

Economic Value Added a primeraný zisk

Peter Gallo

Abstrakt

Príspevok sa zaoberá aktuálnou problematikou vymedzenia pojmu primeraný zisk a metodikou jeho výpočtu na základe ekonomickej pridanej hodnoty (Economic Value Added) pri rešpektovaní určitých pravidiel fungujúcich na trhu. Naznačuje postupy ako efektívne ovplyvňovať proces riadenia ziskovosti podniku a ako monitorovať, či sa podnik na trhu správa eticky a zodpovedne.

Základné pojmy

primeraný zisk, čistý zisk, NOPAT, EBIT, EVA, r_e – riziková prémie.

Úvod

V praxi veľmi často počujeme aj od úspešných manažérov pojem primeraný zisk, primeraná cena. Tento pojem sa stane ešte dôležitejším, keď sa na trhu zmenia podmienky a podniky začínajú zvyšovať svoje ceny. Ako príklad možno uviesť energetické alebo vodárenské spoločnosti, kde zmeny ceny produktov môžu viesť k značným deformáciám trhu.

Ak chceme tento pojem konkretizovať, objaví sa však problém, ako ho vypočítať. Na jeho výpočet môže byť mnoho názorov a odpovedí. Najčastejšie to podniky zdôrazňujú tým, že vyrábame stále lacno a ceny sú príliš nízke a pod. Týmto sa ekonomika dostáva do stále väčších problémov, pretože klesá kúpna sila. Môže však nastať aj opačný prípad, ako napr. cena energií, ktorá rastie a nemáme možnosť kontroly jej oprávnenia. V tomto príspevku sa pokúsime dať odpoveď na otázku, či zisk, ktorý firma dosahuje je primeraný vo vzťahu k jeho vlastnému imaniu, alebo je nízky, či neprimerane vysoký. Poznanie tejto skutočnosti môže viesť k náprave zdeformovaných ekonomických vzťahov v hospodárstve.

Každá obchodná spoločnosť, ale aj iné typy organizácií, tvoria ročné plány na báze výnosov a nákladov. Východiskom pre projektovanie výšky primeraného zisku sú potom práve tieto dokumenty. Problémom ale je, ktorý zisk je pre firmu primeraný, ktorý je už priveľmi nízky alebo priveľmi vysoký. Z toho dôvodu je potrebné zdefinovať určité predpoklady, z ktorých je potrebné vychádzať. Primeraný zisk môžeme vymedziť na základe týchto predpokladov nasledovne.

Primeraným ziskom môžeme nazvať zisk, pri ktorom podnik efektívne využíva kapitál, t. z., že náklady na jeho využitie sú nižšie ako ekonomický zisk, pričom tento nepresahuje hodnotu bežnú na trhu, ktorá by sa mohla pohybovať od 15 do 30 %. Tieto hodnoty sú odvodené od základného ukazovateľa finančnej analýzy produkčná sila – ROA, kde sa optimálna hodnota pohybuje od 15 do 30%.

Možno konštatovať, že podniky operujúce v tomto ziskovom rozpätí zachovávajú korektné a etické správanie sa voči svojim zákazníkom, ale vzhľadom na marketingové skutočnosti a správanie sa trhu, je možné, že toto rozpätie bude aj niekoľkonásobne vyššie. Závisí to aj od predinvestičného správania sa podniku a fázy jeho životného cyklu. Veľmi dôležitú úlohu pri stanovení jeho výšky zohráva aj riziko, ktoré podnik musí podstúpiť so svojim produktom na trhu. Tým vzniká závislosť na troch premenných: využívanie vlastného imania, výška zisku a riziková prémie.¹

Výpočet primeraného zisku

Pre výpočet primeraného zisku je vhodné použiť ukazovateľ Economic Value Added (EVA) a nasledovnú metodiku výpočtu. Musíme ale podotknúť, že to je len jeden zo spôsobov ako pristúpiť k riešeniu tohto problému.

$$EVA = (EBIT / \text{Vlastné imanie} - r_e) \times \text{vlastné imanie}$$

Kde EBIT - je zisk pred úrokmi a daňami, prípadne je možné nahradiť túto hodnotu čistým ziskom, čím sa požiadavky na výšku hodnoty EVA zvýšia. Vzhľadom na skutočnosť, že s daňami a nákladmi na cudzie zdroje uvažujeme v nákladoch na kapitál, rozhodli sme sa použiť pre výpočet EBIT.

r_e - koeficient, ktorý možno nazvať prémie za riziko, pre naše výpočty možno uvažovať s hodnotou na úrovni úrokovej sadzby bánk plus rizikové prirážky.² Čím bude tento koeficient vyšší, tým aj nároky na výšku EVA budú vyššie. Pre potreby výpočtu zvolíme odporúčanú sadzbu pre projekty Európskej únie 5%.

