

STANOVENIE HODNOTY NÁBYTKÁRSKEHO PODNIKU NA BÁZE METÓDY EKONOMICKEJ PRIDANEJ HODNOTY

DETERMINATION OF FURNITURE COMPANY VALUE BASED ON ECONOMIC VALUE ADDED METHOD

Ivan Volčko - Mariana Sedliačiková – Anna Šatanová

ABSTRACT

The determination of the furniture company value based on economic value added (EVA) was the aim of this paper. The basis for determination of the enterprise value was the enumeration of economic value added of the company for years from 2006 to 2010, identification of the key factors influencing the EVA through its pyramidal decomposition and proposal of a long-term financial plan for period of three years; the creation of that was based on the identified key factors of business performance growth. We can conclude from the obtained results that the indicator of business performance EVA reached relatively high (positive) values in 2006 and 2007. The year 2008 was a loss for the company. In 2009 the company created a value of 5 545.94 €, but in 2010 the company got back into red numbers, it means the company did not create any value for its owners. The main factors that affect positively the creation of the value are: increased rate of capital turnover, decline of depreciation in the share of revenues, claims reduction, reduction of invested capital, and decline share of foreign capital in total capital. The greatest negative impact on value creation have: the fall of indicator RONA, decline the return of sales, the growth of share of personnel costs on sales, growth of indicator (other income - other expenses) / sales, decreased sales, increase of equity on total capital, growth of costs of foreign capital and equity. Based on the quantification of factors with positive and negative effects, we simulated the changes in these factors and their impact on enterprise value. The value of the analyzed furniture company was established based on methods of economic value of 2 059 94. 97 € to January 1st, 2011. Economic value added has an important place in the evaluation of business performance, but even that its use is not widespread in practice of market business valuation.

Key words: measurement of the enterprise performance, indicators, enterprise value, economic value added.

ÚVOD

Adaptácia podnikov v dynamickom prostredí trhu predstavuje reakciu na nové impulzy a externé vplyvy. Prekonanie krízového obdobia znamená pre podnik hľadanie alternatívnych možností a riešení k zaužívaným princípom manažmentu rizika. Súčasťou

tohto procesu je prehodnotenie súčasných metód a postupov slúžiacich na meranie výkonnosti podniku a napĺňanie dlhodobých cieľov súvisiacich s prosperitou podniku v budúcnosti. Podniky, ktoré neboli schopné prispôbiť sa globálnemu turbulentnému prostrediu trhu, neboli ani schopné prekonať krízové obdobia bez vážnejších následkov v podobe finančnej straty či likvidácie. Aplikáciou ukazovateľov merania finančnej výkonnosti v procese merania ekonomickej efektívnosti podniku získame údaje, ktorých vyhodnotením bude možné zhodnotiť nielen dynamiku vývoja vybraných podnikov, ale aj formulovať odporúčania, ktoré by mohli zmierniť prejavy novej budúcej krízy na ich výkonnosť. Mnohí podnikoví manažéri si už dávno uvedomili, že hodnotiť výkonnosť firmy iba na základe zisku či tržieb nestačí. Finančné výsledky poskytujú totiž skôr náhľad do minulosti a hovoria iba málo o perspektívach firmy. Preto viaceré podniky začali postupne opúšťať tradičný účtovnícky pohľad na výkonnosť a prestali brať účtovníctvo ako jediný základ pre meranie výkonnosti. Moderné prístupy vnímajú financie iba ako jeden z mnohých ukazovateľov. Aby manažment firmy bol schopný efektívne pracovať, musí si stanoviť ciele, ktoré chce dosiahnuť, musí mať k dispozícii presné čísla, ktoré odzrkadľujú stav za sledované obdobie a taktiež vyznávať určitú filozofiu riadenia (SEDLIAČIKOVÁ 2004). Všetky tieto podmienky spĺňa koncept ekonomickej pridanej hodnoty (EVA) patriaci k moderným prístupom merania výkonnosti podnikov, ktorý stanovuje cieľ dosiahnuť čo najväčšiu pridanú hodnotu pre vlastníkov podniku, umožňuje meranie podnikovej výkonnosti a taktiež predstavuje systém integrovaného finančného manažmentu. Cieľom príspevku je prostredníctvom vykonaných analýz vo vybranom nábytkárskom podniku stanovenie jeho hodnoty na báze metódy ekonomickej pridanej hodnoty. Výhodiskom pre stanovenie hodnoty podniku je výpočet ekonomickej pridanej hodnoty podniku, identifikácia kľúčových faktorov ovplyvňujúcich EVA prostredníctvom jej pyramidálneho rozkladu a návrh dlhodobého finančného plánu na obdobie troch rokov, pri ktorého tvorbe sa bude vychádzať z identifikovaných kľúčových faktorov rastu výkonnosti podniku.

PROBLEMATIKA

Výkonnosť podniku je v širšom zmysle slova predmetom záujmu vlastníkov, ale aj ďalších zainteresovaných subjektov, ktorými sú: manažéri, zamestnanci, dodávatelia a odberatelia, obec, región ako aj štát. Pojem záujem sa používa v zmysle tvorby hodnoty, resp. prospechu, ktorý podnik jednotlivým zainteresovaným stranám prináša.

Ako uvádzajú (MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2005), vo väčšine podnikov sú obmedzujúcimi faktormi zvyšovania výkonnosti podniku najmä: dopyt na trhu po rozsahu a štruktúre výkonov, výrobná kapacita, ak je dopyt na trhu väčší ako disponibilná kapacita výroby, rýchlosť reakcie podniku na požiadavky zákazníkov, ako aj kvalifikačná štruktúra a adaptabilita zamestnancov.

Úlohou vrcholového manažmentu je určiť základný, rozhodujúci faktor obmedzujúci výkonnosť a na jeho základe rozpracovať ekonomické ciele, o ktorých plnenie sa bude podnik usilovať.

Medzi faktory zvyšujúce výkonnosť podniku patria: stratégia (náležite spracovaná a vierohodná), vysoká produktivita, dobrá správa aktív, inovatívne produkty, služby a procesy, dobrá reputácia medzi zákazníkmi a ďalšími záujmovými skupinami (WAGNER 2009).

Jedným z kľúčových faktorov (value drivers) výkonnosti firmy a následnej tvorby hodnoty je konkurencieschopnosť firmy a konkurenčná výhoda. Firma disponuje konkurenčnou výhodou vtedy, keď jej prevaha nad konkurentmi zaisťuje dostatočné

množstvo zákazníkov a chráni ju pred silou konkurencie. Základnými zdrojmi konkurenčnej výhody firmy sú jednak originálne schopnosti a kompetencie vlastnej konkrétnej firmy, ale aj reprodukovateľné schopnosti a kompetencie vlastné viacerým firmám.

