

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE

Fakulta hospodárskej informatiky

Evidenčné číslo: 103002/I/2019/36086129770903812

**VYUŽITIE NOVÝCH TRENDOV PRI ANALÝZE
FINANČNEJ SITUÁCIE A VÝNOSNOSTI KONKRÉTNEJ
PODNIKATELSKEJ ÚČTOVNEJ JEDNOTKY**

Diplomová práca

2019

Bc. Zuzana Šmehlíková

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE

Fakulta hospodárskej informatiky

**VYUŽITIE NOVÝCH TRENDOV PRI ANALÝZE
FINANČNEJ SITUÁCIE A VÝNOSNOSTI KONKRÉTNEJ
PODNIKATEĽSKEJ ÚČTOVNEJ JEDNOTKY**

Diplomová práca

Študijný program: Účtovníctvo a finančný manažment

Študijný odbor: Účtovníctvo a finančný manažment

Školiace pracovisko: Katedra účtovníctva a audítorstva

Vedúci záverečnej práce: Ing. Miriama Blahušiaková, PhD.

Bratislava 2019

Bc. Zuzana Šmehlíková

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracovala samostatne a že som uviedla všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

Bc. Zuzana Šmehlíková

ABSTRAKT

ŠMEHLÍKOVÁ, Zuzana: *Využitie nových trendov pri analýze finančnej situácie a výnosnosti konkrétnej podnikateľskej účtovnej jednotky*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta hospodárskej informatiky; Katedra účtovníctva a audítorstva. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Miriama Blahušiaková, PhD. – Bratislava: FHI EU, 2019, 60 s.

Cieľom diplomovej práce je aplikácia nových trendov v procese finančnej analýzy, za účelom zhodnotenia finančného zdravia vybranej účtovnej jednotky s akcentom na predikčné modely. Medzi nové trendy radíme predikčné modely a moderné metódy, ktoré sa zameriavajú na analýzu tvorby hodnoty účtovnej jednotky a využívajú pritom kategóriu ekonomického zisku. Diplomová práca je rozdelená do troch kapitol. Obsahuje 23 tabuliek, 6 grafov a 7 obrázkov. Prvá kapitola sa zameriava na charakteristiku finančnej analýzy ako celku, definuje zdroje vstupných dát a hodnotí výstupy finančnej analýzy. Charakterizuje tiež tradičné a moderné metódy, pričom väčší dôraz je kladený na moderné prístupy. Druhá kapitola obsahuje stanovený hlavný cieľ práce a s tým súvisiace čiastkové ciele. Ďalej popisuje metodiku a metódy skúmania, ktoré sme využili pri spracovaní. Záverečná kapitola obsahuje charakteristiku spoločnosti a aplikáciu nadobudnutých teoretických poznatkov do praxe prostredníctvom vykonanej finančnej analýzy. Účtovná jednotka, ktorej finančnú situáciu sme hodnotili, pôsobí v sektore služieb. V diplomovej práci sme hodnotili finančnú situáciu prostredníctvom predikčných modelov, medzi ktoré patria Rýchly test, Index bonity, Altmanov model a Index IN. Ďalej sme pracovali s modernými metódami. Z nich sme využili ukazovateľ EVA a jeho relatívne modifikácie, medzi ktoré patria EVA ROS, RONA, CROGA, MVA a CFROI. Všetky údaje získané formou finančnej analýzy sme ekonomicky interpretovali a zhodnotili sme finančnú situáciu a výnosnosť účtovnej jednotky.

Kľúčové slová: finančná analýza, predikčné modely, moderné metódy, ukazovateľ EVA

ABSTRACT

ŠMEHLÍKOVÁ, Zuzana: *Application of new trends at financial position and profitability's analysis in particular business accounting entity.* – University of Economics in Bratislava. Faculty of Economic Informatics; Department of Accounting and Auditing – Advisor: Ing. Miriama Blahušiaková, PhD. – Bratislava: FHI EU, 2019, 60 p.

The aim of diploma thesis is an application of new trends in the process of financial analysis in order to evaluate the financial health of the selected accounting unit, with emphasis on prediction models. Under the term new trends of financial analysis, we understand prediction models and modern methods that are focused on analyzing the entity's value creation and uses the category of economic profit. Diploma thesis is divided into three chapters. It contains 23 tables, 6 graphs and 7 pictures. The first chapter is focused on the characteristic of financial analysis as a whole, defines sources of input data and evaluated the outputs of financial analysis. It also contains characteristic of traditional and modern methods, with greater emphasis on modern approaches. The second chapter contains the main object of the thesis and the related sub-objectives. It further describes the methodology and investigation methods which were used. The final chapter contains the characteristic of the company and the application of the acquired theoretical knowledge into practice. The entity whose financial situation we have evaluated operates in the service sector. In the diploma thesis, we evaluated the financial situation through prediction models such as Quick Test, Index of Credit, Altman Model and Index IN. We also worked with modern methods. We have used EVA and its relative modifications, including EVA ROS, RONA, CROGA, MVA and CFROI. All the data obtained from the financial analysis have been economically interpreted and we have also evaluated the financial position and profitability of the entity.

Key words: financial analysis, prediction models, modern methods, EVA ratio

OBSAH

Zoznam obrázkov	9
Zoznam tabuliek	9
Zoznam grafov	10
Zoznam skratiek	10
Úvod	11
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	13
1.1 Finančná analýza.....	13
1.1.1 Zdroje vstupných dát pre finančnú analýzu	14
1.1.2 Výstupy finančnej analýzy.....	16
1.2 Tradičné metódy finančnej analýzy	17
1.2.1 Elementárne metódy finančnej analýzy	17
1.2.2 Vyššie metódy finančnej analýzy	18
1.3 Moderné metódy finančnej analýzy.....	24
1.3.1 Ekonomická pridaná hodnota (EVA)	25
1.3.2 Výnosnosť čistých aktív (RONA)	27
1.3.3 Výnosnosť hrubých aktív (CROGA).....	28
1.3.4 Trhová pridaná hodnota (MVA).....	28
1.3.5 Cash flow výnosnosť investície (CFROI)	29
1.3.6 Peňažná pridaná hodnota (CVA)	30
1.3.7 Model INFA – IN financial analysis.....	30
1.3.8 Model Balanced Scorecard	31
2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania	33
3 Výsledky práce	35
3.1 Využitie predikčných modelov vo finančnej analýze.....	35
3.1.1 Králičkov rýchly test.....	35
3.1.2 Index bonity	37
3.1.3 Altmanov model	39

3.1.4	Index IN	41
3.2	Využitie moderných metód vo finančnej analýze.....	44
3.2.1	Ekonomická pridaná hodnota – EVA	44
3.2.2	Využitie relatívnych ukazovateľov EVA.....	47
3.2.3	Výnosnosť čistých aktív (RONA)	49
3.2.4	Výnosnosť hrubých aktív (CROGA).....	51
3.2.5	Trhová pridaná hodnota (MVA).....	52
3.2.6	Cash flow výnosnosť investície (CFROI)	53
	Záver	56
	Zoznam použitej literatúry	58

Zoznam obrázkov

Obrázok č. 1: Elementárne metódy finančnej analýzy	17
Obrázok č. 2: Vyššie metódy finančnej analýzy - predikčné modely	19
Obrázok č. 3: Hodnotiace kritériá indexu bonity.....	20
Obrázok č. 4: Hodnotiace kritériá Altmanovho modelu.....	21
Obrázok č. 5: Hodnotiace kritériá indexu spoľahlivosti.....	22
Obrázok č. 6: Model INFA	31
Obrázok č. 7: Prehľad perspektív aplikovaných v Balanced Scorecard.....	32

Zoznam tabuliek

Tabuľka č. 1: Bodové hodnotenie dosiahnutých výsledkov pomocou rýchleho testu	23
Tabuľka č. 2: Králičkov rýchly test – hodnoty ukazovateľov	36
Tabuľka č. 3: Králičkov rýchly test – hodnotenie na základe bodovej stupnice	36
Tabuľka č. 4: Index bonity – hodnoty parciálnych ukazovateľov	38
Tabuľka č. 5: Index bonity - hodnoty modelu	38
Tabuľka č. 6: Altmanov model – hodnoty parciálnych ukazovateľov	40
Tabuľka č. 7: Altmanov model - výsledné hodnoty modelu	40
Tabuľka č. 8: Index IN – hodnoty parciálnych ukazovateľov	42
Tabuľka č. 9: Index IN - výsledné hodnoty modelu.....	42
Tabuľka č. 10: Vyčíslenie operatívneho výsledku hospodárenia	45
Tabuľka č. 11: Výpočet reálnej miery zdanenia a NOPAT	45
Tabuľka č. 12: Výpočet priemerných nákladov kapitálu (WACC).....	46
Tabuľka č. 13: Ekonomická pridaná hodnota (EVA).....	47
Tabuľka č. 14: Medziročná zmena hodnôt ukazovateľa EVA	47
Tabuľka č. 15: Výpočet relatívneho ukazovateľa EVA.....	48
Tabuľka č. 16: Výpočet relatívneho ukazovateľa EVA ROS.....	49
Tabuľka č. 17: Výpočet čistých aktív	49
Tabuľka č. 18: Výpočet ukazovateľa RONA	50
Tabuľka č. 19: Výpočet ukazovateľa CROGA.....	51
Tabuľka č. 20: Výpočet diskontného faktora	53
Tabuľka č. 21: Výpočet trhovej pridanej hodnoty (MVA).....	53

Tabuľka č. 22: Výpočet CFROI.....	54
Tabuľka č. 23: Výpočet CFROI rozpätia.....	55

Zoznam grafov

Graf č. 1: Vývoj indexu bonity spoločnosti RSL.....	39
Graf č. 2: Vývoj hodnôt Altmanovho modelu spoločnosti RSL.....	41
Graf č. 3: Vývoj hodnôt Indexu IN spoločnosti RSL	43
Graf č. 4: Porovnanie hodnôt RONA a WACC	50
Graf č. 5: Porovnanie hodnôt CROGA a WACC	52
Graf č. 6: Porovnanie hodnôt CFROI a WACC	55

Zoznam skratiek

VI – vlastné imanie

KZ – krátkodobé záväzky

DHM – dlhodobý hmotný majetok

CZ – cudzie zdroje

EBT – zisk pred zdanením

EBIT – zisk pred zdanením a úrokmi

INFA - IN financial analysis

EVA – ekonomická pridaná hodnota

MVA – trhová pridaná hodnota

CVA – peňažná pridaná hodnota

NOPAT – prevádzkový (operatívny) zisk po zdanení

WACC – priemerný náklad kapitálu

Úvod

V súčasnosti sú účtovné jednotky vystavované neustálym zmenám ekonomického prostredia. Ich správanie je ovplyvňované napríklad konkurenciou, meniacimi sa podmienkami trhu a v neposlednom rade legislatívou. Medzi hlavné oblasti záujmu manažérov a vlastníkov sa preto čoraz viac do popredia dostáva dlhodobá orientácia, zameraná na hodnotenie výkonnosti. Neodmysliteľnou súčasťou hodnotenia úspešnosti je finančná analýza. Tá je považovaná za dôležitý nástroj, pomocou ktorého je možné odhaliť slabé stránky podniku a na druhej strane vytvára príležitosť na upevnenie silných stránok účtovnej jednotky. Kvalitné a správne spracovanie finančnej analýzy, ako aj správna interpretácia získaných výsledkov, je kľúčovou oblasťou pri riešení prípadných krízových situácií. Hodnotenie finančnej situácie a výnosnosti účtovnej jednotky je dôležité nielen pre manažérov, vlastníkov či investorov, ale aj pre iných používateľov informácií, medzi ktorých zaraďujeme napríklad banky, iné veriteľské subjekty, obchodných partnerov a podobne.

Prístupy, využívané pri analýze finančnej situácie, prešli významným vývojom, ktorý primerane reagoval na zmeny ekonomického prostredia. Rozdeľujú sa do dvoch základných skupín. Do prvej skupiny sa radia tradičné metódy, ktoré obsahujú ďalšie členenie na elementárne a vyššie metódy. Druhú skupinu tvoria moderné prístupy. V diplomovej práci sa zameriavame na využívanie vyšších a moderných metód.

V súčasnosti už nie je pre účtovné jednotky dostatočné analyzovať dosiahnuté výsledky prostredníctvom elementárnych metód, ktoré sú zamerané predovšetkým na schopnosť dosahovať požadované finančné ukazovatele, medzi ktoré patrí napríklad zisk, obrat a podobne. Je to dané ich nedostatkom v podobe retrospektívneho pohľadu na stav v určitom okamihu v minulosti. V snahe odstrániť tieto nedostatky sa vyvinuli vyššie metódy, ktoré sa vyznačujú predikciou vývoja v krátkodobom horizonte. Využívajú sa predikčné a matematicko-štatistické modely. Vzhľadom na množstvo existujúcich modelov sa v diplomovej práci venujeme iba vybraným. Do tejto skupiny patrí Altmanova metodika, Index bonity, Rýchly test a hodnotiaci Index IN.

V dôsledku globalizácie prišlo k rozvoju moderných prístupov. Moderné prístupy finančnej analýzy používajú ukazovatele implementujúce kategóriu takzvaného ekonomického zisku. Jeho charakteristickým znakom je fakt, že berie do úvahy okrem

klasických nákladov aj takzvané oportunitné náklady. Moderné prístupy sa zameriavajú sa na tvorbu hodnoty, ktorú stotožňujú s úspechom účtovnej jednotky.

V súčasnosti sa používa niekoľko nových metód hodnotenia finančnej situácie a výnosnosti. V diplomovej práci sa zameriavane na vybrané metódy, z ktorých spomenieme ekonomickú pridanú hodnotu a jej relatívne modifikácie. Patrí k nim ekonomická pridaná hodnota tržieb, relatívna pridaná hodnota, výnosnosť čistých aktív, výnosnosť hrubých aktív, trhová pridaná hodnota a iné.

Na základe uvedeného považujeme oblasť hodnotenia finančného zdravia podniku na základe finančnej analýzy, využívajúc moderné prístupy, za veľmi zaujímavú. Kvalitnou analýzou vie podnik identifikovať potenciálne hrozby a prijať adekvátne opatrenia vedúce k ich odstráneniu.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

V dnešnom rýchlo sa meniacom ekonomickom prostredí je potrebné, aby bola účtovná jednotka pripravená primerane rýchlo a efektívne reagovať na zmeny, ktoré nastanú. Na to však potrebuje spoľahlivé a presné zdroje informácií, ktoré jej poskytuje dôkladná finančná analýza. Tá je považovaná za nástroj, ako odhaliť slabé stránky podniku a na druhej strane, ako upevniť jeho silné stránky a ďalej ich rozvíjať. Správne spracovanie a interpretovanie dosiahnutej finančnej výkonnosti podniku vie pomôcť pri riešení krízových situácií.

1.1 Finančná analýza

V odborných publikáciách rôznych domácich i zahraničných autorov existuje niekoľko definícií finančnej analýzy. Pod pojmom finančná analýza podniku sa rozumie skúmanie finančného hospodárenia podniku. Je potrebné všetky dostupné dáta, ktoré budú používané, roztriediť a zoskupiť do logických celkov. S takto zatriedenými údajmi sa ďalej pracuje. Dáta sa kvantifikujú rôznymi metódami, ktoré budeme charakterizovať v ďalších častiach diplomovej práce. Hľadajú sa kauzálne súvislosti, určuje sa ich vývoj a výsledky sa ekonomicky interpretujú. Dôležitú úlohu vo finančnej analýze zohrávajú finančné prostriedky a čas (Sedláček, 2011).

Rozborom výsledkov finančnej analýzy sa zaoberajú dve hlavné skupiny používateľov informácií. Medzi používateľov z vnútra podniku, takzvaných interných používateľov, sa zaraďujú najmä manažéri. Tí sa zameriavajú na zistenie, či požadované ciele boli dosiahnuté, a či je vložený kapitál správne a v dostatočnej miere využívaný. V prípade neuspokojivých zistení je potrebná analýza slabých stránok a prijatie takých rozhodnutí, ktoré budú viesť k zlepšeniu situácie. Zistené poznatky ďalej posúvajú vo forme rôznych reportov vlastníkom podniku, ktorých môžeme charakterizovať ako skupinu externých používateľov informácií. Do skupiny externých používateľov informácií sa zaraďujú aj banky ako veriteľské subjekty, ktoré sledujú potenciálne riziko pri poskytnutí úverových zdrojov. Ďalším externým subjektom, ktorý má záujem sledovať finančnú situáciu podniku, sú obchodní partneri. Tí využívajú dostupné informácie na to, aby zistili, či je podnik schopný načas plniť svoje záväzky vyplývajúce z uzatvorených dohôd a či má tendenciu rásť tak, aby si zabezpečil istotu dlhodobých obchodných vzťahov. Z uvedeného

vyplýva, že finančná analýza dokáže poskytnúť široké spektrum informácií. K tejto skupine používateľov sa zaraďujú taktiež aj orgány štátnej správy, zamestnanci a v neposlednom rade aj konkurencia (Oreský, 2017).