¹ Riziková prémie – bižšie vid' Mařík, M. a kol. 2011. Metody oceňování podniku pro pokročilé. Praha: Ekopress, ISBN 978-80-86929-80-4, s. 275 – 327, Maříková, P., Mařík, M. 2001. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, ISBN 80-86119-36-X, s. 45-48

² detto

Aby podnik dosiahol primeraný zisk je potrebné stanoviť hranice EVA, kedy je podnik na hranici ziskovosti. Platí to pre hodnotu $EVA = 0$. V prípade, že EVA je väčšie ako nula podnik dobre využíva kapitál, ktorým disponuje. V prípade, že EVA je menšie ako nula, podnik má vážne problémy v oblasti vlastného imania a tvorby EBIT (čistého zisku) a mal by to čo najskôr riešiť.

Postup výpočtu

Uvažujme, že podnik z oblasti energetického priemyslu dosiahol za roky 2013 až 2015 nasledovné výsledky (v tis. €):

P. č.	TEXT	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015
1	Čistý zisk	23 254	51 791	65 646
2	Nákladové úroky	1 205	1 250	985
3	Daň z príjmu	6 278	4 091	9 599
4	EBIT	30 737	57 132	76 230
5	Vlastné imanie	521 217	681 866	667 731

Nech hodnota r_e je stanovená pre jednotlivé obdobia nasledovne:

P. č.	TEXT	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015
6	riziková prémie r_e	5,0%	5,0%	5,0%

Potom hodnoty Eva budú nasledovné:

P. č.	TEXT	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015
7	EVA	4 676	23 039	42 843

Urobme teraz prepočet EBIT pre $EVA = 0$ a vypočítajme odchýlky:

P. č.	TEXT	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015
8	$EVA = 0$	0	0	0
9	$EBIT_1$ pre $EVA = 0$	26 061	34 093	33 387
10	Odchýlka od $EBIT_1$ v tis. €	4 676	23 039	42 843
11	Odchýlka od $EBIT_1$ v %	17,9%	67,6%	128,3%

Z tabuľky v riadku 11 vidíme, že firma oproti $EVA = 0$ dosahuje zisk o 17,9 % vyšší ako je efektívny zisk pre $EVA = 0$. Ak uvažujeme s intervalom primeraného zisku na základe ROA 15 až 30%, môžeme konštatovať, že tento zisk je ešte primeraný. V rokoch 2014 a 2015 však už prekročil hranicu 30 aj 100% a na základe tohot výpočtu môžeme konštatovať, že tento zisk je už neprimerane vysoký, čo dokumentuje aj prepočet na ukazovateľ rentability tržieb ROS.

Keď urobíme korekciu na hodnotu 30% zisku dostávame nasledovné hodnoty:

P. č.	TEXT	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015
12	Percento zisku	30,0%	30,0%	30,0%
13	Primeraný zisk (30%)	33 879	44 321	43 403
14	Rozdiel v ziskovosti v tis. €	-3 142	12 811	32 827

Z tabuľky vidíme, že EBIT, ktorý dosiahol podnik je príliš vysoký vo vzťahu k výpočtom ukazovateľa EVA. Je namieste otázka: *Nepredáva táto firma draho?* A tak si môže vlastne zákazník na základe výročných správ obchodných spoločností zistiť, či tie nákupy, ktoré robí, nie sú nadhodnotené alebo ako efektívne mu funguje nákupný marketing. Marketing alebo ešte lepšie strategický controlling z takéhoto poznatku môže zistiť mnoho informácií. Tu sú niektoré z nich:

1. *Nenakupujeme príliš draho?*
2. *Firma veľmi efektívne využíva svoj vlastný kapitál.*
3. *Ciele, ktoré si firma stanovuje sú príliš náročné a založené na neprimerane vysokom zisku.*
4. *Firma si môže dovoliť ísť do väčších rizík, lebo má väčší operačný priestor.*
5. *Firma má dobrý rating, ale jej správanie sa k zákazníkom je neprimerané.*
6. *atď'....*

Teraz už len postačuje urobiť si prepočet, či za energiu (elektrickú, plyn, teplo, materiál a pod.) neplatíme viac, ako máme a či štát správne reguluje cenu v týchto odvetviach. K výpočtu postačujú výročné správy týchto spoločností.