Za posledných niekoľko rokov sme boli svedkami viac alebo menej úspešných pokusov o implementáciu rôznych nových prístupov v manažmente, ktoré majú ale spoločný cieľ – zefektívnenie činnosti a zvyšovanie výkonnosti podniku. Za zmienenie stojí zlepšovanie organizačnej štruktúry (lean management, flat organisation, team building), kontinuálne zlepšovanie procesov (empowerment, continuous improvement, kaizen), reengineering a iné. Tieto systémy často nespĺnili na nich kladené očakávania, pretože ciele, ktoré definovali, neboli poňaté komplexne, boli nejasné a hlavne nedokázali vhodne prepojiť faktory determinujúce tvorbu hodnoty – akcelerátory tvorby hodnoty (value drivers) s vrcholovým cieľom podniku (ŠATANOVÁ, POTKÁNY 2004). Systémy založené na exaktných finančných ukazovateľoch si zachovávajú vlastnosti aj nedostatky základných ukazovateľov finančnej analýzy (BIERNACKA 2004). Tieto nedostatky znehodnocujú snahu pre konštrukciu kľúčových faktorov výkonnosti, tzv. Value Drivers Tree, ktorý by mal vzniknúť rozložením týchto ukazovateľov do ďalších čiastkových ukazovateľov nižšej úrovne a pomocou faktorovej analýzy definovať jednotlivé vplyvy, ktoré vplyvajú na tvorbu hodnoty, a tým identifikovať kľúčové elementy výkonnosti podniku. Do systému sa musia vhodne zapracovať aj nefinančné ukazovatele. Tieto ukazovatele (non-financial indicators) nie sú na rozdiel od finančných ukazovateľov založené na účtovných štandardoch. Týmito štandardmi nie je možné charakterizovať nefinančné aspekty podnikovej reality, ktoré sú vyjadrené v cieľoch a stratégii firmy a sú rozpracované dovnútra firmy (výroba a produkcia, marketing a predaj, personálne zabezpečenie, výskum a vývoj, a pod.).

Aplikácia ukazovateľa pridanej hodnoty odštartovala proces orientácie na hodnotové riadenie podniku, založené na tvorbe stále rastúcej hodnoty pre akcionárov. Táto orientácia sa nazýva aj Value Based Management alebo hodnotovo orientované riadenie. Hodnotovo orientovaný manažment kladie dôraz na trhovú pridanú hodnotu – Market Value Added (MVA) a na ekonomickú pridanú hodnotu – Economic Value Added (EVA). Vychádza z veličín ako zisk, prípadne peňažné toky, ktoré porovnáva s celkovými vynaloženými nákladmi na kapitál (cost of capital), čím generuje hodnotu vytvorenú pre akcionárov (MARINIČ 2008).

Medzi odborníkmi reprezentovanými poradenskými firmami, univerzitnou sférou a manažermi podniku sa často krát vedie diskusia o voľbe najvhodnejšieho konceptu riadenia a merania výkonnosti podniku. Ukazovatele merania výkonnosti podniku možno rozdeliť na dve základné skupiny: klasické (tradičné) ukazovatele a moderné ukazovatele (HAJDÚCHOVÁ 2011).

Pokiaľ ide o klasické metódy hodnotenia výkonnosti podnikov, systém finančnej analýzy nie je upravený právnymi predpismi, ale aj napriek tomu, že neexistuje oficiálna metodika, vyvinuli sa určité všeobecne prijímané analytické postupy, ktorých hlavným cieľom je podať pravdivý a verný obraz o majetkovej a finančnej situácii v podniku externým a interným užívateľom. Základné techniky vychádzajú z metód založených na spracovaní údajov obsiahnutých vo finančných výkazoch a údajov z nich odvodených. Ako uvádzajú (BREALEY, MYERS 1991), medzi základné tradičné ukazovatele výkonnosti podniku patria: čistý zisk (EAT), zisk pred zdanením (EBT), zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT), zisk pred úrokmi zdanením a odpismi EBITDA, rentabilita aktív (ROA), rentabilita vlastného kapitálu (ROE), rentabilita vloženého kapitálu (ROI), rentabilita tržieb (ROS).

Ako uvádza (MARINIČ 2008), medzi základné moderné ukazovatele merania výkonnosti podnikov patria: ekonomická pridaná hodnota (EVA – Economic Value Added), trhovú pridaná hodnota (MVA – Market Value Added), peňažná pridaná hodnota (CVA – Cash Value Added), cash flow pridaná ekonomická hodnota (CEVA – Cash Economic Value Added), pridaná hodnota pre akcionárov (SVA – Shareholder Value Added), rentabilita čistých aktív (RONA – Return on Net Assets).

Začiatkom deväťdesiatych rokov minulého storočia americká poradenská firma Stern, Stewart & Co. spracovala a v roku 1991 publikovala svoj koncept Economic Value Added (EVA) ako „operating profits less the cost of all capital employed to produce those earnings“, t.j. operatívny zisk znížený o náklady na kapitál prispievajúci k tvorbe zisku (PAVELKOVÁ, KNÁPKOVÁ 2005). Ukazovateľ EVA preferuje ekonomický zisk, tzn. zisk tvorený rozdielom medzi výnosmi kapitálu a ekonomickými nákladmi, teda nákladmi, ktoré okrem účtovných nákladov zahŕňajú i tzv. oportunitné náklady. V praxi sú oportunitnými nákladmi predovšetkým úroky z vlastného kapitálu podnikateľa vrátane odmeny za riziko a prípadne jeho ušlá mzda. Rozdiel medzi tradičným účtovným ziskom a ekonomickým ziskom vyplýva z nasledovného porovnania:

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

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

Pozitívne hodnotenie podnikovej výkonnosti je len v prípade, ak $EVA > 0$. To je prípad, keď výnos z kapitálu je väčší ako jeho cena, tzn. že vtedy podnik svojim vlastníkom hodnotu „tvorí“. Ak je $EVA < 0$, výnos je menší ako náklad, podnik hodnotu „ničí“. Ekonomický zisk sa označuje tiež ako nadzisk (KISLINGEROVÁ 2002).

U mnohých podnikov sa objavuje potreba orientácie na hodnotovo orientované riadenie. Dôvodom je otváranie sa firmám vonkajšiemu prostrediu a zmena orientácie riadenia podniku v dôsledku konkurenčného boja o získanie kapitálu na globálnom kapitálovom trhu a umiestňovanie akcií na svetových burzách (VOLČKO 2011). Výsledkom je vytvorenie teórie analýzy hodnoty pre akcionárov (SHV), na základe ktorej vznikol hodnotový manažment (Value-Based Management).