1.1.1 Zdroje vstupných dát pre finančnú analýzu

Finančnú analýzu s dobrou výpovednou schopnosťou je možné uskutočniť len na základe kvalitných vstupných údajov. V opačnom prípade, ak sú údaje potrebné na spracovanie, v nedostačujúcej kvalite, ak sú skreslené alebo chybné zaúčtované, nie je finančný analytik schopný dosiahnuť hodnotné výsledky.

Vstupné údaje zdrojov finančnej analýzy nie je možné uviesť vyčerpávajúcim spôsobom, nakoľko analytik pri spracúvaní finančnej analýzy pracuje s veľkým množstvom informácií. Je však všeobecne dané, že sa za základný a teda východiskový zdroj vstupných dát považuje účtovná závierka (Šlosárová & Blahušiaková, 2017).

Pojem účtovná závierka je exaktne definovaný v § 17 ods. 1. zákona č. 431/2002 o účtovníctve v znení neskorších predpisov (ďalej ako „zákon o účtovníctve“) ako: *„štruktúrovaná prezentácia skutočností, ktoré sú predmetom účtovníctva, poskytovaná osobám, ktoré tieto informácie využívajú. Účtovná jednotka zostavuje účtovnú závierku v prípadoch ustanovených týmto zákonom v štruktúre, ktorá nadväzuje na sústavu účtovníctva používanú v účtovnej jednotke. Účtovná závierka tvorí jeden celok.“* V podmienkach Slovenskej republiky rozlišujeme dve sústavy účtovníctva. Prvou z nich je sústava jednoduchého účtovníctva, kde účtovná závierka pozostáva zo všeobecných náležitostí, z výkazu o príjmoch a výdavkoch a z výkazu o majetku a záväzkoch. Druhou z nich je sústava podvojného účtovníctva, v ktorej účtovnú závierku tvoria všeobecné náležitosti spolu so súvahou, výkazom ziskov a strát a poznámkami. Všetky tri súčasti účtovnej závierky obsahujú rozdielne údaje s inou výpovednou hodnotou. Nakoľko je v zákone o účtovníctve uvedené, že účtovná závierka tvorí jeden celok, dané údaje sa nesmú posudzovať individuálne (Šlosárová, 2016). V našej diplomovej práci sa budeme venovať účtovným jednotkám účtujúcim v sústave podvojného účtovníctva.

V nasledujúcej časti diplomovej práce bližšie charakterizujeme jednotlivé súčasti účtovnej závierky v sústave podvojného účtovníctva.

„*Súvaha (bilancia) sa považuje za usporiadaný a prehľadný výkaz o podnikovom majetku a jeho finančnej štruktúre, v hodnotovom (peňažnom) vyjadrení, k presne stanovenému, určitému dňu. Platí tu veľmi dôležité pravidlo – aktíva (majetok) sa musia rovnať pasívam (vlastné imanie + záväzky). Toto pravidlo sa nazýva bilančný princíp*“ (Lukáč a kol., 2017). K základným ukazovateľom, ktoré je možné na základe údajov zo súvahy vypočítať a ekonomicky interpretovať, sú napríklad pomerové a rozdielové ukazovatele likvidity, ukazovatele zadlženosti podniku. Údaje zo súvahy sa však používajú aj pri konštrukcii zložitejších typov ukazovateľov, ich sústav a rôznych modelov, ktoré slúžia na posúdenie finančného zdravia podniku.

Ďalšou zo súčastí účtovnej závierky je výkaz ziskov a strát. Ten informuje o výsledku transformačného procesu, teda o dosiahnutom výsledku hospodárenia podniku za vybrané účtovné obdobie. Výsledok hospodárenia pred zdanením môže byť vymedzený ako rozdiel výnosov a nákladov účtovnej jednotky, za sledované obdobie. Na výpočet sa použijú konečné stavy účtov z účtovnej triedy 6 – *Výnosy*, od ktorých sa odpočítajú hodnoty účtov z účtovnej skupiny 5 – *Náklady*. Do nákladov, z ktorých sa zisťuje výsledok hospodárenia pred zdanením, sa nezahrnú účty z účtovnej skupiny 59 – *Dane z príjmov a prevodové účty*. Následnou transformáciou výsledku hospodárenia pred zdanením, ktorá sa vykoná mimo sústavy účtovníctva, sa vyčíslí základ dane. Pri kalkulácii základu dane účtovná jednotka postupuje podľa zákona č. 595/2003 o dani z príjmov v znení neskorších predpisov. Takto vyčíslený základ dane sa pre násobí sadzbou dane platnou v danom zdaňovacom období. Po odpočítaní výslednej daňovej povinnosti od výsledku hospodárenia pred zdanením, sa zistí hodnota výsledku hospodárenia po zdanení. Posúdenie úspešnosti alebo neúspešnosti hospodárenia podniku vieme analyzovať na základe informácií, ktoré nám daný výkaz ponúka. Pozorovaním pôsobiacich činiteľov a miery ich vplyvu, akým pôsobili na podnik pri dosahovaní daného výsledku hospodárenia, vieme svoj záujem nasmerovať tak, aby sme zabezpečili posilnenie slabých a upevnenie pozície silných stránok. Pri používaní údajov z výkazu ziskov a strát je potrebné mať na zreteli, že dané údaje sú intervalové, na rozdiel od tých v súvahe, ktoré majú charakter stavových. Túto skutočnosť je potrebné brať do úvahy pri konštrukcii ukazovateľov, pri ktorých sa vo výpočte tieto údaje kombinujú.

Poslednou súčasťou hlavného zdroja informácií pre finančnú analýzu sú poznámky. Tie vysvetľujú a dopĺňajú obsiahnuté informácie v predchádzajúcich dvoch súčastiach účtovnej závierky. Účtovné jednotky, ktoré spĺňajú zákonom stanovené podmienky pre zatriedenie sa do veľkostnej skupiny veľkej účtovnej jednotky, musia na základe Opatrenia Ministerstva financií Slovenskej republiky z 3. decembra 2014 č. MF/23377/2014-74,

ktorým sa ustanovujú podrobnosti o individuálnej účtovnej závierke a rozsahu údajov určených z individuálnej účtovnej závierky na zverejnenie pre veľké účtovné jednotky a subjekty verejného záujmu v znení neskorších predpisov (ďalej ako „opatrenie ministerstva financií“), povinne uvádzať v poznámkach prehľad o pohybe vlastného imania a prehľad peňažných tokov. Pri analýze finančnej situácie podniku slúžia informácie z prehľadu peňažných tokov na odstránenie časového nesúladu medzi príjmami, výdavkami, výnosmi a nákladmi.

1.1.2 Výstupy finančnej analýzy

Podľa nášho názoru má finančná analýza nezastupiteľné miesto vo finančnom manažmente podniku. Tvorí východisko pre prijímanie manažérskych rozhodnutí a predstavuje nástroj priebežnej kontroly fungovania podniku a hodnotenie jeho finančného zdravia. Je dôležité si uvedomiť, že sa nejedná o jednorazovú záležitosť. Pre správne posúdenie finančnej situácie je potrebné vykonávať ju kontinuálne, počas dlhšieho časového obdobia tak, aby boli výsledky porovnateľné. Ekonomická finančná analýza sa vyznačuje svojou variáciou. Jej spôsob vykonania a podoba výstupov je závislá od potrieb používateľov týchto informácií.

Dôležitosť finančnej analýzy spočíva v interpretácii výstupov, ktoré sa jej spracovaním získajú. Tejto finálnej fáze však predchádza celý rad úkonov. Základom je zber všetkých dostupných informácií a ich zdrojov. Tie je potrebné individuálne posúdiť. Údaje, s ktorými sa bude pracovať, musia byť relevantné, kvalitné a správne. V opačnom prípade by finančná analýza mohla mať skreslený výsledok. Na to, aby samotná finančná analýza mala kvalitnú výpovednú hodnotu, je potrebné správne zvoliť vzorku ukazovateľov. Je dané, že výstup by mal byť zrozumiteľný pre všetky zainteresované skupiny používateľov. Za dôležitý krok taktiež považujeme zvoliť si cieľ a dôvod jej uskutočnenia. Pri výbere príliš veľkého množstva ukazovateľov do jednej analýzy by sa mohlo stať, že určité dôležité skutočnosti sa v zhluku údajov prehliadnu. To by mohlo viesť k nesprávnemu strategickému rozhodnutiu a celkovému úpadku spoločnosti. Po zvolení reprezentatívneho množstva ukazovateľov alebo ich sústav je potrebná ich kalkulácia. Výsledky sa následne ekonomicky interpretujú, pričom je dôležité klásť dôraz na správnosť interpretácií. Z takto pripravených podkladov následne finančný manažér zhodnotí celkové finančné zdravie podniku. Svoju pozornosť pri tom venuje identifikovaniu neuspokojivých výsledkov a prijatiu opatrení na

ich zlepšenie. Pre podnik je však taktiež dôležité, aby venoval pozornosť aj jeho silným stránkam a naďalej ich zlepšoval.

1.2 Tradičné metódy finančnej analýzy

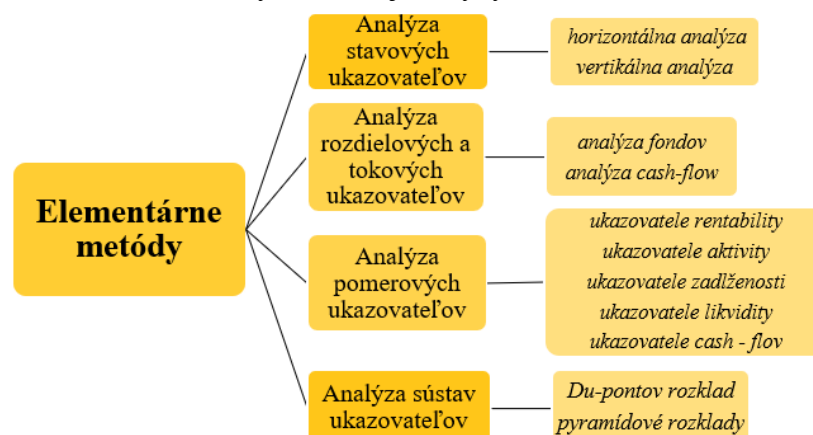
Snaha účtovnej jednotky včas odhaliť príčiny nestability a jej neuspokojivého hospodárenia tak, aby sa predišlo neodvratiteľne zlej finančnej situácii, viedla k vzniku osobitných metód finančnej analýzy. V tradičnej finančnej analýze sa v zásade rozlišujú dve základné skupiny metód. Prvou z nich sú elementárne metódy a do druhej skupiny patria vyššie metódy. V ďalšej časti diplomovej práce bližšie charakterizujeme obe skupiny metód, ktoré sa využívajú v procese zisťovania finančnej situácie a výnosnosti podniku.

1.2.1 Elementárne metódy finančnej analýzy

Charakteristickým znakom elementárnych metód finančnej analýzy je, že východiskom je súčasný stav. Avšak príčiny, ktoré mu predchádzali, hľadá finančný analytik v minulosti, pričom sa opiera o dosiahnuté výsledky prezentované v základnom informačnom zdroji, ktorým je účtovná závierka podniku. Takáto finančná analýza sa v odborných publikáciách definuje ako analýza ex-post (Kubíčková a kol., 2015).

Na obrázku č. 1 môžeme vidieť podrobnejšie a hierarchické členenie ukazovateľov, ktoré sú súčasťou elementárnych metód finančnej analýzy.

Obrázok č. 1: Elementárne metódy finančnej analýzy



Zdroj: spracované podľa Růčková, 2015

Analýza stavových ukazovateľov tvorí základný pilier vo finančnej analýze. Daný proces je možné použiť tak pri rozbere súvahy ako aj výkazu ziskov a strát. Nakoľko sa ňou získavajú cenné informácie o vývoji majetku, záväzkov, výnosov a nákladov v čase, jej vykonaním sa vie analytik zamerať na prípadné výkyvy a vie tak ľahšie určiť cieľ samotnej analýzy. Z elementárnych metód sú v praxi najpoužívanejšie modely založené na výpočte pomerových ukazovateľov. Ich konštrukcia je založená na vzájomných vzťahoch medzi dvoma alebo viacerými absolútnymi ukazovateľmi. Medzi analýzu sústav ukazovateľov zaradujeme napríklad pyramídové rozklady, ktoré pomocou aditívnych alebo multiplikatívnych väzieb rozkladajú hlavný ukazovateľ. Ich cieľom je na jednej strane popísať vzájomných súvislostí ukazovateľov a na strane druhej ide o analýzu ich zložitých vnútorných väzieb v rámci pyramídy (Růčková, 2015).

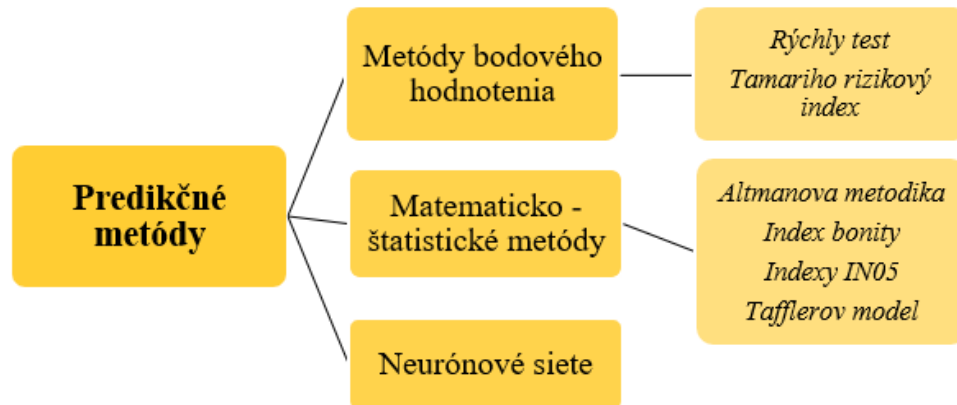
Uvedené metódy finančnej analýzy však predstavujú iba pomocné nástroje, ktoré nám umožňujú vidieť niektoré súvislosti vo finančných výkazoch jednoduchšie. Medzi ich silné stránky patrí jednoduchosť ich aplikácie a interpretácie, metodológia týchto metód napomáha k identifikácii činiteľov, ktoré sa podieľali na formovaní finančnej situácie a umožňuje určiť smer ich pôsobenia. K ďalším silným stránkam môžeme zaradiť možnosť hodnotenia dosiahnutých výsledkov v čase a identifikáciu trendov, napomáhajúce odhaliť skryté súvislosti a vzájomné vzťahy vo finančnej oblasti. Takisto tvoria východiskovú bázu vo finančnej predikcii a sú vhodné tak pre interných ako aj externých používateľov. K hlavným nevýhodám môžeme zaradiť fakt, že ide o analýzu minulých výsledkov, na ktorých už nie sme schopní nič zmeniť. Pri ich využívaní sa abstrahuje od nefinančných ukazovateľov, ktoré môžu zásadným spôsobom prispievať ku komplexnejšiemu pohľadu na vývoj podniku. Za ďalšie negatívum považujeme fakt pôsobenia sezónnych faktorov, ktoré sa v priebehu účtovného obdobia môžu radikálne meniť a v prípade, ak finančná analýza nie je vykonávaná viackrát za sledované obdobie, môžu výrazne skresľovať obraz o finančnom zdraví podniku. V prípade, ak nie sú použité rovnaké hospodárske a účtovné praktiky, môže dôjsť k skresleniu výsledkov analýzy.

1.2.2 Vyššie metódy finančnej analýzy

Vyššie metódy finančnej analýzy sa vyznačujú predikciou vývoja podniku do budúcnosti v krátkodobom časovom horizonte jeden až tri roky. Východisko, taktiež ako pri elementárnych metódach, tvorí súčasná situácia podniku. Ako však už bolo spomenuté, vyššie metódy majú za cieľ predikciu ďalšieho vývoja na základe dosiahnutých výsledkov

v súčasnosti. Takáto forma finančnej analýzy sa v odborných publikáciách označuje ako analýza ex-ante (Kubičková a kol., 2015). Využíva metódy, ktoré umožňujú predvídať budúci vývoj. Ich členenie je zobrazené na obrázku č. 2.

Obrázok č. 2: Vyššie metódy finančnej analýzy - predikčné modely



Zdroj: spracované podľa Kubičková a kol., 2015

V tretej kapitole záverečnej práce budeme vybrané predikčné metódy testovať na základe údajov z účtovníctva konkrétnej účtovnej jednotky. V tejto časti diplomovej práce by sme ich preto chceli teoreticky priblížiť a opísať. Ťažiskom predikčných metód je varovanie pred možnosťou vzniku bankrotu, čo riešia takzvané bankrotové modely alebo ide o snahu predikcie bonity, takzvané bonitné modely. Oba typy modelov pracujú s pomerovými ukazovateľmi a majú rovnaký cieľ, ktorým je predikcia budúcej finančnej situácie podniku.

