>16 291</td>
<td>19 328</td>
</tr>
<tr>
<td>EBT / Mzdové náklady</td>
<td>0,04</td>
<td>0,03</td>
<td>0,05</td>
<td>0,01</td>
</tr>
<tr>
<td>Osobné náklady / Tržby</td>
<td>0,30</td>
<td>277,07</td>
<td>0,30</td>
<td>0,35</td>
</tr>
<tr>
<td>Nákladové úroky / Tržby</td>
<td>0,02</td>
<td>0,01</td>
<td>0,01</td>
<td>0,01</td>
</tr>
<tr>
<td>Náklady / Výnosy</td>
<td>0,99</td>
<td>1,00</td>
<td>0,99</td>
<td>1,00</td>
</tr>
</tbody>
</table>


Ukazovateľ Mzdové náklady/Počet zamestnancov v sledovanom období postupne rastie až do roku 2009. V tomto roku nastalo mierne zniženie tohto ukazovateľa z dôvodu prudšieho poklesu mzdových nákladov, čo vypovedá o protikrízových opatreniach prijímaných v súvislosti so znižovaním miezd. Od roku 2010 sa hodnota tohto ukazovateľa opäť zvyšuje,
čo spôsobuje miernejší pokles mzdových nákladov oproti predchádzajúcim rokom a prudší pokles počtu pracovníkov. U konkurenčnej spoločnosti má tento ukazovateľ rastúci trend.


Ukazovateľ Nákladové úroky/Tržby je v podstate nulový, pretože pomery nákladových úrokov oproti dosiahnutým tržbám je veľmi nízky, čo je pozitívne. Podobne je na tom aj konkurenčný podnik.


Porovnanie vybraných pomerových ukazovateľov spoločnosti APC, s. r. o. a konkurenčného podniku v roku 2008

### Porovnanie spoločnosti APC s konkurenčným podnikom v roku 2008 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rok 2008</th>
<th>Ukazovateľ</th>
<th>APC, s. r. o.</th>
<th>Konkurenčný podnik</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Rentabilita</td>
<td>A1 ROA</td>
<td>-13,45%</td>
<td>2,97%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>A2 ROE</td>
<td>29,39%</td>
<td>11,00%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>A3 ROS</td>
<td>-3,37%</td>
<td>0,06%</td>
</tr>
<tr>
<td>Likvidita</td>
<td>B1 Bežná likvidita</td>
<td>0,55</td>
<td>1,23</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>B2 Pohotovostná likvidita</td>
<td>0,46</td>
<td>0,82</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>B3 Okamžitá likvidita</td>
<td>0,02</td>
<td>0,17</td>
</tr>
<tr>
<td>Aktivita</td>
<td>C1 Obrat aktív</td>
<td>4,46</td>
<td>3,05</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>C2 Obrat pohľadávok</td>
<td>6,94</td>
<td>8,27</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>C3 Obrat záväzkov</td>
<td>3,01</td>
<td>5,32</td>
</tr>
<tr>
<td>Zadlženosť</td>
<td>D1 Celková zadlženosť</td>
<td>151%</td>
<td>98%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>D2 Miera zadlžeností</td>
<td>-296%</td>
<td>6362%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>D3 Úrokové krytie</td>
<td>-4,59</td>
<td>1,25</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Súhrnné ukazovatele hospodárenia

V rámci súhrnných ukazovateľov hospodárenia spracujem Altmanov model a Index IN05 (Opatovská, 2010):

![Diagram](image-url)
Z – skóre (Altmanov model)

Z – skóre spoločnosti APC, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Ukazovateľ/Rok</th>
<th>Postup výpočtu</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>X1 WC / Aktíva</td>
<td></td>
<td>-0,079</td>
<td>0,371</td>
<td>-0,541</td>
<td>-0,668</td>
<td>-0,509</td>
<td>0,224</td>
<td>0,083</td>
</tr>
<tr>
<td>X2 Nerozd. zisky / Aktíva</td>
<td></td>
<td>0,008</td>
<td>0,000</td>
<td>0,000</td>
<td>0,000</td>
<td>0,000</td>
<td>0,000</td>
<td>0,000</td>
</tr>
<tr>
<td>X3 EBIT / Aktíva</td>
<td></td>
<td>0,060</td>
<td>0,673</td>
<td>-0,357</td>
<td>-0,134</td>
<td>0,297</td>
<td>0,207</td>
<td>-0,209</td>
</tr>
<tr>
<td>X4 Tržná hodnota VK / Cudzie zdr.</td>
<td></td>
<td>0,090</td>
<td>1,248</td>
<td>-0,264</td>
<td>-0,338</td>
<td>-0,269</td>
<td>-0,216</td>
<td>-0,336</td>
</tr>
<tr>
<td>X5 Tržby / Aktíva</td>
<td></td>
<td>4,761</td>
<td>4,452</td>
<td>4,452</td>
<td>4,522</td>
<td>4,281</td>
<td>4,622</td>
<td>4,822</td>
</tr>
<tr>
<td>Z - skóre</td>
<td></td>
<td>4,927</td>
<td>7,325</td>
<td>2,834</td>
<td>3,474</td>
<td>4,717</td>
<td>5,326</td>
<td>4,083</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Interpretácia výsledku Z-skóre:

Z-skóre je vyššie ako 2,99 – podnik je finančne zdravý
Z-skóre je medzi 1,81 až 2,99 – podnik sa nachádza v šedej zóne
Z-skóre je menšie ako 1,81 – podnik má problémy


Index IN

Pre výpočet súhrnného ukazovateľa Indexu IN som si zvolila verziu Index IN05 preto, lebo je aktualizáciou Indexu IN01, ktorý je spojnený Indexu IN95 a IN99. Index IN95 je zameraný na veriteľa a podáva informáciu, či podnik tvorí hodnotu pre veriteľa. Index IN99 je index zameraný na vlastníka a podáva informáciu, či podnik tvorí hodnotu pre vlastníka. Výsledky Indexu IN05 sú zaznamenané v dole uvedenej tabuľke.

Index IN05, roky 2005 – 2011 (Vlastné spracovanie)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Ukazovateľ/Rok</th>
<th>Postup výpočtu</th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>X1 Celkový kap. / Cudzí kap.</td>
<td></td>
<td>1,096</td>
<td>2,253</td>
<td>0,737</td>
<td>0,662</td>
<td>0,731</td>
<td>0,784</td>
<td>0,664</td>
</tr>
<tr>
<td>X2 EBIT / Nákladové úroky</td>
<td></td>
<td>200,000</td>
<td>418,310</td>
<td>-18,419</td>
<td>-4,586</td>
<td>8,718</td>
<td>6,225</td>
<td>-6,585</td>
</tr>
<tr>
<td>X3 EBIT / Celkový kapitál</td>
<td></td>
<td>0,060</td>
<td>0,673</td>
<td>-0,357</td>
<td>-0,134</td>
<td>0,297</td>
<td>0,207</td>
<td>-0,209</td>
</tr>
<tr>
<td>X4 Výnosy / Celkový kapitál</td>
<td></td>
<td>4,761</td>
<td>4,452</td>
<td>4,452</td>
<td>4,522</td>
<td>4,270</td>
<td>4,687</td>
<td>4,813</td>
</tr>
<tr>
<td>X5 OA / Krátkodobé záväzky</td>
<td></td>
<td>0,912</td>
<td>1,871</td>
<td>0,577</td>
<td>0,550</td>
<td>0,616</td>
<td>1,342</td>
<td>1,098</td>
</tr>
<tr>
<td>Index IN05</td>
<td></td>
<td>9,461</td>
<td>20,768</td>
<td>-1,055</td>
<td>0,375</td>
<td>2,560</td>
<td>2,267</td>
<td>0,115</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Interpretácia výsledkov indexu je nasledovná:
IN01 > 1,6 = podnik dosahuje uspokojivú finančnú situáciu
IN01 < 0,9 = podnik smeruje k bankrotu, je ohrozený vážnymi finančnými problémami
IN01 je v intervale 0,9 až 1,6 = šedá zóna

Z výsledkov Indexu IN05 môžeme vyčítať, že vo všetkých rokoch sledovaného obdobia okrem rokov 2007, 2008 a 2011 dosahuje podnik uspokojivú finančnú situáciu, pretože hodnoty Indexu IN05 sú vyššie ako 1,6. V roku 2007 je hodnota Indexu IN05 záporná a v rokoch 2008 a 2011 je hodnota Indexu IN05 nižšia ako 0,9 čo značí, že podnik je ohrozený vážnymi finančnými problémami. V týchto rokoch podnik dosiahol záporný hospodársky výsledok a tieto výsledky sa potvrdili už v predchádzajúcich analýzach.