Z existujúcich metód sa podľa výsledkov prieskumu (STRAPKOVÁ 2011) najviac využívajú metódy trhového porovnávania (väčšinou sú používané pomerové ukazovatele založené na EBITDA, EBIT a tržbách). Tieto metódy sú využívané najmä manažermi private equity fondov a závislými finančnými poradcami. Naopak, nezávislí finanční poradcovia najviac využívajú pre ocenenie podniku metódy založené na diskontovanom cash flow.

METODIKA

Východiskom pre stanovenie hodnoty vybraného nábytkárskeho podniku je výpočet ekonomickej pridanej hodnoty podniku za minulé obdobie, identifikácia kľúčových faktorov ovplyvňujúcich EVA prostredníctvom jej pyramídálneho rozkladu a návrh dlhodobého finančného plánu na obdobie troch rokov, pri ktorého tvorbe sa vychádzalo z identifikovaných kľúčových faktorov rastu výkonnosti podniku.

Pri výpočte ukazovateľa EVA za minulé obdobie rokov 2006 až 2010 bol použitý vzťah (MARINIČ 2008):

$$EVA = NOPAT - (WACC \times C) \quad [1]$$

kde:

- NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – zisk z operatívnej (hlavnej) činnosti podniku po zdanení
- C (Capital) – kapitál viazaný v aktívach, ktoré slúžia k operatívnej činnosti podniku
- WACC (Weighted Average Cost of Capital) – priemerné vážené náklady kapitálu

Pre stanovenie hodnoty ukazovateľa EVA bolo potrebné previesť určité úpravy základných položiek, a to úpravy NOA, NOPAT a WACC.

1. Prepočet čistých operatívnych aktív - NOA (Net Operating Assets)

Východiskom pre výpočet vloženého kapitálu je súvaha. Je potrebné vymedziť aktíva produkujúce operatívny zisk, kryté týmto kapitálom (NOA). Sú to aktíva kryté vlastným a cudzím úročeným kapitálom (C).

Úprava aktív pre výpočet NOA vychádza z nasledujúcich krokov:

- vylúčenie neoperatívnych aktív,
- aktivácia položiek, ktoré účtovne v aktívach vykazované nie sú,
- zníženie aktív o neúročený cudzí kapitál.

2. Určenie veľkosti operatívneho hospodárskeho výsledku (NOPAT):

- vychádza sa z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti, ktorý zahŕňa prevádzkový hospodársky výsledok a hospodársky výsledok z finančných operácií,
- z finančných nákladov sa vylučujú platené úroky, vrátane implicitných úrokov obsiahnutých v leasingových platbách;

Pri aktivácii nákladov na lízing sa vychádzalo zo vzťahu (STRINKOVÁ 1999):

$$CL = \sum_{t=1}^n LP_t / (1+i)^t + ZC / (1+i)^n \quad [2]$$

- kde: CL – cena predmetu lízingu
 LP_t – lízingová platba v období t
 ZC – zostatková cena predmetu lízingu
 n – doba prenájmu
 i – implicitná úroková miera lízingu

V ďalšom kroku boli z výsledku hospodárenia vylúčené mimoriadne položky:

- mimoriadne výnosy a náklady – zmeny v spôsobe oceňovania majetku, manká a škody a nároky na ich nápravu, tvorba a zaúčtovanie rezerv na náklady charakteru mimoriadnych nákladov,
- mimoriadne položky v nákladoch a výnosoch, ktoré sa svojou výškou nebudú opakovať – náklady na reštrukturalizáciu, predaj dlhodobého majetku a jeho vplyv na náklady a výnosy, rozpustenie nevyužitých rezerv a z toho plynúce výnosy, mimoriadne odpisy majetku.

Do NOPAT je potrebné započítať vplyv zmien vlastného kapitálu:

- vplyv aktivácie nákladov investičnej povahy – náklady na výskum a vývoj je potrebné vypustiť a nahradiť odhadom odpisov aktivovaných nákladov,
- odpisy je potrebné upraviť podľa toho, ako je alebo nie je vykazovaný v súvahe goodwill (opravná položka k získanému majetku) - ak je vykazovaná, sú vykazované aj odpisy,
- do hospodárskeho výsledku je potrebné započítať prípadné zvýšenie alebo zníženie opravných položiek na zásoby a pohľadávky,

- je potrebné vylúčiť z hospodárskeho výsledku tvorbu a čerpanie tichých rezerv, ak ovplyvnili hospodársky výsledok (napr. neúmerne vysoké odpisy, nadmerná tvorba opravných položiek),
- je potrebné zistiť tzv. upravenú daň – je to teoretická daň, ktorá by bola zaplatená z operatívneho hospodárskeho výsledku,
- prepočítanie skutočnej daňovej sadzby (SDS):

$$\text{SDS} = \text{splatnú daň} \times \text{úctovný výsledok hospodárenia} \quad [3]$$

- následne sa NOPAT vynásobí skutočnou daňovou sadzbou,
- ak sa vychádza zo splatnej dane pre daný rok, tak tú je potrebné znížiť alebo zvýšiť o daňovú povinnosť z výnosov a daňové úspory z nákladov, o ktoré sa NOPAT líši proti hospodárskemu výsledku za účtovné obdobie z výsledovky.

3. Určenie nákladov kapitálu (WACC):

Náklady na kapitál sú vo svojej podstate alternatívnym nákladom vlastníkov kapitálu. Sú vypočítané zo vzťahu (BREALEY, MYERS):

$$\text{WACC} = r_e \times E/C + r_D \times D/C \times (1 - T) \quad [4]$$

- kde: r_e – náklad na vlastný kapitál
 r_D – náklad na cudzí kapitál
 E – vlastný kapitál
 D – cudzí, explicitne úročený cudzí kapitál
 C – celkový kapitál ($E + D$)
 T – daňová sadzba z príjmu právnických osôb

Po úprave základných položiek ukazovateľa EVA, t.j. NOPAT, NOA a WACC, bolo potrebné identifikovať kľúčové faktory ovplyvňujúce tento ukazovateľ. Bolo to dosiahnuté pomocou rozloženia ukazovateľa EVA na čiastkové ukazovatele a výpočtom miery ich vplyvu na vrcholový ukazovateľ EVA. Vstupné údaje pre pyramídový rozklad boli čerpané zo súvahy a výkazu ziskov a strát analyzovaného nábytkárskeho podniku a z už upravených položiek EVA – NOA, NOPAT, WACC. Pre kvantifikáciu vplyvu jednotlivých čiastkových ukazovateľov bola použitá funkcionálna metóda. Funkcionálna metóda nie je citlivá na poradie činiteľov pri výpočte a možno ju použiť aj v prípade záporných indexov (ZALAI 2004).