Index bonity patrí do skupiny bankrotových modelov a je odvodený z diskriminačnej funkcie (Vochozka, 2011). Je vyjadrený funkciou, ktorá má tvar:

$$\text{Index bonity} = 1,5x_1 + 0,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6$$

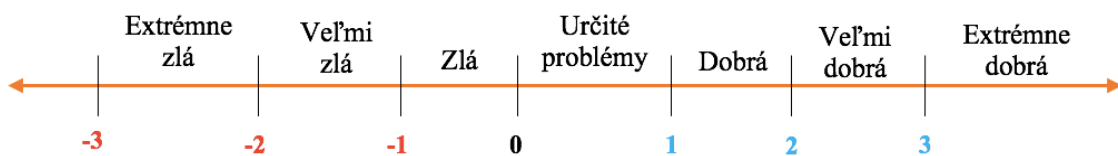
Na výpočet parciálnych ukazovateľov sa použijú nasledujúce vzorce:

- $x_1 = \text{cash flow}/\text{cudzie zdroje}$
- $x_2 = \text{majetok spolu}/\text{cudzie zdroje}$
- $x_3 = \text{EBT}/\text{majetok spolu}$
- $x_4 = \text{EBT}/\text{celkové výnosy}$
- $x_5 = \text{zásoby}/\text{celkové výnosy}$
- $x_6 = \text{celkové výnosy}/\text{majetok spolu}$

Hodnota ukazovateľa cash flow je v odborných publikáciách definovaná rozličným spôsobom, a preto si myslíme, že je dôležité stanoviť si jednotný postup vyčíslenia daného ukazovateľa pre všetky typy modelov. Zjednodušený **cash flow** sa pre účely našej diplomovej práce vypočíta ako súčet čistého zisku a odpisov. Pod skratkou EBT, ktorá je použitá vo vzorcoch, sa rozumie výsledok hospodárenia pred zdanením daňou z príjmov.

Pre ekonomickú interpretáciu a celkové hodnotenie finančnej situácie sú dôležité nasledujúce hodnotiace kritériá, ktoré sú znázornené na obrázku č. 3. Je dané, že čím je index bonity väčší, tým je finančno-ekonomická situácia a prognóza pozitívnejšia.

Obrázok č. 3: Hodnotiace kritériá indexu bonity



Zdroj: spracované podľa Zalai a kol., 2016

Ďalším z modelov je **Altmanov model**. Táto metóda prognózy bankrotu podniku je diskriminačnou funkciou, ktorá je tvorená piatimi reprezentatívnymi ukazovateľmi. Model bol vyvinutý v Spojených štátoch amerických a preto v minulosti dochádzalo k situáciám, kedy odborná verejnosť hodnotila daný model za nespoľahlivý. Dôvodom boli špecifiká a rozdielnosť ekonomického prostredia v krajinách Európy na rozdiel od tých v USA. Tento model však prešiel niekoľkými modifikáciami a testovaním v rôznych ekonomických prostrediach, kde bola dokázaná jeho spoľahlivosť pri predikcii bankrotu. Na začiatku bola táto metóda použiteľná iba na podniky, ktoré sú kótované na kapitálovom trhu. Zistilo sa však, že predikcia je dôležitá rovnako aj pre spoločnosti, ktoré nie sú obchodované na burze, a preto bol Altmanov model modifikovaný. Oba modely však boli skonštruované pre výrobné podniky, a preto bola odvodená ďalšia diskriminačná funkcia tak, aby bola aplikovateľná na nevýrobné spoločnosti. V záverečnej práci budeme pracovať s údajmi spoločnosti, ktorá nie je obchodovaná na burze a taktiež pôsobí v nevýrobnom sektore. Z tohto dôvodu sme sa rozhodli pre zadefinovanie iba daného modifikovaného modelu (Kalouda, 2017).

Modifikovaná diskriminačná funkcia má tvar:

$$Z'' = 6,56x_1 + 3,26x_2 + 6,72x_3 + 1,05x_4$$

Jednotlivé čiastkové ukazovatele sa vypočítajú pomocou vzorcov:

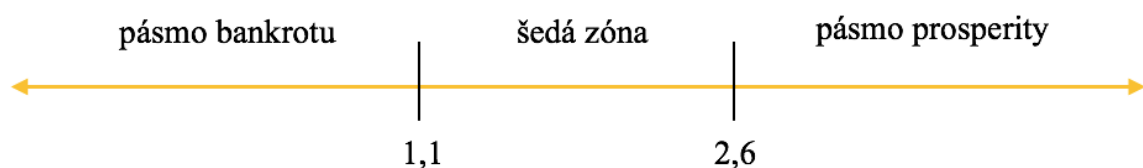
- $x_1 = \text{čistý pracovný kapitál/majetok spolu}$
- $x_2 = \text{nerozdelený zisk/majetok spolu}$
- $x_3 = \text{EBIT/majetok spolu}$
- $x_4 = \text{účtovná hodnota vlastného imania/celkové záväzky}$

Čistý pracovný kapitál patrí k rozdielovým ukazovateľom likvidity a vypočíta sa ako rozdiel obežného majetku a krátkodobých záväzkov v širšom zmysle. Pod pojmom krátkodobé záväzky v širšom zmysle sa rozumie súčet krátkodobých záväzkov, krátkodobých rezerv, bežných bankových úverov a krátkodobých finančných výpomocí.

Pod skratkou EBIT sa rozumie zisk pred zdanením a úrokmi, ktorý sa vypočíta ako súčet výsledku hospodárenia pred zdanením a nákladových úrokov.

Intervaly výsledných hodnôt potrebných na posúdenie budúcej finančnej situácie podniku sú znázornené na obrázku č.4.

Obrázok č. 4: Hodnotiace kritériá Altmanovho modelu



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai a kol., 2016

Na Altmanovu metodiku nadviazali manželia Neumaieroví, a vyvinuli bankrotový model **Index IN**, nazývaný aj index dôveryhodnosti firiem. Prvý model vznikol v roku 1999 ako reakcia na nedôveru pri použití Altmanovho modelu v podmienkach strednej Európy a teda aj Českej republiky (Neumaier, Neumaierová, 2002). Index IN prešiel niekoľkými zmenami, ktoré reagovali na zmenu ekonomického prostredia. Nakoľko sú ekonomické podmienky v Slovenskej republike podobné tým českým, myslíme si, že Index IN bude mať kvalitnú a vysokú výpovednú hodnotu pri analýze výkonnosti podniku. V našej diplomovej

práci budeme pracovať s najaktuálnejšou verziou spomínaného indexu. Ide o index, ktorý bol modifikovaný v roku 2005 a preto sa označuje ako Index IN_{05} (Neumaierová, Neumaier, 2005). Na výpočet sa používa rovnica, ktorá pozostáva z piatich pomerových ukazovateľov a má tvar:

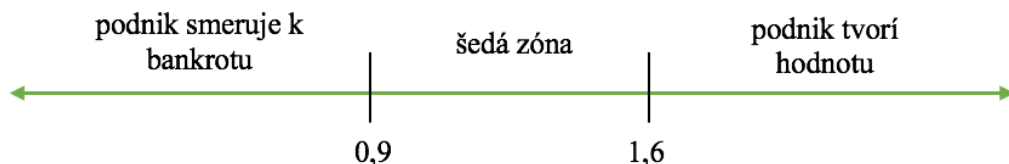
$$IN_{05} = 0,13n_1 + 0,04n_2 + 3,97n_3 + 0,21n_4 + 0,09n_5$$

Na výpočet indexu sú potrebné doplňujúce informácie o tom, aké údaje z informačného zdroja pre finančnú analýzu sa použijú:

- $n_1 = \text{majetok} / \text{cudzie zdroje}$
- $n_2 = \text{EBIT} / \text{nákladové úroky}$
- $n_3 = \text{EBIT} / \text{majetok}$
- $n_4 = \text{výnosy celkom} / \text{majetok}$
- $n_5 = \text{obežný majetok} / \text{krátkodobé záväzky v širšom zmysle}$

Pre hodnotenie, či podnik tvorí hodnotu alebo je v zlej finančnej situácii, ktorá môže spôsobiť bankrot sa používa interval hodnôt, ktorý je zobrazený na obrázku č. 5.

Obrázok č. 5: Hodnotiace kritériá indexu spoľahlivosti



Zdroj: vlastné spracovanie podľa (Neumaierová, Neumaier, 2005)

V Európe je veľmi často využívanou metódou bodového hodnotenia tzv. **Králičkov rýchly test** (Kotulič a kol., 2010). Je charakteristický svojou jednoduchosťou a komplexnosťou. Pri výpočte sa pracuje so štyrmi pomerovými ukazovateľmi, ktoré vyčerpávacím spôsobom prezentujú informačný potenciál výkazov účtovnej závierky – súvahy a výkazu ziskov a strát. Pri ekonomickej interpretácii sa pracuje s jednoduchou bodovou stupnicou tak, že sa každému vypočítanému ukazovateľu priradí prislúchajúci počet bodov.

Celkové hodnotenie sa následne zistí ako aritmetický priemer známok jednotlivých ukazovateľov:

- $R_1 = \text{vlastné imanie} / \text{majetok spolu}$
- $R_2 = (\text{cudzie zdroje-peniaze-účty v bankách}) / \text{prevádzkový cash flow}$
- $R_3 = \text{EBIT} / \text{majetok spolu}$
- $R_4 = \text{prevádzkový cash flow} / \text{výnosy}$

Výsledkom, ktoré dostaneme po dosadení hodnôt do vyššie uvedených vzorcov, sa priradia body podľa tabuľky č. 1.

Tabuľka č. 1: Bodové hodnotenie dosiahnutých výsledkov pomocou rýchleho testu

Ukazovateľ	Hodnotenie				
	Výborná situácia	Veľmi dobrá situácia	Dobrá situácia	Zlá situácia	Ohrozenie insolventnosťou
	1	2	3	4	5
R_1	> 30%	> 20%	> 10%	≤ 10%	≤ 0%
R_2	< 3 roky	< 5 rokov	< 12 rokov	≥ 12 rokov	> 30 rokov
R_3	> 10%	> 8%	> 5%	≤ 5%	≤ 0%
R_4	> 15%	> 12%	> 8%	≤ 8%	≤ 0%

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai a kol., 2016

Najlepší výsledok, ktorý môže účtovná jednotka dosiahnuť sú 4 body a naopak najhorším výsledkom je dosiahnutých 20 bodov. Z konštrukcie bodovej stupnice vyplýva, že čím nižší počet bodov spoločnosť dosiahne, tým je hodnotenie na základe Rýchleho testu lepšie. Po spriemerovaní dosiahnutého počtu bodov vieme určiť výsledok vykonaného testu bonity. Ak podnik dosiahne v priemere menej ako 2 body, považuje sa za bonitný a naopak, ak dosiahne v priemere viac ako 3 body, je klasifikovaný ako smerujúci k bankrotu.

Medzi bonitné modely sa radí **Tamariho rizikový index**. Tento typ rizikového indexu tvorí počiatky predikcie vo finančnej analýze, ale napriek tomu má daná metodika veľmi vysokú výpovednú hodnotu a je spoľahlivá.

Finančná situácia sa analyzuje na základe šiestich ukazovateľov, ktoré majú rôznorodý charakter a teda hodnotia podnik komplexne:

- $T_1 = \textit{vlastné imanie/cudzie zdroje}$
- $T_2 = \textit{výsledok hospodárenia po zdanení/vlastné zdroje}$
- $T_3 = \textit{finančné účty/krátkodobé záväzky}$
- $T_4 = \textit{vlastné náklady výroby/priemerný stav zásob}$
- $T_5 = \textit{tržby/priemerný stav pohľadávok}$
- $T_6 = \textit{vlastné náklady výroby/čistý prevádzkový kapitál}$

Pre každý ukazovateľ je stanovený obor hodnôt, ku ktorému prislúcha určitý počet bodov. Celkový súčet dosiahnutých bodov je v odbornej literatúre označovaný ako rizikový index, ktorý môže dosiahnuť maximálnu hodnotu vo výške 100 bodov. Pre ekonomickú interpretáciu je potrebné stanovenie stupňov tohto rizikového indexu. V prípade, ak firma dosiahne v súčte viac ako 60 bodov, jej finančná situácia je dobrá a jej vyhliadky do budúcnosti taktiež. Firma, ktorá sa nachádza so svojimi dosiahnutými bodmi v intervale od 30 do 60, sa vyznačuje neistou finančnou situáciou, ktorá sa môže v budúcnosti vyvíjať buď kladne alebo záporne. V takejto situácii je úlohou finančného analytika zamerať sa na oblasti, ktoré vykazujú neuspokojivé výsledky a jeho snaha by mala smerovať k ich odstráneniu. Ak má spoločnosť nízky rizikový index, čo znamená, že v súhrne získala menej ako 30 bodov, jej finančná situácia je zlá a s najväčšou pravdepodobnosťou jej hrozí bankrot (Kalouda, 2017). Tamariho rizikový index je charakteristický náročnosťou získania vstupných údajov. Z toho dôvodu sme sa rozhodli charakterizovať ho iba v teoretickej rovine a v praktickej časti diplomovej práce s ním ďalej nebudeme pracovať.

1.3 Moderné metódy finančnej analýzy

Na rozdiel od tradičných prístupov merania výkonnosti podniku, používajú moderné metódy, ukazovatele implementujúce kategóriu ekonomického zisku. Ten zohľadňuje nielen celkové náklady, ale berie do úvahy aj takzvané náklady obetovaných príležitostí, teda oportunitné náklady. Ako už bolo spomenuté, tradičné metódy hodnotenia výkonnosti majú nevýhodu v tom, že majú retrospektívny pohľad a finančné ukazovatele sú konštruované na základe už dosiahnutých výsledkov podniku. Nedokážu teda na vzniknutej situácii nič

zmeniť. Dokážu ju iba zanalyzovať a poukázať na prípadné nedostatky vo finančnom hospodárení. Postupom globalizácie sveta a ekonomiky vznikla potreba tento nedostatok vo finančnej analýze odstrániť, čo viedlo k vývoju moderných metód. Tie sú charakteristické tým, že sa zameriavajú najmä na riadenie hodnoty podniku a stotožňujú úspech spoločnosti s tvorením jeho hodnoty. Medzi moderné metódy finančnej analýzy podniku zaradíme napríklad metódy EVA, MVA, CVA a iné.

1.3.1 Ekonomická pridaná hodnota (EVA)

Model ekonomickej pridanej hodnoty bol navrhnutý v Spojených štátoch amerických na konci minulého storočia. Jeho hlavnou podstatou je rozdiel medzi ziskom z ekonomického a účtovného pohľadu, kde sa účtovným ziskom rozumie rozdiel výnosov a nákladov z účtovníctva podniku. Na výpočet účtovného zisku sa uplatní postup, ktorý bol opísaný v časti diplomovej práce s názvom zdroje vstupných dát pre finančnú analýzu, na rozdiel od ekonomického zisku, kde sa porovnávajú celkové výnosy z kapitálu a náklady na tento kapitál. Na výpočet nami zvoleného ukazovateľa EVA existuje v odborných publikáciách viacero variant výpočtu (Kislingerová, 2010). V diplomovej práci budeme pracovať s jeho základným tvarom:

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

NOPAT je charakterizovaný ako net operating profit after tax, čo v preklade znamená prevádzkový (operatívny) zisk po zdanení. Hodnota, ktorá je skrytá za označením C predstavuje dlhodobý investovaný kapitál, ktorý sa vypočíta ako súčet vlastného imania a úročených cudzích zdrojov. Posledným ukazovateľom je WACC, ktorý je charakterizovaný ako priemerný náklad kapitálu. Na prvý pohľad sa zdá, že výpočet ekonomickej pridanej hodnoty podniku nebude pre analytika predstavovať žiadny problém, nakoľko vzorec na jej výpočet pozostáva iba z troch premenných. Z dôvodu, že bol daný ukazovateľ skonštruovaný v zahraničí, kde sa používajú iné účtovné štandardy, v porovnaní s domácimi, pri výpočte sa stretávame s určitými komplikáciami.

Na vyčíslenie ukazovateľa NOPAT (Šrenkel, Smorada, 2014) budeme pracovať s rovnicou, ktorá má tvar:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{daňová sadzba})$$

Pri zisťovaní hodnoty ukazovateľa bude potrebné zodpovedať dve základné otázky. Prvou z nich je určenie hodnoty zodpovedajúcej EBIT-u. Z teoretického hľadiska sa k autorskému zámeru v našich podmienkach najviac charakteristicky približuje výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti. Nakoľko ho ovplyvňujú účtovné postupy a metódy v podmienkach Slovenskej republiky, je potrebné vykonať určité úpravy. Neexistuje však exaktný návod, o ktoré položky je potrebné výsledok hospodárenia upraviť. Celý rozhodovací proces je na analytikovi. Z dostupnej teoretickej základne však vieme uviesť tie najčastejšie sa vyskytujúce transakcie. Vylúčiť by sa mali položky, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku alebo sa vyskytujú ojedinele. Ide napríklad o tržby z predaja dlhodobého majetku, tržby z predaja nepotrebného majetku, mimoriadne položky ako napríklad manká a škody, tvorba a čerpanie tichých rezerv a iné. Ďalšiu otázku predstavuje voľba daňovej sadzby, ktorá sa vo výpočte používa. Odporúča sa použiť efektívnu daňovú sadzbu. Ide o pomer výšky dane z príjmov, splatnej aj odloženej, k celkovému výsledku hospodárenia za účtovné obdobie.