Pre súčin dvoch čiastkových ukazovateľov platí:

$$X = a \times b \quad [5]$$

$$\Delta X_a = X_0 \times A \times (1 + (B/2)) \quad [6]$$

$$\Delta X_b = X_0 \times B \times (1 + (A/2)) \quad [7]$$

$$\text{pričom: } A = \Delta a / a_0 \quad [8]$$

$$B = \Delta b / b_0 \quad [9]$$

Pre podiel dvoch čiastkových činiteľov platí:

$$X = a / b \quad [10]$$

- koeficient zmeny činiteľa v čitateli $A = (a_1 / a_0) - 1$ [11]

- koeficient zmeny činiteľa v menovateli: $B = (b_0 / b_1) - 1$ [12]

Na základe identifikácie kľúčových faktorov ovplyvňujúcich ukazovateľ EVA bol navrhnutý dlhodobý finančný plán podniku na obdobie nasledujúcich troch rokov. Pri jeho

tvorbe bola aplikovaná metodika simulačného modelu tvorby finančného plánu. Ide o projektovanie finančnej stratégie za špecifických predpokladov o budúcnosti. Daným finančným plánom sa ovplyvní budúca výkonnosť podniku pomocou faktorov tvorby hodnoty podniku, ktoré vyplnú z pyramídového rozkladu EVA. Finančný plán vychádza zo skutočných údajov z roku 2010, pričom obsahuje len tie položky, ktoré možno z hľadiska identifikovaných faktorov a požadovaných rastových tendencií kvantifikovať.

Zo zostaveného simulačného modelu finančného plánu sa vypočíta plánovaná ekonomická pridaná hodnota za roky 2011 až 2013. Pri výpočte plánovaného ukazovateľa EVA sa vychádza zo vzťahu [1] a položky NOA, NOPAT a WACC sa opäť upravujú spôsobom, ako pri výpočte ukazovateľa EVA za roky 2006–2010.

Vypočítané hodnoty plánovaného ukazovateľa EVA sa použili pre stanovenie hodnoty podniku s použitím modelu na báze metódy ekonomickej pridanej hodnoty, ktorý je založený na tom, že hodnota firmy sa skladá z dvoch základných častí, a to z časti, ktorá odráža veľkosť investovaného kapitálu akcionárov a veriteľov v účtovnom vyjadrení (parameter C_0) a z časti, ktorá tvorí súčasnú hodnotu budúcich ekonomických pridaných hodnôt.

Hodnotu firmy celkom na báze ekonomickej pridanej hodnoty sa vypočíta zo vzťahu (WAGNER 2009):

$$HVK = \text{Value of Asset} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \quad [13]$$

Prognózovať EVA na dlhú dobu nie je vo väčšine podnikov reálne, a preto bola využitá dvojfázová metóda stanovenia hodnoty podniku. V tomto prípade je hodnota podniku daná súčtom investovaného kapitálu, diskontovanej EVA pre prvú fázu (plán) a trvalej renty z odhadu stálej EVA pre druhú fázu.

Výsledný vzťah pre stanovenie hodnoty podniku bude mať potom tvar (MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2005):

$$HVK = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{(WACC - g) \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad [14]$$

kde: HVK – hodnota vlastného kapitálu podniku

EVA_t – EVA v roku t

NOA_0 – čisté operatívne aktíva k dátumu ocenenia

T – počet rokov explicitne plánovaných EVA

WACC – priemerné náklady kapitálu

D_0 – hodnota úročených dlhov k dátumu ocenenia

A_0 – ostatné, t.j. neoperatívne aktíva k dátumu ocenenia

g – priemerné ročné tempo rastu EVA

VÝSLEDKY A DISKUSIA

Prezentovaná metodika stanovenia hodnoty podniku je aplikovaná a verifikovaná na vybranom nábytkárskom podniku. Pre stanovenie hodnoty ukazovateľa EVA za minulé obdobie rokov 2006 až 2010 bolo potrebné previesť určité úpravy základných položiek ukazovateľa EVA, a to úpravy NOA, NOPAT a WACC. Úpravou a následným výpočtom príslušných veličín sa dospelo k stanoveniu samotného ukazovateľa EVA, ktorého hodnoty za roky 2006–2010 prezentuje tabuľka 1.

Tab. 1 Výpočet ukazovateľa EVA v rokoch 2006–2010.**Tab. 1 Enumeration of indicator EVA in the years 2006–2010.**

Ukazovateľ	2006	2007	2008	2009	2010
NOA (€)	435 734,00	1 044 923,00	1 450 396,00	1 456 437,00	1 017 729,00
NOPAT (€)	177 905,00	196 597,00	63 601,00	89 728,00	58 896,
WACC (%)	7,33	5,70	5,79	5,78	6,25
EVA (€)	145 965,70	137 036,39	-20 376,93	5 545,94	-4 712,06

Z dosiahnutých výsledkov možno konštatovať, že ukazovateľ hodnotenia výkonnosti podniku EVA dosahoval v rokoch 2006 a 2007 pomerne vysoké (kladné) hodnoty. Rok 2008 bol pre podnik stratový. V roku 2009 podnik prispel k tvorbe hodnoty vo výške 5 545,94 €, avšak v roku 2010 sa dostal podnik opäť do záporných čísel, z čoho vyplýva, že netvoril žiadnu hodnotu pre svojich vlastníkov.

Pri hodnotení finančnej výkonnosti išlo o snahu identifikovať, aký vplyv majú na ukazovateľ EVA faktory ako čisté prevádzkové aktíva (NOA), čistý prevádzkový zisk po zdanení (NOPAT) a priemerní náklady kapitálu (WACC). Aby sa zistil ich vplyv, musel sa vykonať pyramídový rozklad vrcholového ukazovateľa EVA, a tak identifikovať, ktoré faktory pôsobia na EVA pozitívne a ktoré negatívne.

Medzi hlavné faktory, ktoré pôsobili na tvorbu hodnoty pozitívne patria: zvýšenie obratovosti kapitálu, pokles podielu odpisov na tržbách, pokles pohľadávok, pokles investovaného kapitálu, pokles podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitáli.

Najväčší negatívny vplyv na tvorbu hodnoty mal pokles ukazovateľa RONA, pokles rentability tržieb, rast podielu osobných nákladov na tržbách, rast ukazovateľa (ostatné výnosy – ostatné náklady)/tržby, pokles tržieb, nárast podielu vlastného kapitálu na celkovom kapitáli, rast nákladov na cudzí a vlastný kapitál.

Na základe kvantifikácie faktorov s pozitívnym a negatívnym vplyvom sa uskutočnila simulácia zmien týchto faktorov a ich vplyvu na hodnotu podniku. Za týmto účelom bol zostavený dlhodobý finančný plán na obdobie nasledujúcich troch rokov.

Finančný plán vychádza zo skutočných údajov z roku 2010, pričom bude obsahovať len tie položky, ktoré možno z hľadiska identifikovaných faktorov a požadovaných rastových tendencií kvantifikovať.

Finančný plán na roky 2011–2013 vychádza z týchto predpokladov:

- tržby z predaja tovaru a vlastných výrobkov porastú každoročne o 5 %,
- prevádzkový zisk (hospodársky výsledok z hospodárskej činnosti) predstavuje v súčasnosti 3,5 % z tržieb, vo finančnom pláne predpokladáme jeho rast o 0,5 % ročne,
- podiel pridanej hodnoty na tržbách bude aj naďalej predstavovať 50 %,
- podiel odpisov na tržbách ostane nezmenený, na úrovni 15 %,
- podiel osobných nákladov na tržbách sa bude postupne znižovať, v roku 2011 bude tento podiel činiť 11 %, v roku 2012 to bude 10 % a v roku 2013 poklesne podiel na 9 %,
- dlhodobý hmotný majetok porastie každoročne o 5 %, s obstaraním dlhodobého nehmotného a finančného majetku sa neuvažuje, pri obežnom majetku predpokladáme nárast o približne 2,5 % ročne,
- ostatné prevádzkové výnosy budú každoročne rásť o 5 %, ostatné prevádzkové náklady si budú udržiavať konštantnú výšku 2 000 €,
- podnik neuvažuje so zvyšovaním základného imania ani kapitálových fondov, každoročný prídel zo zisku do rezervného fondu bude predstavovať 10 % z čistého zisku,
- podnik bude tvoriť rezervy vo výške 5 000 € každý rok,
- predpokladá sa znižovanie dlhodobých bankových úverov o hodnotu 5 000 € ročne, ktoré sa bude nahrádzať čerpaním krátkodobých bankových úverov,

- nominálna úroková miera z bankového úveru bude predstavovať v roku 2011 5,5 %, v ďalších dvoch rokoch sa bude udržiavať na úrovni 5 %,
- úroková sadzba lízingu sa bude udržiavať na úrovni 6,5 %, podnik v danom období neuvažuje s zvyšovaním hodnoty lízingu (nebude využívať ďalšie predmety lízingu).

Na základe týchto predpokladov bola zostavená plánovaná súvaha (Tab. 2) a plánovaný výkaz ziskov a strát (Tab. 3).

Tab. 2 Plánovaná súvaha analyzovaného nábytkárskeho podniku na roky 2011–2013.

Tab. 2 Projected balance sheet of the analyzed furniture company for the years 2011-2013.

Položka (€)	Skutočnosť	Finančný plán		
	2010	2011	2012	2013
AKTÍVA CELKOM	937 866,00	967 017,43	1 000 390,00	1 035 758,20
Neobežný majetok	338 854,00	355 796,70	373 586,54	392 265,87
DHM	338 854,00	355 796,70	373 586,54	392 265,87
DNM	0	0	0	0
DFM	0	0	0	0
Obežný majetok	596 549,00	611 220,73	626 803,46	643 492,31
Zásoby	16 165,00	15 680,05	15 209,65	14 905,46
Dlhodobé pohľadávky	–	–	–	–
Krátkodobé pohľadávky	349 342,00	366 809,10	385 149,55	404 407,03
Krátkodobý finančný majetok	231 042,00	228 731,58	226 444,26	224 179,82
Časové rozlíšenie	2 463,00	–	–	–
PASÍVA CELKOM	937 866,00	967 017,43	1 000 390,00	1 035 758,20
Vlastný kapitál	358 154,00	330 350,63	300 056,50	265 391,37
Základné imanie	79 665,00	79 665,00	79 665,00	79 665,00
Fondy zo zisku	8 584,00	3 319,99	4 802,57	6 396,07
Kapitálové fondy	–	–	–	–
Výsledok hospodárenia minulých období	263 926,00	214 165,70	167 563,27	115 369,65
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	5 982,00	33 199,94	48 025,66	63 960,65
Závazky	578 788,00	636 666,80	700 333,50	770 366,83
Rezervy	13 164,00	5 000,00	5 000,00	5 000,00
Dlhodobé záväzky	268 031,00	273 391,62	287 061,20	304 284,87
Krátkodobé záväzky	262 493,00	267 742,86	281 130,00	297 997,80
Bankové úvery (BÚ)	35 100,00	90 532,00	127 142,00	163 084,00
– dlhodobé BÚ	35 100,00	30 100,00	25 100,00	20 100,00
– krátkodobé BÚ	–	60 432,00	102 042,00	142 984,00
Časové rozlíšenie	924,00	–	–	–

Z prezentovaných údajov v plánovanej súvaha (Tab. 2) možno konštatovať, že každoročne sa zvyšuje podiel lacnejšieho cudzieho kapitálu, a tým náklady kapitálu podniku klesajú, avšak podnik musí neustále sledovať podiel cudzieho kapitálu na celkovom kapitále, aby predišiel leverage riziku.

Tab. 3 Plánovaný výkaz ziskov a strát analyzovaného nábytkárskeho podniku na roky 2011 – 2013
Tab. 3 Projected profit and loss account of the analyzed furniture company for the years 2011 – 2013

Položka (€)	Skutočnosť	Finančný plán		
	2010	2011	2012	2013
Tržby z predaja tovaru	2 390,00	2 510,00	2 635,50	2 767,28
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	2 110 468,00	2 215 991,40	2 326 790,97	2 443 130,52
Výrobná spotreba	1 088 687,00	1 121 347,61	1 154 988,04	1 189 637,68
Pridaná hodnota	1 023 672,00	1 109 250,70	1 164 713,24	1 222 948,90
Osobné náklady	251 358,00	244 035,15	232 942,65	220 130,80
Dane a poplatky	379 186,00	367 810,42	356 776,11	346 072,83
Odpisy DHM a DNM	320 732,00	332 775,21	349 413,97	366 884,67
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	5 093,00	5 347,65	5 615,03	5 895,78
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	2 755,00	2 000,00	2 000,00	2 000,00
VH z hospodárskej činnosti	75 234,00	88 740,06	104 824,19	122 294,89
Nákladové úroky	20 234,00	12 240,14	9 792,11	7 344,08
Ostatné náklady na finančnú činnosť	47 486,00	35 000,00	35 000,00	35 000,00
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	-67 720,00	-47 240,14	-44 792,11	-42 344,08
Daň z príjmov z bežnej činnosti	1 532,00	8 299,98	12 006,42	15 990,16
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti	5 982,00	33 199,94	48 025,66	63 960,65
Výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti	-	-	-	-
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	5 982,00	33 199,94	48 025,66	63 960,65

Z prezentovaných údajov v plánovanom výkaze ziskov strát (Tab. 3) možno konštatovať pozitívny vplyv zakomponovaných predpokladov na vývoj výsledku hospodárenia.