Tretím ukazovateľom, ktorého hodnotu pre výpočet ekonomickej pridanej hodnoty potrebujeme, sú vážené priemerné náklady na kapitál (WACC). V diplomovej práci sa stretávame s pojmami kapitál, cudzí kapitál a vlastný kapitál. Dané názvy však nekorešponujú s položkami uvedenými v súvahe. Považujeme preto za potrebné uviesť, že pod pojmom kapitál rozumieme celkové zdroje majetku, cudzí kapitál je charakterizovaný ako úročené cudzie zdroje a vlastný kapitál predstavuje hodnotu vlastného imania.

WACC podľa Zalai a kol., 2016 vypočítame ako:

$$\text{WACC} = N_{ck} \times \frac{CK}{C} + N_{vk} \times \frac{VK}{C}$$

kde:

CK – hodnota úročených cudzích zdrojov financovania (cudzí kapitál),

VK – hodnota vlastného imania (vlastný kapitál),

C – hodnota vlastného imania a záväzkov (celkový kapitál),

N_{ck} – náklady na úročené cudzie zdroje očistené o výšku efektívnej daňovej sadzby

N_{vk} – náklady na vlastný kapitál (v našom prípade ROE).

Vyčíslenie nákladov vlastného kapitálu, je v podmienkach, keď spoločnosť nie je obchodovaná na burze cenných papierov pre analytika veľmi náročná. V našej diplomovej práci pri vyčíslení nákladov vlastného kapitálu teda budeme vychádzať z predpokladu, že dosiahnutá a očakávaná výnosnosť vlastného kapitálu sa z dlhodobého hľadiska vyrovnávajú. Z uvedeného vyplýva, že ich výšku budeme unifikovať s úrovňou rentability vlastného kapitálu.¹

Ako už bolo spomínané, dôležitou súčasťou finančnej analýzy podniku je ekonomická interpretácia výsledkov. Pri hodnotení výkonnosti podniku pomocou ukazovateľa EVA je dôležité poukázať na skutočnosť, že podnik môžeme hodnotiť pozitívne iba v prípade, ak je ukazovateľ väčší ako 0. Vtedy môžeme skonštatovať, že podnik tvorí hodnotu, nakoľko výnos z kapitálu je vyšší ako jeho cena. V prípade, ak sa hodnota ukazovateľa rovná nule, znamená to, že dosiahnutý výnos z kapitálu pokryl iba náklady na jeho získanie. V prípade zápornej hodnoty, kedy je výnos nižší ako náklady, hovoríme o situácii, kedy sa hodnota podniku znižuje.

Na základnú filozofiu amerických autorov modelu ekonomickej pridanej hodnoty nadviazalo množstvo ďalších. K často používaným modelom patrí napríklad aj ukazovateľ výnosnosti čistých aktív RONA alebo ukazovateľ výnosnosti hrubých aktív CROGA.

1.3.2 Výnosnosť čistých aktív (RONA)

Podstata tohto ukazovateľa je zhodná s ukazovateľom EVA, avšak jeho odlišnosť spočíva v tom, že RONA je relatívnym pomerovým ukazovateľom, ktorý meria výkonnosť podniku v percentách. Hlavným cieľom je porovnanie výslednej hodnoty s WACC, pričom je žiaduce dosiahnuť vzťah $RONA > WACC$ (Kotulič a kol., 2010).

¹ Rentabilita vlastného kapitálu (ROE) sa vypočíta ako pomer zisku po zdanení a sumy vlastného kapitálu.

Na výpočet sa použije vzťah:

$$\text{RONA} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{NA}}$$

Kde hodnota NOPAT je reprezentovaný hodnotnou EBIT po zdanení, rovnako ako pri ukazovateli EVA. Ukazovateľ NA predstavuje čisté aktíva, ktoré sú výsledkom súčtu položiek dlhodobého nehmotného a hmotného majetku, zásob a pohľadávok voči odberateľom, znížených o hodnotu záväzkov voči dodávateľom.

1.3.3 Výnosnosť hrubých aktív (CROGA)

Zvolený ukazovateľ nadväzuje na dva predchádzajúce ukazovatele, avšak líši sa vstupnými údajmi potrebnými na jeho vyčíslenie. Výsledok hospodárenia po zdanení je nahradený hodnotou prevádzkového cash flow vytvoreného z hlavnej podnikateľskej činnosti po zdanení. Ten je determinovaný ako súčet prevádzkového zisku po zdanení a odpisov, takzvaný bilančný cash flow. Pri ekonomickej interpretácii porovnávame ukazovateľ CROGA s WACC, pričom je žiaduce aby $\text{CROGA} > \text{WACC}$ (Zalai a kol., 2016).

Ukazovateľ CROGA sa vypočíta:

$$\text{CROGA} = \frac{\text{OATCF}}{\text{HA}}$$

Hodnota OATCF predstavuje spomínaný prevádzkový cash flow po zdanení a HA sú determinované ako hrubé aktíva, ktoré sú súčtom dlhodobého majetku v aktuálnych obstarávacích cenách a čistého pracovného kapitálu.

1.3.4 Trhová pridaná hodnota (MVA)

Ukazovateľ vyjadruje bohatstvo vlastníkov podniku, nakoľko je daný rozdielom medzi trhovou hodnotou podniku a hodnotou investovaného kapitálu. Je žiaduce, aby hodnota MVA bola kladná. Vtedy podnik vytvára novú hodnotu pre vlastníkov (Pavelková,

Knápková, 2005). Ukazovateľ trhovej pridanej hodnoty je možné vypočítať viacerými spôsobmi (Sabolová, Zreláková, 2015). Prvým z nich je výpočet MVA ako rozdiel celkovej trhovej hodnoty podniku a celkového investovaného kapitálu. Ďalší je vyjadrený ako rozdiel trhovej a účtovnej hodnoty vlastného imania. Treťou možnosťou, ako vypočítať trhovú pridanú hodnotu, je určenie súčasnej hodnoty budúcich výsledkov EVA.

Vypočíta sa ako:

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_t}{(1+i)^n}$$

Nakoľko v diplomovej práci sa venujeme stanoveniu hodnoty EVA, pri výpočte MVA budeme pracovať so zadaným tretím spôsobom výpočtu tohto ukazovateľa. Ako diskontný faktor použijeme priemer priemerných nákladov kapitálu (WACC) v sledovanom období.

1.3.5 Cash flow výnosnosť investície (CFROI)

Ukazovateľ CFROI sa zaraďuje medzi komplexné spôsoby merania výkonnosti podniku. Pri výpočte sa využíva koncept vnútorného výnosového percenta. Podstata tohto ukazovateľa je, rovnako ako pri predchádzajúcich, totožná s ukazovateľom EVA. Rozdielnosť sa prejavuje v tom, že vypočítané vnútorné výnosové percento sa porovnáva s WACC. Je žiaduce, aby platil vzťah $CFROI > WACC$ (Zalai a kol., 2016).

Vypočíta sa ako:

$$CFROI = \frac{\text{prevádzkový cash flow pred zdanením a úrokmi}}{\text{priemerný stav dlhodobého hmotného majetku + čistý pracovný kapitál}}$$

1.3.6 Peňažná pridaná hodnota (CVA)

Model peňažnej pridanej hodnoty bol takisto skonštruovaný v Spojených štátoch amerických. Vypovedá o reálnej zmene hodnoty, ktorú dosiahol podnik v sledovanom období. Pri výpočte sa pracuje aj s ukazovateľom CFROI (Mařík, Maříková, 2005).

Vzorec na výpočet má tvar:

$$CVA = (CFROI - WACC) \times \text{kapitálový výdaj}$$

Na výpočet kapitálového výdaju (KV) sa použije vzorec:

$$KV = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+CFROI)^t} + \frac{\text{Neodpisované aktíva}}{(1+CFROI)^t}$$

Hodnota neodpisovaných aktív predstavuje hlavne pracovný kapitál a pozemky. Hovorí o tom, že sa predpokladá, že na konci doby životnosti dlhodobých aktív sa hodnota neodpisovaných aktív vráti späť do peňažnej formy.

1.3.7 Model INFA – IN financial analysis

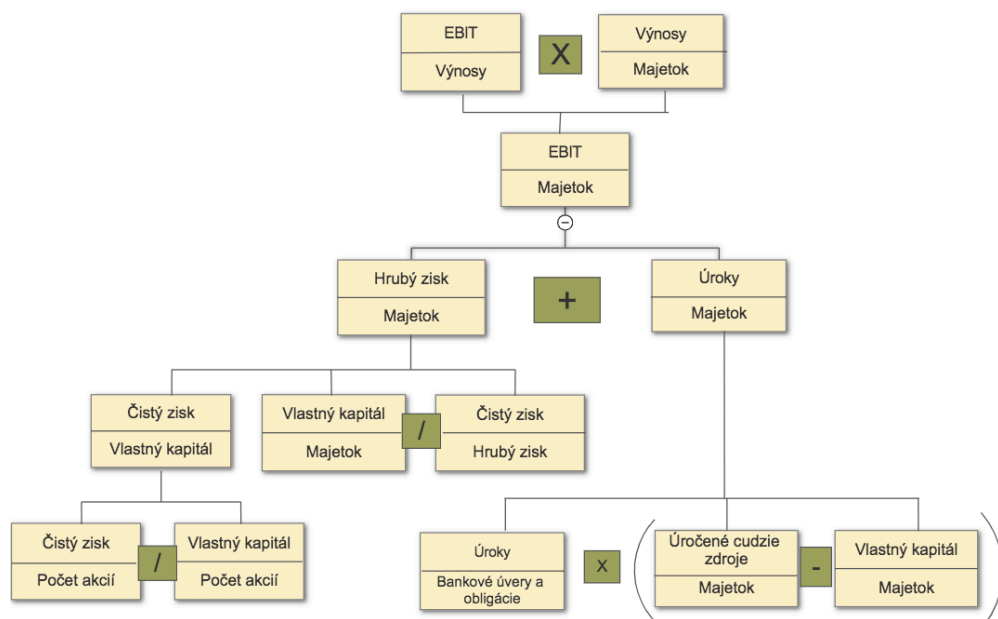
Model bol navrhnutý českými autormi a má podobu pyramídovej sústavy finančných ukazovateľov. Predstavuje mapu, na ktorej je možné sledovať vzájomné súvislosti ukazovateľov finančnej výkonnosti podniku. Autori sa opierajú o teóriu tvorby hodnoty. Meradlá výkonnosti podniku môžeme rozdeliť do troch skupín:

- mapujúce spôsob vzniku výstupov podniku a úroveň schopnosti zhodnocovať celkový kapitál,
- tie, ktoré zaznamenávajú spôsob delenia výstupov,
- meradlá finančnej rovnováhy v podniku, v ktorom delenie výstupov prebieha.

V diplomovej práci pracujeme s jednoduchým modelom INFA, ktorý je zostrojený tak, že na seba pôsobia dve proti sebe otočené pyramídy a dbá sa na zachovanie finančnej stability podniku. Na tú pôsobí jednak tvorba EBIT a taktiež jeho delenie. Vrchná pyramída,

ktorá je reprezentovaná tvorbou EBIT, znázorňuje schopnosť zhodnocovania celkového vloženého kapitálu. Dosiadnutá výnosnosť je spojnicou oboch pyramíd. Spodná pyramída, teda delenie EBIT, analyzuje vzájomné väzby ukazovateľov, ktoré ovplyvňujú delenie zisku. Súčasťou je taktiež ukazovateľ ROE. Ten síce neovplyvňuje delenie zisku, je však determinantom celkového fungovania podniku, teda aj tvorby aj delenia zisku (Neumaier, Neumaierová, 2002). Pyramídová sústava ukazovateľov modelu INFA je znázornená na obrázku č. 6.

Obrázok č. 6: Model INFA



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Neumaier, Neumaierová, 2002

1.3.8 Model Balanced Scorecard

Ide o strategický model merania výkonnosti, ktorý vznikol na začiatku 90-tych rokov. Ide o zásadnú zmenu vo finančnej analýze podniku. Tento model rozširuje a prepája meranie výkonnosti podniku výlučne prostredníctvom finančných ukazovateľov s ukazovateľmi z ďalších dôležitých perspektív. Ukazovatele a ich ciele vychádzajú zo stratégie podnikov. Autori tohto modelu poukazovali na fakt, že zameranie sa iba na finančné ukazovatele môže viesť k obmedzeniu potenciálu firmy do budúcnosti. Daný model prepája stratégiu a víziu účtovnej jednotky s jej finančnou perspektívou, zákazníckou perspektívou, perspektívou rastu a internými procesmi. Balanced Scorecard je definovaný

tromi základnými formami stratégie. Ide o rast, udržanie a najväčšie možné výnosy (Knápková a kol., 2013).

Obrázok č. 7: Prehľad perspektív aplikovaných v Balanced Scorecard



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Kaplan, Norton, 2007

Výhodou Balanced Scorecard modelu je skutočnosť, že výkonnosť podniku je hodnotená aj na základe nefinančných ukazovateľov. Na druhej strane existuje viacero slabých stránok tohto modelu. Jednou z nich je časová náročnosť zostavenia. Za ďalšiu slabú stránku považujeme finančnú náročnosť, nakoľko pre aplikáciu je potrebná softvérová podpora.

2 Ciel' práce, metodika práce a metódy skúmania

Pri spracovaní diplomovej práce sme za hlavný cieľ zvolili aplikáciu nových trendov v procese finančnej analýzy, za účelom zhodnotenia finančného zdravia vybranej účtovnej jednotky s akcentom na predikčné modely. Finančná analýza je spracovaná z reálnych podkladov potrebných na jej vykonanie. Využívame účtovné závierky spoločnosti RSL, ako aj doplnujúce interné informácie, ktoré považujeme za nevyhnutnosť pre kvalitné a hodnoverné spracovanie finančnej analýzy.

Pracujeme s predpokladom, že hlavný cieľ diplomovej práce môže byť dosiahnutý iba pomocou určených parciálnych cieľov. Za základ považujeme oboznámenie sa s teoretickými poznatkami danej problematiky.

Za prvý čiastkový cieľ sme si preto určili zmapovanie dostupných zdrojov informácií a zhrnutie nadobudnutých teoretických poznatkov. Zameriavame sa na celkové pochopenie finančnej analýzy, jej významu a v neposlednom rade aj spôsobu jej spracovania. V diplomovej práci sme sa zamerali na využitie prevažne moderných metód hodnotenia finančného zdravia účtovnej jednotky, s akcentom na predikčné modely.

Vďaka nadobudnutým teoretickým poznatkom sme mohli určiť jeden z ďalších čiastkových cieľov. Vymedzili sme spôsob vykonania finančnej analýzy. Určili sme, že bude vykonaná pomocou predikčných modelov, ktoré patria do kategórie vyšších metód. Nakoľko je daná oblasť veľmi rozsiahla, vybrali sme reprezentatívny počet modelov. V diplomovej práci pracujeme s Indexom bonity, králičkovým Rýchlym testom, Altmanovou metodikou a na ňu nadväzujúcim Indexom IN.

Tretím čiastkovým cieľom je vykonanie finančnej analýzy pomocou spomínaných moderných metód. Za ťažisko tohto cieľa považujeme analýzu prostredníctvom absolútneho ukazovateľa EVA, a taktiež jeho relatívnych modifikácií. Z nich spomenieme napríklad relatívnu EVU, EVA ROS, ukazovateľ CROGA, RONA, CVA, ale taktiež aj ukazovatele pracujúce s hodnotou prevádzkového cash flow.

Posledný čiastkový cieľ predstavuje neodmysliteľnú súčasť každej finančnej analýzy. Je ním ekonomická interpretácia vypočítaných hodnôt. Myslíme si, že bez nej by mala finančná analýza nulovú výpovednú hodnotu. Pomocou takto stanovených parciálnych cieľov sme sa dopracovali ku komplexnému zhodnoteniu finančného zdravia účtovnej jednotky, a tým splnili hlavný cieľ diplomovej práce.

V záverečnej práci pracujeme s reálnymi účtovnými závierkami spoločnosti RSL. Názov analyzovanej účtovnej jednotky sme pre účely diplomovej práce museli zmeniť, nakoľko si účtovná jednotka neželala jeho zverejnenie. Dôvodom takéhoto rozhodnutia je skutočnosť, že spoločnosť pôsobí v oblasti hazardu, ktorý je v poslednom období terčom kritiky zo strany širokej verejnosti. Tento tlak negatívne pôsobí aj na zákonodarcov, ktorí neustále sťažujú podmienky tohto biznis modelu. V záverečnej práci pracujeme s účtovnými závierkami za obdobie rokov 2014 až 2018. Myslíme si, že za takto zvolené obdobie vieme kvalitne posúdiť finančné zdravie účtovnej jednotky a posúdiť vývoj v čase.

Prvým krokom po výbere témy záverečnej práce bolo preštudovanie si množstva dostupnej odbornej literatúry. Čerpali sme predovšetkým z knižných publikácií, vedeckých článkov, právnych predpisov Slovenskej republiky a v neposlednom rade zo svojich nadobudnutých poznatkov počas doterajšieho štúdia na univerzite. Všetky našudované poznatky sme pomocou syntézy uplatnili pri písaní prvej kapitoly diplomovej práce, ktorá sa stala významným podkladom pre praktické spracovanie vybranej problematiky. Za reprezentatívnu spoločnosť sme zvolili účtovnú jednotku RSL, ktorej účtovné závierky sme mohli použiť pri spracovaní analýzy jej finančnej situácie a výnosnosti. Pri finančnej analýze sme sa zamerali predovšetkým na využitie nových, respektíve moderných metód. V diplomovej práci sme pracovali s predikčnými a matematicko-štatistickými modelmi. Tieto sme využívali pri analýze prostredníctvom vyšších metód. V praktickej časti sme ďalej pracovali aj s už spomenutými modernými metódami. Tie, na rozdiel od tradičných prístupov merania výkonnosti podniku, používajú ukazovatele implementujúce kategóriu ekonomického zisku. Získané výsledky sme prostredníctvom dedukcie mohli ekonomicky zhodnotiť a interpretovať. Venovali sme sa aj sledovaniu vývoja v čase. Pri moderných metódach sme využívali taktiež metódu komparácie, ktorá bola nevyhnutná pre správnu ekonomickú interpretáciu výsledkov.

3 Výsledky práce

V záverečnej práci sa venujeme novým trendom využívaným pri analýze finančnej situácie a výnosnosti konkrétnej účtovnej jednotky. Pre spracovanie dôslednej finančnej analýzy a pre praktickú aplikáciu nadobudnutých vedomostí z danej problematiky, bol potrebný výber účtovnej jednotky, s ktorej dátami vieme pracovať. Za reprezentujúcu vzorku sme si zvolili spoločnosť RSL. Názov spoločnosti sme pre potreby diplomovej práce zmenili, nakoľko vlastníci si neželali jeho zverejnenie. Spoločnosť sa zaoberá podnikaním v oblasti hazardných hier. Do jej portfólia patrí prevádzkovanie videohier, hazardných hier prostredníctvom elektromechanických ruliet, organizácia pokrových turnajov a mnoho iného. Z uvedeného vyplýva, že v štruktúre výnosov majú najväčšie zastúpenie tržby z predaja služieb. Spoločnosť patrí do skupiny veľkých účtovných jednotiek s povinnosťou mať účtovnú závierku overenú nezávislým audítorom.

V záverečnej práci sa zameriavame hlavne na využitie vyšších a moderných metód používaných finančnými analytikmi pri analýze finančnej situácie účtovnej jednotky. Elementárne ukazovatele považujeme za rovnako dôležitú súčasť analýzy, avšak tie sa čiastkovo využívajú aj v zložitejších ukazovateľoch. Z tohto dôvodu sme upustili od ich separátnej kalkulácie a analýzy. V prvej časti kapitoly sa budeme venovať analýze pomocou predikčných modelov.

3.1 Využitie predikčných modelov vo finančnej analýze

Predikčné modely radíme medzi vyššie formy finančnej analýzy. V nasledujúcej časti záverečnej práce budeme prakticky aplikovať získané poznatky z problematiky predikčných modelov na základe údajov z účtovných závierok spoločnosti RSL za sledované obdobie rokov 2014 – 2018. Zameriame sa na predikciu pomocou Rýchleho králičkovho testu, Indexu IN, Indexu bonity, a taktiež zanalyzujeme potenciál podniku pomocou Altmanovej metodiky.

3.1.1 Králičkov rýchly test

Model je tvorený štyrmi elementárnymi ukazovateľmi, ktorým sú po ich vyčíslení priradené body podľa stanovenej bodovej stupnice. Pri výpočte sme mali problém pri

vyčíslení prevádzkového cash flow. V odborných publikáciách a vedeckých článkoch sme sa stretli s rozdielnymi spôsobmi jeho výpočtu. Stanovili sme preto jednotný spôsob kalkulácie cash flow. Ukazovateľ sa vypočíta ako súčet výsledku hospodárenia po zdanení a hodnoty odpisov vykázanej v účtovnej závierke spoločnosti.

V nasledujúcej tabuľke č. 2 sú zobrazené hodnoty jednotlivých ukazovateľov. Vzorce na ich výpočet boli teoreticky vymedzené v prvej kapitole záverečnej práce.

Tabuľka č. 2: Králičkov rýchly test – hodnoty ukazovateľov

Rýchly test	Ukazovateľ	2014	2015	2016	2017	2018
	$R_1 = \text{vlastné imanie/majetok spolu}$	72,10	41,68	41,84	27,22	26,30
	$R_2 = (CZ - \text{finančné účty})/\text{prevádzkový cash-flow}$	0	15	3	47	35
	$R_3 = EBIT/\text{majetok spolu}$	8,64	2,22	20,69	2,50	-0,03
	$R_4 = \text{prevádzkový cash-flow/výnosy}$	8,99	1,04	4,71	0,85	-0,52

Zdroj: spracované podľa údajov z účtovnej závierky spoločnosti RSL

K celkovému hodnoteniu situácie podniku prostredníctvom Rýchleho testu sme potrebovali výsledným hodnotám priradiť body podľa stupnice. Najlepší výsledok, ktorý mohla v sledovanom roku spoločnosť dosiahnuť sú 4 body a naopak najhorším výsledkom je 20 dosiahnutých bodov. Z konštrukcie bodovej stupnice je zrejmé, že čím nižší počet bodov spoločnosť dosiahne, tým je jej hodnotenie lepšie. Po spriemerovaní dosiahnutého počtu bodov vieme stanoviť výsledok vykonaného testu bonity. Pre lepšiu prehľadnosť dosiahnutých výsledkov sme zvolili tabuľkovú metódu. Dosiahnuté celkové bodové hodnotenie ako aj priemerná hodnota výsledkov sú znázornené v tabuľke č. 3.

Tabuľka č. 3: Králičkov rýchly test – hodnotenie na základe bodovej stupnice

Rýchly test dosiahnuté body	2014	2015	2016	2017	2018
$R_1 = \text{vlastné imanie/majetok spolu}$	1	1	1	2	2
$R_2 = (CZ - \text{finančné účty})/\text{prevádzkový cash-flow}$	1	4	2	5	5
$R_3 = EBIT/\text{majetok spolu}$	2	4	1	4	5
$R_4 = \text{prevádzkový cash-flow/výnosy}$	3	4	4	4	5
Spolu	7	13	8	15	17
Priemer	1,75	3,25	2,00	3,75	4,25

Zdroj: spracované podľa údajov z účtovnej závierky spoločnosti

Z priemeru známok vidíme, že sa vývoj menil v čase. V roku 2014 bola priemerná hodnota dosiahnutých bodov 1,75 a v roku 2016 to boli 2 body. Z uvedeného môžeme konštatovať, že spoločnosť v spomínaných rokoch bola bonitná. Naopak v rokoch 2015, 2017 a 2018 bola priemerná výška dosiahnutých bodov vyššia ako 2, čo znamená že spoločnosť mala menšie problémy s bonitou. Na základe hlbšej analýzy interných a externých faktorov pôsobiacich na spoločnosť konštatujeme, že príčinou mohla byť okrem iného aj zmena legislatívy týkajúca sa hazardných hier a z toho vyplývajúci pokles tržieb za poskytované služby. Spoločnosť RSL prevádzkuje svoje výherné prístroje pod svojou licenciou udelenou Ministerstvom financií Slovenskej republiky nielen vo vlastných prevádzkach. Medzi tieto prevádzky patria iné herne, ale aj pohostinské zariadenia. Novelizáciou zákona č. 171/2005 o hazardných hrách v znení neskorších predpisov prišlo k výraznej regulácii hazardu a stroje z pohostinských a podobných zariadení museli byť odstránené. Z výsledkov v tabuľke č. 3 hodnotíme, že ukazovatele pracujúce s výsledkom hospodárenia v uvedených rokoch ovplyvnili situáciu negatívne a spoločnosť tak získala príliš vysoké bodové hodnotenia. Ide o ukazovatele R_2 a R_4 pracujúce s hodnotou zjednodušeného cash-flow, ktorý pracuje s hodnotou zisku po zdanení, a taktiež o ukazovateľ R_3 , ktorý predstavuje pomer EBIT a hodnoty majetku. Myslíme si, že spoločnosť by mala zapracovať na svojej flexibilitate reagovať na legislatívne zmeny, týkajúce sa predmetu jej podnikania tak, aby výkyvy v dosiahnutých tržbách neboli také citelné a aby spoločnosť nebola ohrozená insolventnosťou.

3.1.2 Index bonity

Ďalším predikčným modelom, ktorý charakterizuje bonitu spoločnosti, je index bonity. Na rozdiel od predchádzajúceho modelu pracuje až so šiestimi parciálnymi ukazovateľmi. Ďalším rozdielom je fakt, že výsledok sa nehodnotí pomocou bodovej stupnice, ale je vypočítaný na základe diskriminačnej funkcie. Tento spôsob je charakteristický tým, že čiastkovým ukazovateľom je pridelená stanovená váha podľa toho, ktorý čiastkový ukazovateľ najviac ovplyvňuje bonitu. Podľa hodnotiacich kritérií, ktoré sme zadefinovali v teoretickej časti záverečnej práce, môžeme konštatovať, že čím je hodnota vypočítaného indexu bonity vyššia, tým je situácia analyzovanej spoločnosti lepšia.

V nasledujúcej tabuľke č. 4 sú prezentované parciálne ukazovatele potrebné pre výpočet indexu bonity. Nakoľko sú hodnoty niektorých ukazovateľov príliš nízke, zvolili

sme zaokrúhľenie až na štyri desatinné miesta, tak aby sa s nimi lepšie pracovalo a výsledné hodnoty boli čo najmenej skreslené.

Tabuľka č. 4: Index bonity – hodnoty parciálnych ukazovateľov

Index bonity	Ukazovateľ	2014	2015	2016	2017	2018
	$x_1 = \text{cash flow/cudzie zdroje}$	0,4430	0,0485	0,2556	0,0185	-0,0269
	$x_2 = \text{majetok spolu/cudzie zdroje}$	3,5838	1,7146	1,7193	1,3740	1,3569
	$x_3 = \text{EBT/majetok spolu}$	0,0858	0,0205	0,2032	0,0206	-0,0198
	$x_4 = \text{EBT/výnosy spolu}$	0,0624	0,0075	0,0644	0,0130	-0,0052
	$x_5 = \text{zásoby/výnosy spolu}$	0,0081	0,0033	0,0005	0,0015	0,0005
	$x_6 = \text{výnosy spolu/majetok spolu}$	1,3744	2,7205	3,1546	1,5908	3,7831

Zdroj: spracované podľa údajov z účtovnej závierky spoločnosti RSL

Ďalším krokom potrebným na vyčíslenie hodnoty indexu je dosadenie získaných parciálnych hodnôt do diskriminačnej funkcie. Výsledok je prezentovaný v tabuľke č. 5.

Tabuľka č. 5: Index bonity - hodnoty modelu

Index Bonity	2014	2015	2016	2017	2018
	2,26	0,73	3,19	0,57	0,22

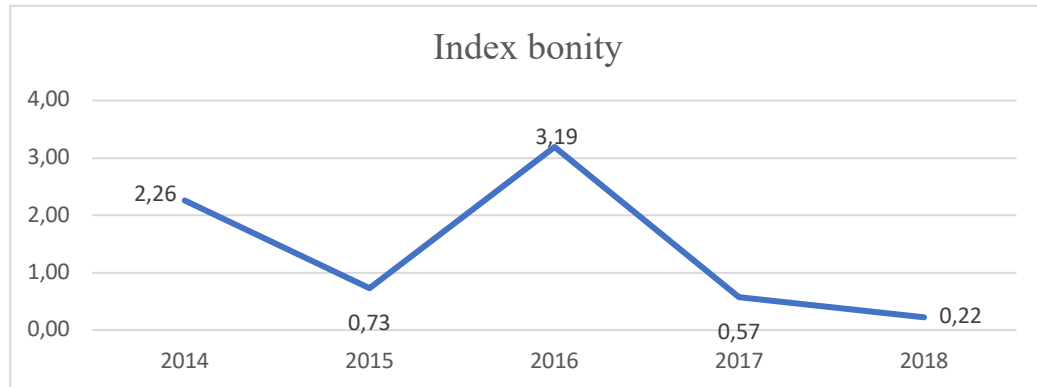
Zdroj: spracované podľa údajov z účtovnej závierky spoločnosti

Pri ekonomickom interpretovaní situácie v ktorej sa účtovná jednotka nachádza, pracujeme s hodnotiacimi kritériami stanovenými praxou. Za hraničnú hodnotu považujeme bod 0, v ktorom sa láme pozitívne a negatívne hodnotenie bonity. Nami analyzovaný podnik dosahuje v každom zo sledovaných rokov pozitívne hodnoty. Z globálneho pohľadu preto hodnotíme situáciu za pozitívnu. Rok 2014 hodnotíme na základe hodnotiacej stupnice za veľmi dobrý. Situácia sa však v roku 2015 výrazne zhoršila a účtovná jednotka sa nachádzala v hodnotiacom pásme, ktoré indikuje určité problémy. Naopak v roku 2016 sa situácia opäť zlepšila a výsledky boli extrémne dobré. Bohužiaľ v nasledujúcich dvoch rokoch bola bonita spoločnosti v problémoch. Faktory, ktoré sa podpísali pod tento stav sme identifikovali pri ekonomickej interpretácii králičkovho Rýchleho testu.

Považujeme za potrebné spomenúť aj fakt, že aj prostredníctvom už spomínaného Rýchleho testu sme dosiahli rovnaké hodnotenie bonity účtovnej jednotky. Z vykonaného testu vyplýva, že finančná analýza na základe spomínaných modelov bola vykonaná správne a boli dodržané všetky postupy a metódy.

Pre lepšiu predstavivosť vývoja bonity spoločnosti sme zvolili grafickú prezentáciu. Na grafe č. 1 vidíme medziročný vývoj.

Graf č. 1: Vývoj indexu bonity spoločnosti RSL



Zdroj: vlastné spracovanie

Môžeme konštatovať, že podnik bol v každom sledovanom roku bonitným. Situáciu v roku 2014 považujeme, s odvolaním sa na hodnotiacu stupnicu, za veľmi dobrú. Spoločnosť nemala žiadne problémy. V nasledujúcom roku 2015 sa situácia skomplikovala. Účtovná jednotka sa ocitla v problémoch, avšak stále zostala bonitnou. Z následného vývoja vieme dedukovať, že aj napriek vzniknutej situácii vedela dobre zareagovať na zmeny, pretože v roku 2016 bola jej situácia extrémne dobrá. Nečakane však prišli nové legislatívne obmedzenia, ktoré ovplyvnili situáciu a v roku 2017 sa spoločnosť opäť dostala do problémov. Tento vývoj pokračoval aj v nasledujúcom roku 2018, kedy sa hodnota ešte viac priblížila k hraničnej hodnote nula.

3.1.3 Altmanov model

Predikčné modely sa rozdeľujú do dvoch základných skupín. Prvou z nich je predikcia bonity. Na bonitu účtovnej jednotky sme sa zamerali pri analýze finančnej situácie podniku pomocou králičkovho Rýchleho testu a testovania formou Indexu bonity. Do druhej skupiny patria takzvané bankrotné modely. Na základe vykonaného predošlého testovania predpokladáme, že nami analyzovaná účtovná jednotka nebude ohrozená bankrotom. Náš predpoklad vychádza z toho, že pri testovaní bonity spoločnosť RSL dosahovala uspokojivé výsledky a v sledovanom období bola bonitnou. Naše tvrdenie budeme v prvom kroku testovať pomocou Altmanovho bankrotného modelu. Ako už bolo spomenuté v teoretickej

časti záverečnej práce, daný model prešiel mnohými modifikáciami. Prvotne bol použiteľný iba pre účtovné jednotky z výrobnjej oblasti, ktoré boli kótované na burze. Neskôr sa odvodila diskriminačná funkcia pre spoločnosti neobchodované na burze. Vplyvom rozvoja terciárneho sektora v hospodárstve však prišlo k opätovnej modifikácii. Nami analyzovaná spoločnosť pôsobí v oblasti služieb a nie je obchodovanou spoločnosťou. Preto sme pri analýze využívali modifikovaný Altmanov model.

Altmanov model operuje so štyrmi parciálnymi ukazovateľmi, ktorým sú pri výpočte celkového výsledku pridelené váhy. Výpočet parciálnych ukazovateľov je prezentovaný v tabuľke č. 6.

Tabuľka č. 6: Altmanov model – hodnoty parciálnych ukazovateľov

	Ukazovateľ	2014	2015	2016	2017	2018
Altman	$x_1 = \text{čistý pracovný kapitál/majetok spolu}$	0,6374	0,1989	0,3039	0,4576	0,1836
	$x_2 = \text{nerozdelený zisk/majetok spolu}$	0,3302	0,2270	0,1563	0,1856	0,2043
	$x_3 = \text{EBIT/majetok spolu}$	0,0864	0,0222	0,2069	0,0250	-0,0003
	$x_4 = \text{účtovná hodnota VI/záväzky spolu}$	2,5838	0,7146	0,7193	0,3740	0,3569

Zdroj: spracované podľa údajov z účtovnej závierky spoločnosti RSL

Analýza prostredníctvom Altmanovho modelu ďalej vyžaduje pre násobenie vypočítaných hodnôt jednotlivých parciálnych ukazovateľov pridelenými váhami. Na základe údajov z vypočítanej diskriminačnej funkcie následne vieme zanalyzovať situáciu účtovnej jednotky a zhodnotiť, či sa nachádza v pásme bankrotu, v šedej neutrálnej zóne alebo prosperuje. Výsledky diskriminačnej funkcie modelu sú prezentované pomocou tabuľky č. 7.