Pre výpočet plánovaného ukazovateľa EVA bolo opäť potrebné previesť základné úpravy jednotlivých položiek daného ukazovateľa, a to úpravu NOA, NOPAT a WACC.

Výpočet plánovaného NOA (C)

- pre aktiváciu lízingu pre obdobie rokov 2011–2013 bola použitá stabilná úroková miera 6,5 %,
- v roku 2012 je súčasná hodnota budúcich lízingových splátok vo výške 127 928,57 € a v roku 2013 je súčasná hodnota budúcich lízingových splátok 21 695,28 €; v plánovanom období nábytkársky podnik neuvažuje so zvyšovaním hodnoty lízingu.

Vývoj plánovaných čiastkových ukazovateľov potrebných pre výpočet plánovaného ukazovateľa EVA, ako sú neúročené cudzie zdroje, NOA a C v rokoch 2011–2013 prezentujú nasledovné Tab. 4 až 6.

Tab. 4 Vývoj plánovaných neúročených cudzích zdrojov v rokoch 2011–2013.
Tab. 4 Trend of planned non-remunerated foreign sources for the years 2011–2013.

Položka (€)	Skutočnosť				Finančný plán			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Rezervy	13 164,00	5 000,00	5 000,00	5 000,00	13 164,00	5 000,00	5 000,00	5 000,00
Dlhodobé záväzky	268 031,00	273 391,62	287 061,20	304 284,87	268 031,00	273 391,62	287 061,20	304 284,87
Krátkodobé záväzky	262 493,00	267 742,86	281 130,00	297 997,80	262 493,00	267 742,86	281 130,00	297 997,80
Časové rozlíšenie pasív	924,00	–	–	–	924,00	–	–	–
Celkom	544 612,00	546 134,48	573 191,20	607 282,67	544 612,00	546 134,48	573 191,20	607 282,67

Tab. 5 Vymedzenie plánovaného NOA pre roky 2011–2013.
Tab. 5 Estimation of projected NOA for the years 2011–2013.

Položka (€)	Skutočnosť				Finančný plán			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Dlhodobý majetok	634786,00	483 725,27	395 281,82	392 265,87	634786,00	483 725,27	395 281,82	392 265,87
Dlhodobý hmotný majetok	634786,00	483 725,27	395 281,82	392 265,87	634786,00	483 725,27	395 281,82	392 265,87
Dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistý pracovný kapitál	54 400,00	65 086,25	53 612,26	36 209,64	54 400,00	65 086,25	53 612,26	36 209,64
Zásoby	16 165,00	15 680,05	15 209,65	14 905,46	16 165,00	15 680,05	15 209,65	14 905,46
Pohľadávky	349 342,00	366 809,10	385 149,55	404 407,03	349 342,00	366 809,10	385 149,55	404 407,03
Krátkodobý finančný majetok	231 042,00	228 731,58	226 444,26	224 179,82	231 042,00	228 731,58	226 444,26	224 179,82
Časové rozlíšenie	2 463,00	–	–	–	2 463,00	–	–	–
(–) neúročené záväzky	544 612,00	546 134,48	573 191,20	607 282,67	544 612,00	546 134,48	573 191,20	607 282,67
NOA	689 186,00	548 811,52	448 894,08	428 475,51	689 186,00	548 811,52	448 894,08	428 475,51

Tab. 6 Vymedzenie C (pasívna časť súvahy) pre roky 2011–2013.
Tab. 6 Estimation of C (passive part of the balance sheet) for the years 2011–2013.

Položka (€)	Skutočnosť				Finančný plán			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Vlastný kapitál	358 154,00	330 350,95	300 056,80	265 391,51	358 154,00	330 350,95	300 056,80	265 391,51
Základné imanie	79 665,00	79 665,00	79 665,00	79 665,00	79 665,00	79 665,00	79 665,00	79 665,00
Kapitálové fondy	–	–	–	–	–	–	–	–
Fondy zo zisku	8 584,00	3 319,99	4 802,57	6 396,07	8 584,00	3 319,99	4 802,57	6 396,07
Výsledok hospodárenia minulých rokov	263 926,00	214 165,70	167 563,27	115 369,65	263 926,00	214 165,70	167 563,27	115 369,65
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	5 982,00	33 199,94	48 025,66	63 960,65	5 982,00	33 199,94	48 025,66	63 960,65
Ekvivalenty vlastného kapitálu	– 3,00	–	–	–	– 3,00	–	–	–
Cudzí zdroje	331 032,00	215 719,52	148 435,52	163 084,00	331 032,00	215 719,52	148 435,52	163 084,00
Bankové úvery	35 100,00	90 532	127 142	163 084,00	35 100,00	90 532	127 142	163 084,00
Lízing	295 932,00	127 928,57	21 695,28	0	295 932,00	127 928,57	21 695,28	0
Kapitál celkom	689 186,00	548 811,52	448 894,08	428 475,51	689 186,00	548 811,52	448 894,08	428 475,51

Vymedzenie plánovaného NOPAT

Pri určení plánovaného NOPAT sa vychádzalo z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením. Nákladové úroky z úveru boli čerpané z upraveného výkazu ziskov a strát a náklady na lízing boli stanovené ako súčin odhadnutej úrokovej miery lízingu (na úrovni 6,5 %) a aktivovanej hodnoty lízingu k počiatku obdobia. Nákladové úroky z úveru aj lízingu sú uvedené v Tab. 7 a vymedzenie plánovaného NOPAT prezentuje Tab. 8.

Tab. 7 Stanovenie nákladových úrokov.**Tab. 7 Estimation of interest expense.**

Položka (€)	Skutočnosť	Finančný plán		
	2010	2011	2012	2013
Nákladové úroky – úver	20 234,00	12 240,14	9 792,11	7 344,08
Nákladové úroky – lízing	45 091,50	20 715,24	8 315,35	1 410,19

Tab. 8 Vymedzenie plánovaného NOPAT pre roky 2011–2013.**Tab. 8 Estimation of projected NOPAT for the years 2011–2013.**

Položka (€)	Skutočnosť	Finančný plán		
	2010	2011	2012	2013
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením – pôvodný	7 514,00	41 499,92	60 032,08	79 950,81
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením – upravený	72 839,50	74 455,30	78 139,47	88 705,08
Rozdiel (VH pôvodný – VH upravený)	65 325,50	32 955,38	18 107,39	8 754,27
Pôvodne platená daň	1 532,00	7 884,98	11 406,09	15 190,65
Dodatočná daň	12 411,85	6 261,52	3 440,40	1 663,31
NOPAT	58 895,65	60 308,8	63 292,98	71 851,12

Stanovenie plánovaného WACC

Pri zohľadnení odhadnutej úrokovej miery z úverov (pohybujúcej sa v roku 2011 na úrovni 5,5 % a v rokoch 2012 a 2013 na úrovni 5 %) a odhadnutej úrokovej miery lízingu (6,5 %) boli odhadom stanovené plánované priemerné náklady na kapitál (WACC) na úrovni 6 %.

Výpočet plánovaného ukazovateľa EVA

Nasledujúca tabuľka prezentuje vypočítané plánované hodnoty ukazovateľa EVA analyzovaného nábytkárskeho podniku na roky 2011 – 2013.

Tab. 9 Výpočet plánovaného ukazovateľa EVA pre roky 2011–2013.**Tab. 9 Enumeration of projected EVA for the years 2011–2013.**

Položka (€)	Skutočnosť	Finančný plán		
	2010	2011	2012	2013
NOA =C (€)	1 017 729,00	689 186,00	548 811,52	448 894,08
NOPAT (€)	58 896,00	60 308,80	63 292,98	71 851,12
WACC (%)	6,25	6,00	6,00	6,00
EVA (€)	-4 712,06	18 957,64	30 364,29	44 917,48

Hodnota ukazovateľa EVA, ktorá bola vyčíslená na základe simulácie finančného plánu dosiahla v plánovanom období kladné hodnoty. Naším cieľom bolo, aby faktory, ktoré pôsobili na tvorbu hodnoty negatívne (podiel osobných nákladov na tržbách, ukazovateľ RONA, zisková marža, tržby, podiel ostatných výnosov a nákladov na tržbách) sa prostredníctvom simulácie finančného plánu zlepšili, čo sa aj podarilo docieľiť.

Stanovenie hodnoty podniku

Hodnotu podniku bola vypočítaná k 1.1.2011 s využitím hodnoty priemerných nákladov kapitálu (WACC) na úrovni 6 %. Súčasnú hodnotu budúcich EVA je uvedená v Tab. 10.

Tab. 10 Výpočet súčasnej hodnoty budúcich EVA.**Tab. 10 Estimation of present value of future EVA.**

Položka (€)	2011	2012	2013	2. fáza
EVA	18 957,64	30 364,29	44 917,48	44 917,48
EVA _{T+1} / WACC	–	–	–	748 624,67
Súčasná hodnota budúcich EVA	17 884,57	27 024,11	37 713,58	628 559,71

$$\text{HVK} = 1\,017\,729 + 17\,884,57 + 27\,024,11 + 37\,713,58 + 628\,559,71 + 331\,032 = 2\,059\,942,97 \text{ €}$$

Po dosadení príslušných hodnôt do vzťahu pre výpočet hodnoty podniku sa zistilo, že simulovaná hodnota analyzovaného nábytkárskeho podniku ako celku sa pohybuje na úrovni 2 059 942,97 €. Ak by sa vypočítaná hodnota porovnala s celkovou hodnotou plánovaných aktív podniku k 1.1. 2011, ktoré vlastní podnik v hodnote 967 017,43 €, dospelo by sa k záveru, že skutočná hodnota podniku je o 1 092 925,54 € vyššia. Vypočítanú hodnotu podniku však nie je možné porovnávať s klasickými ukazovateľmi, ktoré nerešpektujú faktor času a nie sú zamerané na rast trhovej hodnoty podniku. Hodnota analyzovaného nábytkárskeho podniku bola po prvý krát stanovená na základe moderných metód stanovenia hodnoty podniku.

Z dosiahnutých výsledkov a vývoja ukazovateľa EVA vyplýva, že výkonnosť nábytkárskeho podniku sa vyvíjala nerovnomerne. V rokoch 2008 a 2010 podnik nevytvoril hodnotu pre svojich vlastníkov, pretože výnos z kapitálu bol nižší, ako jeho cena. Vo všeobecne to možno považovať za dôsledok finančnej a hospodárskej krízy, kedy sa zostruje konkurenčný boj medzi podnikmi príslušného odvetvia, s dopadom na tržby, ceny a náklady podniku. Uvedené vyplýva aj z výsledkov štúdií (POTKÁNY 2010, STRAPKOVÁ 2011).

Z podrobnej pyramidovej analýzy výkonnosti na báze EVA vyplynulo, že medzi hlavné faktory, ktoré pôsobili na tvorbu hodnoty podniku negatívne patrili: pokles rentability kapitálu, pokles tržieb, pokles rentability tržieb, rast podielu osobných nákladov na tržbách, rast nákladov na zaobstarávanie podnikového kapitálu, ako aj nárast podielu drahšieho vlastného kapitálu na celkovom kapitáli podniku. Naopak, medzi pozitívne faktory pôsobiace na tvorbu hodnoty podniku možno zaradiť najmä zvyšovanie obratovosti kapitálu.

Tak ako prezentujú (TAMOSIUNIENE, PETRAVICIUS 2008, XIN, HONG 2010), na základe identifikácie a kvantifikácie faktorov s pozitívnym a negatívnym vplyvom boli stanovené východiskové predpoklady pre tvorbu finančného plánu podniku so simuláciou požadovaných zmien pre budúci rast jeho hodnoty. Ich premietnutie do plánovanej súvahy a plánovaného výkazu ziskov a strát ukázalo, že ich plnenie by zabezpečovalo zvyšovanie výkonnosti podniku a rast hodnoty - ukazovateľ EVA dosahoval počas celého plánovaného obdobia výrazne kladné hodnoty.

Simulácia finančného plánu podniku bola využitá, ako u (ISMAIL 2011, PHAM *et al.* 2011), aj pre stanovenie celkovej hodnoty podniku, pričom pozornosť bola zameraná predovšetkým na metodické aspekty jej stanovenia.

Výsledky prezentované v danom príspevku potvrdili aj práce autorov (ISMAIL 2011, TAMOSIUNIENE, PETRAVICIUS 2008, XIN, HONG 2010), že ukazovateľ EVA predstavuje moderný trend v riadení podnikov, ktorý umožňuje stanovenie, ale aj predikciu výkonnosti podniku a určenie jeho hodnoty na základe informácií v reálnom čase.