Tabuľka č. 7: Altmanov model - výsledné hodnoty modelu

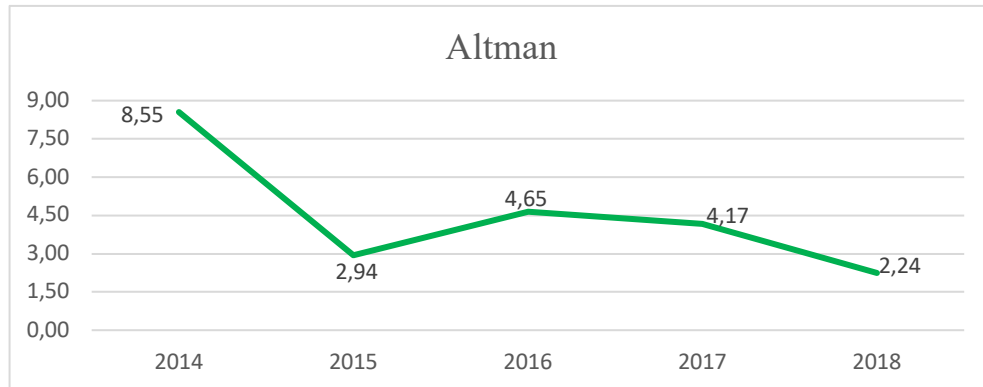
Altman	2014	2015	2016	2017	2018
	8,55	2,94	4,65	4,17	2,24

Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe hodnotiacich kritérií, ktoré boli pre danú modifikáciu zostavené, môžeme zhodnotiť situáciu spoločnosti za veľmi dobrú. Kritickou hodnotou, ktorá rozdeľuje šedú zónu od pásma prosperity je hodnota 2,6. Z tabuľky 6 je zrejmé, že za všetky sledované obdobia, okrem roku 2018, sa spoločnosť nachádza v pásme prosperity. V spomínanom roku 2018 sa nachádzala v pásme šedej zóny. Nakoľko hodnota je blízka kritickej hodnote 2,6,

hodnotíme podnik z celkového hľadiska za prosperujúci. Tento výpočet tak potvrdzuje nami stanovenú hypotézu z úvodu podkapitoly. Pomocou grafického zobrazenia prostredníctvom grafu č. 2 môžeme vidieť vývoj predikčného modelu v čase.

Graf č. 2: Vývoj hodnôt Altmanovho modelu spoločnosti RSL



Zdroj: vlastné spracovanie

Z grafu je zrejmé, že spoločnosť najviac prosperovala v roku 2014. Následne v roku 2015 prišlo k zníženiu hodnoty ukazovateľa až o 34%. Spoločnosť sa však stále nachádzala v pásme prosperity a nebola ohrozená bankrotom. Tento fakt bol potvrdený v nasledujúcom roku, kedy sa hodnota predikčného modelu opäť zvýšila z hodnoty 2,94 na hodnotu 4,65. V posledných dvoch nami sledovaných obdobiach sa hodnota prosperity mierne znížila. Z globálneho hľadiska môžeme konštatovať, že finančná situácia účtovnej jednotky v sledovaných rokoch 2014 až 2017 bola dobrá, nakoľko sa spoločnosť na základe hodnotiacej stupnice nachádzala v pásme prosperity. V roku 2018 však klesla pod hraničnú hodnotu prosperity a nachádzala sa v neutrálnej šedej zóne. Z klesajúcej tendencie hodnoty ukazovateľa posudzujeme situáciu účtovnej jednotky za menej priaznivú. V prípade ak spoločnosť nezareaguje na vzniknutú situáciu správne a v dostatočnej miere, môže sa z pásma šedej zóny dostať až do pozície, kedy bude ohrozená bankrotom. Z dlhodobého hľadiska preto nemôžeme situáciu považovať za dobrú.

3.1.4 Index IN

Tento bankrotný model pochádza zo susednej Českej republiky a vyvinuli ho manželka Neumaierová. Model bol viackrát modifikovaný. Tieto modifikácie reagovali na ekonomické zmeny v hospodárstve. V diplomovej práci pracujeme s najaktuálnejším

tvarem bankrotného modelu. Tento index sa označuje aj pojmom index dôveryhodnosti firiem.

Model pozostáva z piatich parciálnych ukazovateľov, ktorých vypočítané hodnoty prezentujeme v tabuľkovej forme pomocou tabuľky č. 8.

Tabuľka č. 8: Index IN – hodnoty parciálnych ukazovateľov

Index IN05	Ukazovateľ	2014	2015	2016	2017	2018
	$n_1 = \text{majetok}/\text{cudzíe zdroje}$	3,5838	1,7146	1,7193	1,3740	1,3569
	$n_2 = \text{EBIT}/\text{nákladové úroky}$	149,11	12,97	56,55	5,67	-0,01
	$n_3 = \text{EBIT}/\text{majetok}$	0,0864	0,0222	0,2069	0,0250	-0,0003
	$n_4 = \text{výnosy celkom}/\text{majetok}$	1,3744	2,7205	3,1546	1,5908	3,7831
	$n_5 = \text{obežný majetok}/\text{KZ v širšom zmysle}$	3,3576	1,3471	1,5357	1,9926	1,2500

Zdroj: spracované podľa údajov z účtovnej závierky spoločnosti RSL

Tak ako pri všetkých predchádzajúcich modeloch, ktoré patria k vyšším metódam finančnej analýzy, aj pri Indexe IN sú hodnotám parciálnych ukazovateľov priradené váhy. Najväčšiu váhu má ukazovateľ n_3 , ktorý dáva do pomeru ukazovateľ EBIT a celkovú netto hodnotu majetku. Hodnoty ukazovateľa Indexu IN v sledovanom období sú vypočítané v tabuľke č. 9.

Tabuľka č. 9: Index IN - výsledné hodnoty modelu

Index IN	2014	2015	2016	2017	2018
	7,36	1,52	4,11	1,02	1,08

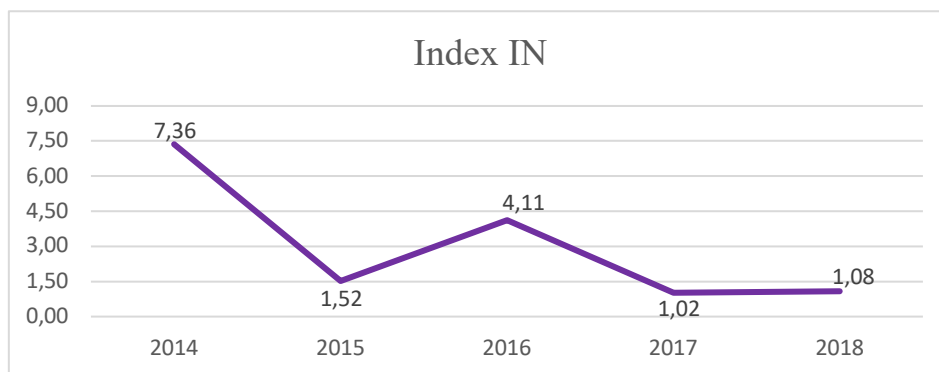
Zdroj: vlastné spracovanie

Pri tomto bankrotnom modeli sú hodnotiace kritériá pre posúdenie, či podnik tvorí hodnotu, nastavené tak, že v prípade ak je hodnota indexu nižšia ako 0,9, podnik je ohrozený bankrotom. V prípade hodnoty vyššej ako 0,9 až do hodnoty 1,6 sa podnik nachádza v neutrálnej šedej zóne. S výslednou hodnotou nad 1,6 je podnik mimo ohrozenia bankrotom a tvorí hodnotu. Z vykonanej analýzy pomocou Indexu IN, môžeme zhodnotiť, že účtovná jednotka sa ani v jednom zo sledovaných období nedostala do ohrozenia bankrotom. V rokoch 2014 a 2016 bola situácia najlepšia. Dosažené hodnoty boli vysoko nad hraničným číslom 1,6. Podnik tvoril hodnotu. Ako sme zistili v predošlých analýzách v rokoch 2015, 2017 a 2018 došlo k miernemu poklesu hodnoty modelu. Spoločnosť sa

dostala do neutrálnej šedej zóny a netvorí hodnotu. Dôvody tohto mierneho úpadku zostávajú rovnaké ako pri zvyšných modeloch. Príčinou zníženia hodnoty ukazovateľa je v tomto prípade taktiež ukazovateľ EBIT, ktorého hodnota významným spôsobom ovplyvňuje výsledok analýzy. Jeho nízka hodnota je zapríčinená poklesom tržieb spoločnosti.

Z grafu č. 3 vidíme, že vývoj ukazovateľa je podobný tomu pri Altmanovej metodike. Z výsledku usudzujeme, že finančná analýza spoločnosti bola vykonaná správne.

Graf č. 3: Vývoj hodnôt Indexu IN spoločnosti RSL



Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe spracovanej finančnej analýzy prostredníctvom predikčných modelov, môžeme nami analyzovanú spoločnosť hodnotiť ako bonitnú vo všetkých štyroch sledovaných obdobiach. Taktiež spoločnosť ani v jednom zo sledovaných rokov nebola ohrozená bankrotom. Z analýzy sme však zistili, že spoločnosť by sa mala zamerať na zlepšenie svojej flexibility voči legislatívnym zmenám. Tie sme klasifikovali ako príčinu miernych výkyvov vo vývoji finančnej situácie spoločnosti. V blízkej budúcnosti sa očakávajú ďalšie výrazné zmeny v zákone o hazardných hrách. V prípade, ak by spoločnosť v dostatočnom predstihu nezačala pracovať na opatreniach, vývoj jej finančnej situácie by sa mohol zhoršiť a spoločnosť by sa mohla dostať do finančných problémov. Výsledkom by bola strata jej bonity, a taktiež by sa spoločnosť dostala do ohrozenia bankrotom. Z dostupných interných informácií spoločnosti však vieme, že sú pripravené určité zmeny v koncepte podnikania. Tieto sa prejavujú v pozitívnom zmysle na jej tržbách a celkovej prosperite.

3.2 Využitie moderných metód vo finančnej analýze

Obsahom danej podkapitoly diplomovej práce je analýza výkonnosti účtovnej jednotky na základe vybraných moderných metód. Tieto moderné metódy spočívajú v hodnotení výkonnosti podniku a analýze tvorby jeho hodnoty. V súčasnosti existuje niekoľko nových metód hodnotenia výkonnosti. Pre rozsiahlosť problematiky však v diplomovej práci budeme pracovať iba s vybranými metódami hodnotenia. Za reprezentatívnu vzorku moderných metód sme zvolili ukazovatele EVA, relatívne ukazovatele EVA, RONA, CROGA, MVA, CFROI a CVA. Postupne ich budeme aplikovať pri finančnej analýze spoločnosti RSL.

3.2.1 Ekonomická pridaná hodnota – EVA

Model ekonomickej pridanej hodnoty predstavuje novú koncepciu hodnotenia úspešnosti účtovných jednotiek. Táto koncepcia dáva do popredia postavenie vlastníkov a maximalizáciu nimi vloženého kapitálu do spoločnosti (Zalai a kol., 2016). Ako sme už uviedli, existuje viacero spôsobov vyčíslenia ekonomickej pridanej hodnoty. V diplomovej práci budeme pracovať s modelom vo vyjadrení:

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

Základom výpočtu ukazovateľa EVA je vyčíslenie vstupných údajov. Ako sme už uviedli v predchádzajúcej časti, ukazovateľ pracuje s ekonomickým ziskom. Označuje sa ako prevádzkový, respektíve operatívny výsledok hospodárenia. Ten nie je možné získať z údajov v účtovnej závierke spoločnosti. Na jeho výpočet je potrebná modifikácia výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti, pretože ten sa mu najviac približuje. Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti sme upravili o položky príležitostného charakteru. Analýzou účtovnej závierky spoločnosti sme posúdili predaj dlhodobého hmotného majetku a materiálu za príležitostnú transakciu, nakoľko táto činnosť nepatrí k hlavným predmetom podnikania analyzovanej účtovnej jednotky. Z tohto dôvodu sme pri úpravách postupovali tak, že od výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti sme odpočítali hodnoty tržieb z predaja majetku, a taktiež sme vylúčili hodnotu jeho zostatkovej ceny. Analýzou ďalších interných zdrojov sme dospeli k záveru, že žiadne ďalšie príležitostné transakcie nenastali.

Opísaný postup predstavuje prvý krok k vyčísleniu operatívneho výsledku hospodárenia po zdanení (NOPAT). Hodnoty s ktorými sme pracovali pri vyčíslovaní sú znázornené v tabuľke č. 10.

Tabuľka č. 10: Vyčíslenie operatívneho výsledku hospodárenia

	2014	2015	2016	2017	2018
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti pred zdanením	238 558	133 851	1 438 904	228 389	21 602
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	14 500	2 900	4 230	20 800	9 730
Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu	5 903	254	1 329	14 453	2 730
Prevádzkový (operatívny) výsledok hospodárenia	229 961	131 205	1 436 003	222 042	14 602

Zdroj: vlastné spracovanie

Vyčíslenie NOPAT vyžaduje aj ďalšiu úpravu operatívneho výsledku hospodárenia. Ten musí byť upravený o daňové zaťaženie. Pri výpočte sa môže pracovať so sadzbou dane z príjmov taxatívne vymedzenú v zákone alebo sa použije efektívna daňová sadzba. Druhá možnosť je považovaná za vhodnejší spôsob výpočtu, nakoľko sa zohľadňuje reálna miera zdanenia. Pri jej výpočte sa pracuje s výsledkom hospodárenia pred a po zdanení. Výsledný pomer hodnôt predstavuje výšku reálnej miery zdanenia vyjadrenú v percentách. Hodnotu operatívneho výsledku hospodárenia po zdanení dostaneme jednoduchými matematickými úpravami. Vyčíslenú hodnotu reálnej miery zdanenia a NOPAT prezentujeme tabuľkovou formou pomocou tabuľky č. 11.

Tabuľka č. 11: Výpočet reálnej miery zdanenia a NOPAT

	2014	2015	2016	2017	2018
Výsledok hospodárenia pred zdanením	240 981	100 083	1 456 440	237 928	-215 528
Výsledok hospodárenia po zdanení	181 519	11 016	962 286	84 127	-275 837
Reálna miera zdanenia v %	24,67	88,99	33,93	64,64	-27,98
Upravený operatívny výsledok hospodárenia	229 961	131 205	1 436 003	222 042	14 602
Daň (reálna miera zdanenia)	56 743	116 763	487 220	143 532	-4 086
NOPAT	173 218	14 442	948 783	78 510	10 516

Zdroj: vlastné spracovanie

Najkomplikovanejšou časťou pri vyčíslení vstupných údajov je kvantifikácia priemerných nákladov kapitálu. Vzorec na ich výpočet sme zadefinovali v teoretickej časti. Skladá sa z nákladov vlastného kapitálu a nákladov na cudzí kapitál. Pri kalkulácii nákladov vlastného kapitálu sme v našom prípade narazili na problém, že spoločnosť nie je obchodovaná na burze. Ako sme už uviedli v prvej kapitole diplomovej práce, pojem vlastný kapitál stotožňujeme s hodnotou vlastného imania. V tomto prípade by bolo veľmi náročné stanoviť ich hodnotu. Daný problém sme však odstránili našim predpokladom, že dosiahnutá a očakávaná výnosnosť vlastného kapitálu sa z dlhodobého hľadiska vyrovnávajú. Z tohto dôvodu sme pre výpočet použili rentabilitu vlastného kapitálu, ktorá sa vypočíta ako pomer výsledku hospodárenia pred zdanením a výškou vlastného kapitálu. Obe hodnoty sú dostupné z účtovnej závierky spoločnosti. Pri kalkulácii nákladov na cudzí kapitál sme vychádzali z predpokladu, že spoločnosť nemá žiadne dlhodobé bankové úvery. Nákladové úroky tak vyplývajú zo súčtu hodnoty ostatných dlhodobých záväzkov a záväzkov voči spoločníkom. Hodnota ostatných dlhodobých záväzkov je tvorená záväzkami z titulu finančného prenájmu. Žiadne ďalšie úročené cudzie zdroje účtovná jednotka RSL nemá. Postup výpočtu priemerných nákladov kapitálu je znázornený pomocou tabuľky č. 12.

Tabuľka č. 12: Výpočet priemerných nákladov kapitálu (WACC)

	2014	2015	2016	2017	2018
Výsledok hospodárenia po zdanení	181 519	11 016	962 286	84 127	-275 837
Vlastný kapitál	2 025 019	2 036 035	2 998 322	3 142 180	2 866 343
Náklady vlastného imania (ROE)	8,96%	0,54%	32,09%	2,68%	-9,62%
Nákladové úroky	1 627	8 358	26 220	50 972	212 672
Úročený cudzí kapitál	16 867	1 543 450	1 921 647	3 558 922	7 087 700
Náklady na cudzí kapitál	9,65%	0,54%	1,36%	1,43%	3,00%
Hodnota celkového kapitálu	2 808 756	4 885 253	7 166 946	11 542 695	10 897 480
WACC	6,52%	0,40%	13,79%	1,17%	-0,58%

Zdroj: vlastné spracovanie

Po vyčíslení všetkých vstupných údajov sme pristúpili ku kvantifikácii ukazovateľa EVA. Dosiahnuté hodnoty sa nachádzajú v tabuľke č. 13.

Tabuľka č. 13: Ekonomická pridaná hodnota (EVA)

	2014	2015	2016	2017	2018
EVA	-9 927,82	-4 932,44	-39 723,09	-56 589,00	-52 648,93

Zdroj: vlastné spracovanie

Z analýzy hodnôt obsiahnutých v tabuľke č. 13 hodnotíme, že ukazovateľ EVA dosahuje vo všetkých piatich rokoch záporné hodnoty. Z teórie vieme, že v tomto prípade nemôžeme hodnotiť situáciu ako pozitívnu a účtovná jednotka svojim vlastníkom netvorí hodnotu. Znamená to, že spoločnosť nie je schopná zo svojho výsledku hospodárenia po zdanení, pokryť ani len náklady vlastného kapitálu.

Dôležitou súčasťou ekonomickej interpretácie ukazovateľa EVA je aj zhodnotenie medziročnej zmeny. Vývoj môžeme sledovať prostredníctvom tabuľky č. 14.

Tabuľka č. 14: Medziročná zmena hodnôt ukazovateľa EVA

	2014	2015	2016	2017	2018
EVA	-9 927,82	-4 932,44	-39 723,09	-56 589,00	-52 648,93
Δ EVA	-	4 995,37	-34 790,64	-16 865,91	3 940,07

Zdroj: vlastné spracovanie

Z analýzy medziročného vývoja výkonnosti účtovnej jednotky je zrejmé, že situácia sa v roku 2015 a 2018 oproti predchádzajúcemu výsledku mierne zlepšila, hoci spoločnosť aj tak nebola schopná pokryť náklady vlastného kapitálu. V ostatných sledovaných rokoch sa situácia stále viac zhoršovala.

3.2.2 Využitie relatívnych ukazovateľov EVA

Ukazovateľ EVA, ktorý patrí do skupiny moderných metód, má vo svojom absolútnom ponímaní isté nedostatky. Za hlavný nedostatok považujeme neschopnosť na jeho základe vykonať medzipodnikové porovnávanie. Tento je však odstránený transformovaním absolútneho vyjadrenia na relatívne. Táto transformácia veľmi významne prospieva k rozšíreniu využiteľnosti ukazovateľa. Existuje veľké množstvo modifikácií. V diplomovej práci sa však zameriame na tie najviac využívané, ktorými sú relatívna EVA a EVA ROS (Zalai a kol., 2016).

Ukazovateľ **relatívna EVA** sa v praxi využíva pri porovnávaní podnikov s rozdielnou kapitálovou a personálnou intenzitou. Jeho výpočet je determinovaný ako podiel. V čitateli sa uvádza hodnota absolútneho ukazovateľa EVA. Menovateľ je tvorený súčtom hodnoty osobných nákladov a súčinom priemerných nákladov kapitálu a čistých operatívnych aktív. Z konštrukcie ukazovateľa usudzujeme, že vo svojej podstate je do určitej miery podobný rentabilite nákladov. Ukazovateľ stanovuje, aký je podiel hodnoty pre akcionárov na tvorbe hodnoty v podniku (Markovič P., 2009). Myslíme si, že vzhľadom na to, že sme pri ekonomickej interpretácii ukazovateľa EVA hodnotili, že podnik netvorí hodnotu, rovnaký výsledok budeme vidieť pri analýze prostredníctvom ukazovateľa relatívna EVA. Vstupné údaje potrebné na výpočet a samotná výsledná hodnota relatívneho ukazovateľa EVA je prezentovaná prostredníctvom tabuľky č. 15.

Tabuľka č. 15: Výpočet relatívneho ukazovateľa EVA

	2014	2015	2016	2017	2018
EVA	-9 927,82	-4 932,44	-39 723,09	-56 589,00	-52 648,93
Osobné náklady	480 137	2 074 051	2 749 507	2 794 705	2 898 570
WACC * NOA	124 573	7 577	263 504	22 361	-11 074
Relatívna EVA	-1,64%	-0,24%	-1,32%	-2,01%	-1,82%

Zdroj: vlastné spracovanie

Z dosiahnutých hodnôt je jasné, že účtovná jednotka netvorí hodnotu a tým pádom nevieme posúdiť pripadajúci podiel pre vlastníkov.

Ďalším z relatívnych ukazovateľov EVA je ukazovateľ **EVA ROS**. Konštrukcia ukazovateľa spočíva v pomere ekonomickej pridanej hodnoty a čistého obratu účtovnej jednotky. Konštrukciou je ukazovateľ podobný pomerovému ukazovateľu rentability tržieb. Tento základný pomerový ukazovateľ však pracuje s výsledkom hospodárenia po zdanení, ktorý je vyčíslený v súvahe. Ako sme už uviedli, všetky moderné prístupy k hodnoteniu výkonnosti účtovnej jednotky však pracujú s operatívnym ziskom. Tak je to aj v prípade ukazovateľa EVA ROS, ktorý vychádza z upraveného operatívneho výsledku hospodárenia. Vstupné údaje a výpočet je prezentovaný v tabuľke č. 16.

Tabuľka č. 16: Výpočet relatívneho ukazovateľa EVA ROS

	2014	2015	2016	2017	2018
EVA	-9 927,82	-4 932,44	-39 723,09	-56 589,00	-52 648,93
Obrat	13 246 913	13 246 913	22 608 668	18 175 679	41 160 688
EVA ROS	-0,07%	-0,04%	-0,18%	-0,31%	-0,13%

Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe vypočítaných hodnôt v tabuľke č. 16 hodnotíme, že hoci je operatívna zisková marža účtovnej jednotky záporná, tieto hodnoty sú veľmi blízke nule. Z uvedeného konštatujeme, že situácia v nami sledovanej účtovnej jednotke nie je kritická. Ako sme už uviedli pri analýze pomocou predikčných modelov, účtovná jednotka RSL pracuje na skvalitnení ňou poskytovaných služieb, a taktiež sa zameriava na diverzifikáciu rizika spojeného s predmetom jej činnosti. Výsledkom tohto snaženia bude zvýšenie tržieb, a tým pádom aj zvýšenie jednak účtovného, a taktiež aj ekonomického zisku. Z dostupných interných informácií usudzujeme, že sa situácia v nasledujúcich rokoch začne výrazne meniť a spoločnosť by mala začať tvoriť hodnotu svojim vlastníkom.

3.2.3 Výnosnosť čistých aktív (RONA)

Ďalším ukazovateľom, ktorý bol použitý pri analýze finančnej situácie a výnosnosti účtovnej jednotky je analýza výnosnosti čistých aktív. Tento ukazovateľ patrí do skupiny relatívnych pomerových ukazovateľov, ktorý meria výkonnosť podniku v percentách. Podstata výpovednej hodnoty je rovnaká ako pri ukazovateli EVA. Líši sa však spôsobom výpočtu. Na vyčíslenie je potrebné stanoviť výšku NOPAT, ktorý sme vypočítali pri základnom ukazovateli EVA, a výšku čistých aktív. Ich výpočet uvádzame v tabuľke č.17.

Tabuľka č. 17: Výpočet čistých aktív

	2014	2015	2016	2017	2018
Dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0
+ Dlhodobý hmotný majetok	252 415	273 790	167 684	133 474	87 579
+ Zásoby	31 359	43 679	11 009	26 968	19 875
+ Pohľadávky voči odberateľom	1 746 361	1 315 963	5 494 601	9 405 536	9 536 809
- Záväzky voči dodávateľom	119 659	834 272	954 173	1 018 584	481 585
Čisté aktíva	1 910 476	799 160	4 719 121	8 547 394	9 162 678

Zdroj: vlastné spracovanie

Interpretácia zistenej finančnej situácie pozostáva z porovnania hodnôt RONA s priemernými nákladmi kapitálu (WACC).

Na to, aby sme mohli vykonať porovnanie, je potrebné vyčísliť výnosnosť čistých aktív (RONA). Výsledok dosiahneme pomerom NOPAT a hodnoty čistých aktív. Výsledky sú prezentované v tabuľke č. 18.

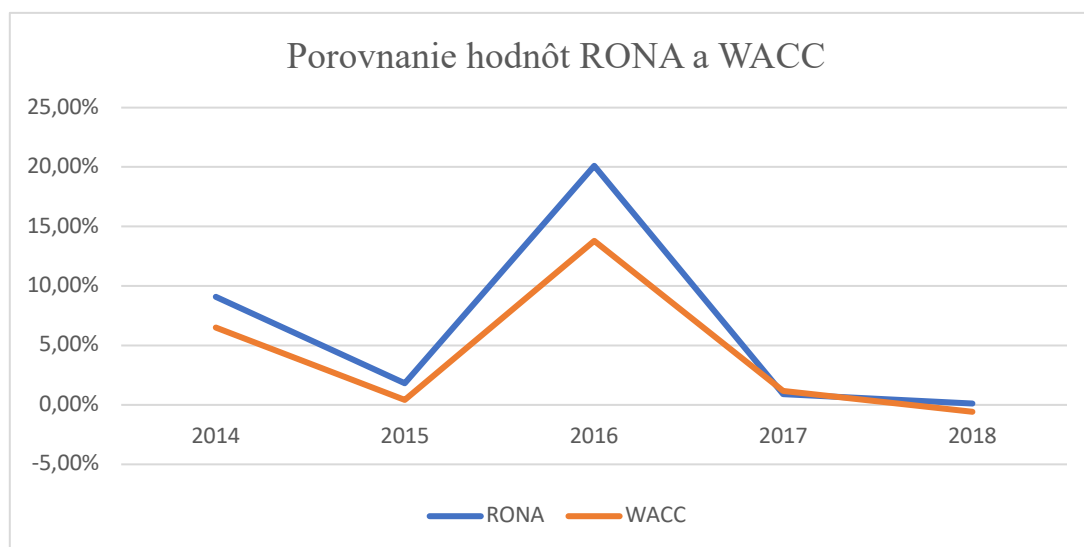
Tabuľka č. 18: Výpočet ukazovateľa RONA

	2014	2015	2016	2017	2018
Výsledok hospodárenia pred zdanením	240 981	100 083	1 456 440	237 928	-215 528
Výsledok hospodárenia po zdanení	181 519	11 016	962 286	84 127	-275 837
Reálna miera zdanenia v %	24,67	88,99	33,93	64,64	-27,98
Upravený operatívny výsledok hospodárenia	229 961	131 205	1 436 003	222 042	14 602
Daň (reálna miera zdanenia)	56 743	116 763	487 220	143 532	-4 086
NOPAT	173 218	14 442	948 783	78 510	10 516
Čisté aktíva	1 910 476	799 160	4 719 121	8 547 394	9 162 678
RONA	9,07%	1,81%	20,11%	0,92%	0,11%

Zdroj: vlastné spracovanie

Je žiaduce dosiahnuť vzťah $RONA > WACC$. Skutočnosť či platí daná nerovnica sledujeme pomocou grafu č. 4.

Graf č. 4: Porovnanie hodnôt RONA a WACC



Zdroj: vlastné spracovanie

Požadovaný stav, kedy je $RONA > WACC$, dosahuje spoločnosť v obdobiach rokov 2014 až 2016, a taktiež v roku 2018. Znamená to, že výkonnosť spoločnosti prekročila očakávania vlastníkov. Vývoj tohto relatívneho ukazovateľa sa zhoršil v roku 2017. V tomto prípade výkonnosť účtovnej jednotky nedosiahla očakávané hodnoty jej vlastníkov.

3.2.4 Výnosnosť hrubých aktív (CROGA)

Ďalším ukazovateľom, ktorý sme zvolili pre analýzu výkonnosti spoločnosti je ukazovateľ CROGA. Od prechádzajúcich ukazovateľov sa odlišuje skutočnosťou, že nepracuje so ziskom, ale s takzvaným prevádzkovým cash flow. Jeho hodnotu dosiahneme súčtom NOPAT a výškou odpisov z výkazu ziskov a strát. Po vykonaní uvedenej úpravy získame hodnotu prevádzkového cash flow po zdanení. Na jeho označenie sa používa skratka OATCF. Pri výpočte ukazovateľa CROGA sa ďalej pracuje s hodnotou hrubých aktív. Vyčíslená hodnota ukazovateľov potrebných na vyčíslenie výnosnosti hrubých aktív (HA), ako aj hodnota CROGA, sú prezentované v tabuľke č. 19. Pod pojmom hrubé aktíva rozumieme súčet hodnoty dlhodobého neobežného majetku v aktuálnych obstarávacích cenách, teda v brutto vyjadrení a hodnoty pracovného kapitálu.

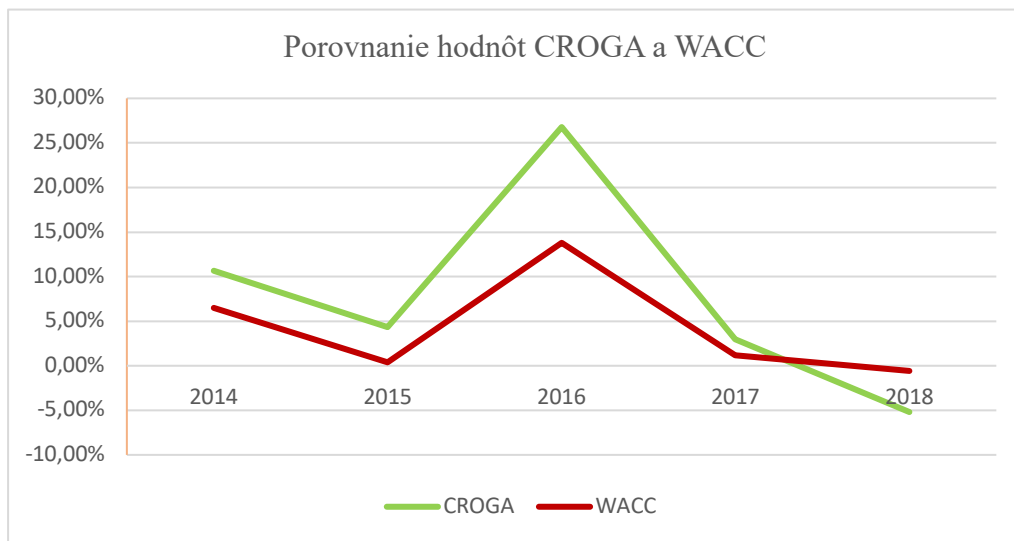
Tabuľka č. 19: Výpočet ukazovateľa CROGA

	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT	173 218	14 442	948 783	78 510	10 516
Odpisy	165 702	127 137	103 052	71 051	59 672
OATCF	338 920	141 579	1 051 835	149 561	70 188
DHM brutto	1 298 271	1 438 405	2 066 090	1 934 421	1 867 522
ČPK	1 790 340	971 709	2 178 179	5 281 928	2 001 025
HA	3 088 611	2 410 114	4 244 269	7 216 349	3 868 547
CROGA	10,97%	5,87%	24,78%	2,07%	1,81%

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri ekonomickej interpretácii dosiahnutých hodnôt sa porovnáva hodnota CROGA s hodnotou WACC. Aj v tomto prípade, podobne ako pri hodnotení ukazovateľa RONA, je žiaducim stavom $CROGA > RONA$. Skutočnosť či platí daná nerovnica sledujeme pomocou grafu č. 5.

Graf č. 5: Porovnanie hodnôt CROGA a WACC



Zdroj: vlastné spracovanie

Porovnaním hodnôt sme zistili, že v rokoch 2014 až 2017 bola požadovaná výnosnosť hrubých aktív spoločnosti vyššia ako priemerné náklady kapitálu. Znamená to, že očakávania vlastníkov podniku boli prekročené. V poslednom sledovanom období sa situácia zmenila a očakávania vlastníkov z titulu sledovania výkonnosti podniku neboli dosiahnuté.

3.2.5 Trhová pridaná hodnota (MVA)

V praxi je spomínaný ukazovateľ využívaný pri kvantifikácii výkonnosti účtovnej jednotky a hodnotí maximalizáciu tvorby hodnoty pre vlastníkov. Je žiaduce, aby bola jeho hodnota čo najvyššia. To indikuje zvyšovanie hodnoty investovaného kapitálu vloženého do účtovnej jednotky. Pri analýze sme zistili, že nevýhodou ukazovateľa je skutočnosť, že nie je možné presne určiť, akou mierou sa na výsledku podieľajú interné činnosti manažmentu a akú váhu zohrávajú externé faktory. Na druhej strane za výhodu považujeme schopnosť ukazovateľa odhadovať vývoj do budúcnosti.