ZÁVER

Záverom možno konštatovať, že na základe výpočtu ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty za minulé obdobie rokov 2006 až 2010, bol v analyzovanom nábytkárskom podniku vykonaný pyramidálny rozklad tohto ukazovateľa, z ktorého boli identifikované kľúčové indikátory pôsobiace na tvorbu hodnoty podniku. Na základe kvantifikácie faktorov s pozitívnym a negatívnym vplyvom na tvorbu hodnoty podniku bola uskutočnená simulácia zmien týchto faktorov a za týmto účelom bol zostavený dlhodobý finančný plán na obdobie nasledujúcich troch rokov. Simulácia finančného plánu sa využila na vyčíslenie hodnoty ukazovateľa EVA v rokoch 2011 – 2013. Tieto hodnoty boli následne použité pri výpočte celkovej hodnoty podniku. Ukazovateľ EVA dosahoval počas celého plánovaného obdobia výrazne kladné hodnoty. Rast hodnoty ukazovateľa EVA spôsobil predovšetkým nárast hodnoty NOPAT oproti roku 2010. Ak chce podnik dosahovať kladné hodnoty EVA v budúcnosti, mal by sa zamerať hlavne na faktory, ktoré tento ukazovateľ ovplyvňujú negatívne. Prostredníctvom finančného plánu by mal tieto negatívne faktory eliminovať a kladné výsledky využiť vo svoj prospech. Z dosiahnutých výsledkov je možné formulovať nasledovné opatrenia:

1. Postupné zvyšovanie zisku z hospodárskej činnosti, ako aj zisku za účtovné obdobie, a to predovšetkým zvyšovaním tržieb z predaja vlastných výrobkov a služieb (rastom cien poskytovaných služieb z dôvodu zvyšovania ich kvality) a znižovaním osobných nákladov, ostatných nákladov na hospodársku činnosť, ako sú pokuty za oneskorené úhrady, pokuty, penále a pod.
2. Preferencia a využívanie lacnejšieho cudzieho kapitálu vo väčšej miere, ako využívanie drahšieho, vlastného kapitálu. Dôležité je nahradiť dlhodobé bankové úvery, ktoré spoločnosť doteraz využívala, za krátkodobé bankové úvery, ktoré znižujú náklady na cudzí kapitál.

Ako nám potvrdili výsledky nášho výskumu a ako uvádzajú aj (BIERNACKA 2004, MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2005, MARINIČ 2008, PAVELKOVÁ, KNÁPKOVÁ 2005), ukazovateľ EVA má kľúčové miesto pri hodnotení finančnej výkonnosti podniku a jeho širšie použitie v praxi v oblasti trhového oceňovania nábytkárskych podnikov znamená významný príspevok k riadeniu ich hodnoty.

LITERATÚRA

- BIERNACKA, J. 2004. Application of the Altman polynomial for the evaluation of economic condition of exchange stock-listed companies in the wood sector. In: *Annals of Warsaw Agricultural University. Forestry and Wood Technology*. Warsaw: Warsaw University of Life Sciences Press, 2009. No. 55 s. 42–44. ISSN 028-5704.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C. 1991. *Principles of Corporate Finance*. New York : McGraw-Hill, Inc., 1991. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- HAJDÚCHOVÁ, I., GIERTLIOVÁ B., TRENČIANSKY M., ŠULEK R., IVAN E. 2011. Finančná stabilita podniku. Zvolen: TU vo Zvolene, 2011. 51 s. ISBN 978-80-2215-2.
- ISMAIL, I. 2011. The ability of EVA attributes in predicting company performance. *African Journal of Business Management*. 2011, 5(12): 4993–5000. ISSN 1993-8233.
- KISLINGEROVÁ, E. 2002. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha : C. H. Beck, 2002. 384 s. ISBN 80-717-9529-1.
- MAŘÍK, M. 1998. *Určování hodnoty firem*. Praha : EKOPRESS, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha : EKOPRESS, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

- PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. 2005. Výkonnost podniku z pohľadu finančného manažera. Praha : Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- MARINIČ, P. 2008. Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vydání. Praha : Grada Publishing, a.s., 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- PHAM, P., K, SUCHARD, J., A., ZEIN, J. 2011. Corporate governance and alternative performance measures: evidence from Australian firms. In: Australian Journal of Management. 2011, 36(3): 371–386. ISSN 0312-8962.
- POTKÁNY, M. 2010. Outsourcing v podnikoch drevospracujúceho priemyslu na Slovensku. Zvolen : Technická univerzita vo Zvolene, 2010. 79 s. ISBN 978-80-228-2194-0.
- SEDLIAČIKOVÁ, M. 2004. Investície a ekonomická pridaná hodnota. In. Akademická Dubnica 2004. Bratislava: Slovenská technická univerzita v Bratislave, 2004. s. 497–503. ISBN 80-227-2076-3.
- SEDLIAČIKOVÁ, M. 2010. Teória a prax controllingu v oblasti finančného riadenia podniku. Zvolen : Technická univerzita vo Zvolene, 2010. 90 s. ISBN 978-80-228-2110-0.
- STRAPKOVÁ, J. 2011. Analýza finančnej výkonnosti podniku na báze tradičných a moderných ukazovateľov. Diplomov práca. 95 s.
- STRINKOVÁ, V. *a kol.* 1999. Riadenie hodnoty podniku. Bratislava : SPRINT, 1999. 232 s. ISBN 80-888848-36-9.
- ŠATANOVÁ, A., POTKÁNY, M. 2004. Controlling, moderný nástroj riadenia podniku. Ekonomický časopis, Bratislava, Slovak Academic Press s.r.o., 2004, s. 148–165. ISSN 0013-3035.
- TAMOSIUNIENE, R., PETRAVICIUS, T. 2008. Corporate performance and the measures of value added. Transport. 2008, 23(3): 194–201. ISSN 1648-4142.
- VOLČKO, I. 2011. Identifikácia faktorov rastu hodnoty vybraného podniku na základe pyramídovej analýzy EVA. 2011. Manažment podnikov. 1(2): 56–62. ISSN 1338-4104.
- ZALAI, K. *a kol.* 2004. Finančno-ekonomická analýza podniku. Bratislava : SPRINT VFRA, 2004. 305 s. ISBN 80-88848-89-1.
- WAGNER, J. 2009. Měření výkonnosti. Praha : Grada Publishing, a.s., 2009. 256 s. ISBN 978-80-247-2924-4.
- XIN, J., G., HONG, B. 2010. Study on Application of EVA in Performance Evaluation of Private Listed Companies. In: Comprehensive Evaluation of Economy and Society with Statistical Science. 2010, p. 130–135. ISBN 978-1-921712-09-8.

PodĎakovanie

Táto publikácia je čiastkovým výsledkom riešenia grantovej úlohy VEGA MŠ SR č.1/0089/11 – Meranie a riadenie výkonnosti podnikov drevospracujúceho priemyslu a projektom č. 1/0581/12 s názvom Interakcia dreva a plastov pri tvorbe vrstvitých materiálov lepením.

Adresa autorov

Ing. Ivan Volčko
Ing. Mariana Sedliačiková, PhD.
Prof. Ing. Anna Šatanová, CSc.
Katedra podnikového hospodárstva
Drevárska fakulta TU vo Zvolene
Masarykova 24
960 53 Zvolen
Slovensko
volcko@vsld.tuzvo.sk
sedliacikova@vsld.tuzvo.sk
satanova@vsld.tuzvo.sk