Existuje viacero spôsobov jeho výpočtu. Jedným z často využívaných je spôsob pracujúci so súčtom všetkých súčasných hodnôt ukazovateľa EVA. Tento spôsob sme zvolili aj v diplomovej práci, nakoľko disponujeme všetkými potrebnými vstupnými údajmi. Pri stanovení súčasnej hodnoty ukazovateľa EVA je potrebné si stanoviť diskontný faktor. V diplomovej práci budeme pracovať s diskontným faktorom určeným ako priemer

priemerných nákladov kapitálu za sledované obdobie rokov 2014 – 2018. Výsledok je prezentovaný tabuľkovou formou prostredníctvom tabuľky č. 20.

Tabuľka č. 20: Výpočet diskontného faktora

	2014	2015	2016	2017	2018	Priemer
i (WACC)	6,52%	0,40%	13,79%	1,17%	-0,58%	4,26%

Zdroj: vlastné spracovanie

Ďalším krokom pri vyčíslení trhovej pridanej hodnoty je diskont hodnoty EVA na jeho súčasnú hodnotu. Súčtom súčasných hodnôt dostaneme výslednú hodnotu ukazovateľa. Výpočet zobrazuje tabuľka č. 21.

Tabuľka č. 21: Výpočet trhovej pridanej hodnoty (MVA)

ROK	EVA	i (WACC)	SH EVA
2014	-9 927,82	4,26 %	-9 522,17
2015	-4 932,44		-4 537,61
2016	-39 723,09		-35 050,14
2017	-56 589,00		-47 891,80
2018	-52 648,93		-42 736,70
MVA			-139 738,42

Zdroj: vlastné spracovanie

Cieľom účtovnej jednotky je maximalizácia hodnoty ukazovateľa, a teda žiaduce je, aby bola jeho hodnota kladná, pretože v takomto prípade sa hodnota spoločnosti tvorí. V našom prípade je situácia opačná. Takýto vývoj sa však dal predpokladať, nakoľko pri výpočte sa pracuje s hodnotami ukazovateľa EVA a tá bola v každom zo sledovaných období záporná. Výsledkom našej analýzy je, že podnik hodnotu netvorí, naopak hodnota investovaného kapitálu stráca. Tento jav nie je pre vlastníkov pozitívnym signálom.

3.2.6 Cash flow výnosnosť investície (CFROI)

Ukazovateľ CFROI sa zaraďuje ku komplexným hodnotiacim metódam výkonnosti účtovnej jednotky. Pri výpočte sa vychádza z konceptu vnútorného výnosového percenta. Aj pri tomto ukazovateli platí, že podstata výpovednej hodnoty je totožná s tou, ktorá sa využíva pri hodnotení výkonnosti prostredníctvom ukazovateľa EVA. Jediným rozdielom je, že sa výsledná hodnota vnútorného výnosového percenta porovnáva s priemernými

nákladmi kapitálu. Toto porovnanie môžeme označiť aj ako CFROI rozpätie. Žiaducim stavom je situácia, kedy je toto rozpätie vyššie ako nula. Pri posudzovaní výkonnosti účtovnej jednotky sa môžu použiť dva spôsoby výpočtu. Prvým a zároveň aj tým, s ktorým sme pracovali v diplomovej práci, je statický CFROI. Ďalšou variáciou je výpočet prostredníctvom dynamického CFROI. Na to aby sme vedeli použiť stanovený vzorec určený na výpočet sme najskôr museli vyčíslit' parciálne ukazovatele. Pri výpočte sa pracuje s hodnotou cash flow pred zdanením a úrokmi. Ako sme už v diplomovej práci uviedli, vypočíta sa ako súčet čistého zisku a odpisov. Nakoľko však všetky moderné prístupy k finančnej analýze pracujú s operatívnym výsledkom hospodárenia, na výpočet v tomto modeli sme nepoužili výsledok hospodárenia zo súvahy. Pracovali sme s upraveným prevádzkovým výsledkom hospodárenia. Ďalším krokom bolo vyčíslenie priemerného stavu dlhodobého hmotného majetku v brutto vyjadrení spolu s vyčíslením čistého pracovného kapitálu. Následným dosadením hodnôt do vzorca sme získali výslednú hodnotu analyzovaného ukazovateľa. Hodnoty prezentujeme tabuľkovou formou prostredníctvom tabuľky č. 22.

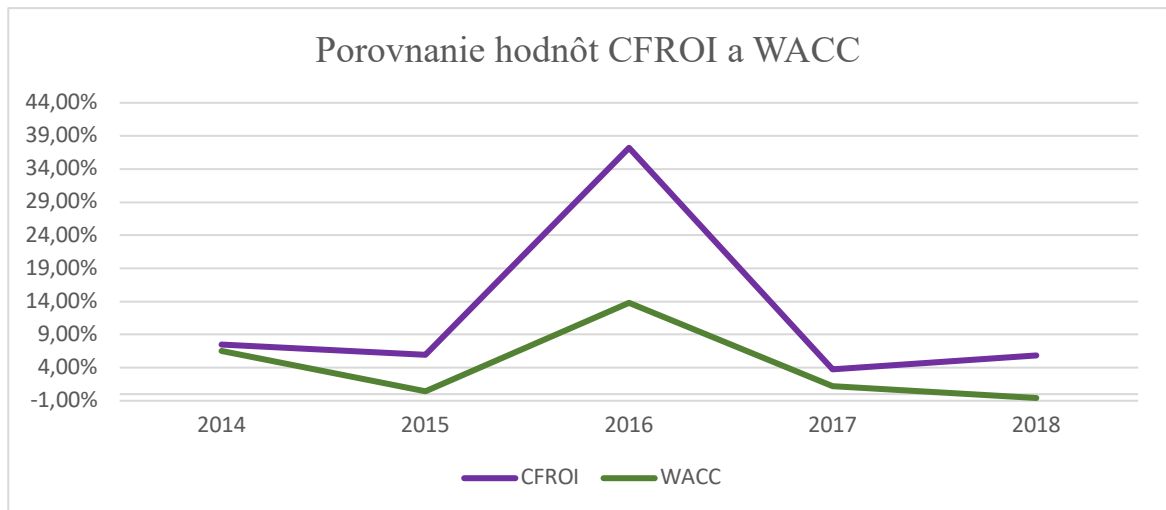
Tabuľka č. 22: Výpočet CFROI

	2014	2015	2016	2017	2018
CF pred zdanením a úrokmi	231 588	139 563	1 462 223	273 014	227 274
DHM v brutto vyjadrení	1 298 271	1 438 405	2 066 090	1 934 421	1 867 522
Ø stav DHM	1 285 307	1 368 338	1 752 248	2 000 256	1 900 972
ČPK	1 790 340	971 709	2 178 179	5 281 928	2 001 025
CFROI	7,53%	5,96%	37,20%	3,75%	5,82%

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri hodnotení výnosnosti investície pracujeme jednak s porovnaním vypočítaného CFROI a WACC. Žiaduci stav je, aby bola výnosnosť investície vyššia ako priemerné náklady kapitálu. Z grafu č. 6 môžeme vidieť, že v každom sledovanom období je hodnota CFROI vyššia. Z tohto pohľadu hodnotíme situáciu účtovnej jednotky za pozitívnu.

Graf č. 6: Porovnanie hodnôt CFROI a WACC



Zdroj: vlastné spracovanie

Ďalším hľadiskom hodnotenia je CFROI rozpätie, ktoré ako sme už spomenuli, je dané rozdielom hodnôt CFROI a WACC. Na to aby sme finančnú situáciu mohli hodnotiť pozitívne, hodnota rozdielu by mala byť kladná.

Tabuľka č. 23: Výpočet CFROI rozpätia

	2014	2015	2016	2017	2018
CFROI	7,53%	5,96%	37,20%	3,75%	5,82%
WACC	6,52%	0,40%	13,79%	1,17%	-0,58%
CFROI rozpätie	1,01%	5,57%	23,41%	2,58%	5,24%

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri analýze finančnej výkonnosti pomocou CFROI rozpätia prostredníctvom tabuľky č. 23 sledujeme, že v rokoch 2014 až 2017 je situácia účtovnej jednotky priaznivá a v daných rokoch podnik vytvoril hodnotu investície do dlhodobého hmotného majetku. Naopak situácia sa v poslednom analyzovanom období roku 2018 mierne zhoršila. CFROI rozpätie nedosahuje kladnú hodnotu. Tento stav však nehodnotíme negatívne nakoľko jeho hodnota je blízka nule.

Záver

Zhodnotenie finančnej situácie a výnosnosti účtovnej jednotky má nezastupiteľné miesto vo finančnom manažmente. Je základom pre prijímanie manažérskych rozhodnutí a predstavuje nástroj priebežnej kontroly fungovania a prosperity účtovnej jednotky. Dôležitosť finančnej analýzy spočíva aj v tom, že sa nejedná o jednorazovú záležitosť. K dosiahnutiu hodnoverných a správnych výsledkov je potrebné vykonávať ju kontinuálne, počas dlhšieho časového obdobia tak, aby boli výsledky porovnateľné.

Kvalitná výpovedná schopnosť ekonomickej finančnej analýzy spočíva v správnej interpretácii dosiahnutých výsledkov. Pred tým je však potrebné vykonať rad úkonov. Základ tvorí selekcia primeraného množstva ukazovateľov, prostredníctvom ktorých sa finančná analýza vykoná. V diplomovej práci sme na hodnotenie finančnej situácie používali vyššie metódy, z ktorých sme za reprezentatívnu vzorku zvolili Altmanovu metodiku, Rýchly test, Index bonity a Index IN. Ďalej sme pracovali s modernými metódami využívajúc model ekonomickej pridanej hodnoty a jej relatívnych modifikácií.

V časti výsledky práce sme analyzovali finančnú situáciu spoločnosti RSL. Využívali sme informácie z hlavného informačného zdroja, ktorým je účtovná závierka spoločnosti. Pracovali sme s účtovnými závierkami za obdobie rokov 2014 až 2018. Tieto verejne prístupné informácie sme doplnili aj internými informáciami, bez ktorých by sme finančnú situáciu nevedeli komplexne posúdiť. V úvode kapitoly sme využili predikčné modely na zhodnotenie finančného zdravia. Analýzou sme zistili, že vývoj má kolísavý charakter. V rokoch 2014 a 2016 sme konštatovali pozitívne výsledky. Naopak počas rokov 2015, 2017 a 2018 sme zaznamenali postupné zhoršovanie výsledkov. Hlbšou analýzou sme identifikovali príčiny zhoršujúcej sa situácie. Dôvodom je sprísňovanie legislatívy v oblasti hazardu. Z globálneho pohľadu však situáciu účtovnej jednotky vychádzajúcu z analýzy prostredníctvom vyšších metód považujeme za dobrú.

Finančnú situáciu spoločnosti RSL sme ďalej analyzovali pomocou moderných metód. Moderné metódy sú špecifické tým, že pracujú s ekonomickým ziskom. Jeho hodnotu nie je možné nájsť v súčiastiach účtovnej závierky. Je preto potrebná modifikácia výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti na takzvaný operatívny výsledok hospodárenia. Ťažiskom tejto časti bolo vyčíslenie ukazovateľa EVA. Ten nadobúdala v každom sledovanom období záporné hodnoty, čo znamená, že účtovná jednotka netvorí hodnotu svojim vlastníkom. Pozitívnym znakom však bola skutočnosť, že medziročný vývoj

ukazovateľa v niektorých obdobiach, aj napriek mínusovej hodnote, dosahoval viditeľné zlepšenie. Využitím relatívnych modifikácií ukazovateľa sme zistili, že napriek zápornej hodnote ziskovej marže, situácia nie je kritická, nakoľko hodnoty sa približovali nulovému bodu. Pri výpočte ukazovateľa MVA, teda trhovej hodnoty podniku, sme vychádzali zo súčasnej hodnoty budúcich ukazovateľov EVA. Negatívny vývoj ukazovateľa EVA tak ovplyvnil aj úroveň ukazovateľa MVA, ktorý nadobudol zápornú hodnotu. Cieľom podniku by však naopak mala byť maximalizácia hodnoty.

Finančnú situáciu účtovnej jednotky RSL na základne finančnej analýzy vykonanej prostredníctvom moderných metód nehodnotíme ako pozitívnu. Vývoj mal kolísavý charakter. Pozitívom však je, že sme dokázali identifikovať slabé stránky. Príčinou sú hlavne legislatívne zmeny v oblasti hazardu, ktoré majú reštriktívny charakter. Spoločnosť by sa mala zamerať na svoju schopnosť pružnejšie reagovať na vzniknutú situáciu. Naším odporúčaním je diverzifikácia rizika, ktorá by spočívala napríklad v rozšírení portfólia poskytovaných služieb. Z interných informácií spoločnosti však vieme, že spoločnosť intenzívne pracuje na zlepšení svojej výkonnosti a na posilnení konkurencieschopnosti. Tieto skutočnosti môžu v budúcnosti pozitívne vplývať na finančné zdravie a stabilitu finančnej situácie účtovnej jednotky aj v prípade sprísnenia legislatívnych zmien v oblasti hazardu.

Zoznam použitej literatúry

Knižné publikácie

- [1] KALOUDA, F. 2017. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň : Aleš Čeňek, 2017. 328 s. ISBN 978-80-7380-646-0.
- [2] KAPLAN, R. S., NORTON, D. P. *Balanced Scorecard: Strategický systém měření výkonnosti podniku*. Praha : Management Press, 2007. 267 s. ISBN: 978-80-7261-177-5.
- [3] KISLINGEROVÁ, E. 2010. *Manažerské finance*. Praha : C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [4] KNÁPKOVÁ, A. a kol. 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha : Grada Publishing, 2013. 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [5] KOTULIČ, R. a kol. 2010. *Finančná analýza podniku*. Bratislava : Iura Edition, 2010. 238 s. ISBN 978-80-8078-342-6.
- [6] KUBÍČKOVÁ, D. a kol. 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firem*. Praha : C. H. Beck, 2015. 368 s. ISBN 978-80-7400-538-1.
- [7] LUKÁČ, J. a kol. 2017. *Finančná a ekonomická výkonnosť v kontexte malých a stredných podnikov*. Košice : TypoPress, 2017. 210 s. ISBN 978-80-8129-082-4.
- [8] MAŘÍK, M. – MAŘÍKOVÁ, P. 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha : Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [9] NEUMAIEROVÁ, I. – NEUMAIER, I. 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha : Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [10] ORESKÝ, M. 2017. *Finančná a ekonomická analýza obchodného podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. 198 s. ISBN 978-80-8168-763-1.
- [11] PAVELKOVÁ, D. – KNÁPKOVÁ, A. 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : LINDE, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [12] RŮČKOVÁ, P. 2015. *Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha : GRADA publishing, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-9931-5.
- [13] SEDLÁČEK, J. 2011. *Finanční analýza podniku*. Brno : Computer Press, 2011. 154 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
- [14] ŠLOSÁROVÁ, A. – BLAHUŠIAKOVÁ, M. 2017. *Analýza účtovnej závierky*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. 281 s. ISBN 978-80-8168-589-7.

- [15] ŠLOSÁROVÁ, A. a kol. 2016. *Účtovníctvo*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. 290 s. ISBN 978-80-8168-444-9.
- [16] VOCHOZKA, M. 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha : Grada Publishing, 2011. 248 s. ISBN 978-80-247-3647-1.
- [17] ZALAI, K. a kol. 2016. *Finančno – ekonomická analýza podniku*. Bratislava : Sprint 2 s. r. o., 2016. 487 s. ISBN 978-80-89710-22-5.

Právne normy

- [18] Opatrenia Ministerstva financií Slovenskej republiky z 3. decembra 2014 č. MF/23377/2014-74, ktorým sa ustanovujú podrobnosti o individuálnej účtovnej závierke a rozsahu údajov určených z individuálnej účtovnej závierky na zverejnenie pre veľké účtovné jednotky a subjekty verejného záujmu.
- [19] Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.
- [20] Zákon č. 595/2003 Z.z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov.
- [21] Zákon č.171/2005 Z. z. o hazardných hrách v znení neskorších predpisov.

Elektronické dokumenty

- [22] ŠRENKEL, Ľudovít a Marián SMORADA. EVA ZERO - skutočná relatívna EVA. Finančný manažér: periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov. Bratislava : Slovenská asociácia podnikových finančníkov, 2014. s. 15-21. ISSN 1335-5813. Dostupné na internete: <http://asocfin.sk/wp-content/uploads/2012/07/FM-JAR-2014.pdf>.
- [23] NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan Index IN05 : Index IN05. In Evropské finanční systémy : Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference. Brno : Masarykova univerzita v Brně, 2005. s. 143-146. Dostupné na internete: <http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>.

Článok z tlačeneého zborníka a časopisu

- [24] SABOLOVÁ, Martina a Lenka ZRELÁKOVÁ. Moderné prístupy hodnotenia výkonnosti podniku. EUKER: European Union Knowledge Economy Review: scientific journal. 2015, volume 3, No. 1, 5-13. ISSN 1339-2786.
- [25] MARKOVIČ, P. 2009. *Využitie ukazovateľa EVA pri medzipodnikovom porovnávaní*. IN: *Finančný manažment a controlling v praxi*, ISSN: 1337-7574, roč. 11, s. 628.