Treba si však uvedomiť, že to je len jeden z pohľadov na činnosť podniku a pohľad napríklad na vybraného zákazníka alebo dodávateľa. Výpočet dáva pohľad na podnik ako celok. Vo vzťahu k podniku je potrebné skúmať aj ďalšie stránky tohto procesu, ako napríklad či podnik efektívne využíva svoje fixné náklady, alebo je ich potrebné znížiť?

Na základe tohoto prepočtu môžu podniky sledovať vývoj zisku a porovnávať ho zo ziskom na hranici efektivity. Uvedený výpočet môže byť vhodným nástrojom na riadenie činnosti podniku a kontrolu správnosti zostavených plánov. Tým sa jej vývoj stane prehľadnejší a ľahšie bude možné monitorovať jej činnosť a v správny čas urobiť potrebné korekcie. Zároveň tento prepočet je aj vhodným motivačným nástrojom pre strategický rozvoj podniku ako aj odmeňovanie pracovníkov. Zároveň tento prepočet umožňuje štátu formou jednoduchého prepočtu regulovať vývoj ekonomiky v rôznych odvetviach a nemusí dochádzať na trhu k deformácii cien, ako to dosť často vidieť v praxi.

Prémia za riziko r_e

Problematickou veličinou v tomto výpočte je koeficient r_e , ktorý nazveme prémia za riziko. Toto riziko hovorí o rozpätí, v ktorom sa nachádza výsledok podniku. Podstúpenému riziku by mala zodpovedať požadovaná výnosnosť. Hľadáme teda výnosnosť rovnako rizikovej investície, ktoré predstavuje tzv. alternatívny náklad na kapitál (r_e). Stanovenie tohto nákladu na kapitál nie vecou predstavy jednotlivca, ale je potrebné kvantifikovať riziká kapitálového trhu. Stanoviť tieto kapitálové riziká je veľmi ťažké, pretože nepoznáme všetky riziká. Preto stanovenie tohto nákladu na kapitál má aj subjektívny charakter.

Alternatívny náklad vlastného imania je daný ako súčet bezrizikového aktíva a premie za riziko³:

$$r_e = r_f + PR$$

kde r_f - výnosnosť bezrizikového aktíva (štátneho dlhopisu a pod.)

PR - prémia za riziko.

Fama a French⁴ definujú prémiiu za riziko nasledovne:

$$PR = r_{LA} + r_P$$

r_{LA} - riziková prirážka za nižšiu likviditu akcie na trhu. Jej výšku ovplyvňuje najmä skutočnosť, či je firma verejne obchodovateľná, aká je veľkosť firmy a veľkosť vlastného podielu

r_P - riziková prirážka za neperspektívnosť firmy. Jej výška je určená faktormi určujúcimi perspektívnosť firmy.

Inšpiráciou pre vyjadrenie rizikovej prirážky môže byť hodnotenie ratingových agentúr. Ale je potrebné uvedomiť si, že ratingové agentúry hodnotia riziko z pohľadu veriteľov, t. z. či podnik je schopný splniť záväzky vo vzťahu ku svojim veriteľom. Výsledky a postupy ratingových agentúr nám pomôžu pri stanovení nákladov na vlastný kapitál. Rating oceňuje riziká podnikateľského zámeru podniku. Jedná sa o úplne rovnaké riziká, ktoré musí brať do úvahy aj vlastník (podnikateľské a finančné riziko). Pohľad vlastníka a veriteľa sa odlišuje v tom, že veriteľ preferuje nižšie riziko, pretože jeho odmena je fixná, pričom majiteľ optimalizuje vzťah riziko – výnos. Líšia sa aj prognózovaným obdobím, pretože veriteľov

³ Horváthová, J., Mokrišová, M., Suhányiová, A. 2016. Meranie a hodnotenie výkonnosti podniku. Prešov: Bookman, ISBN 978-80-8165-174-8 s. 82 - 108

⁴ detto

zaujíma časový horizont, ktorý trvá v priebehu splácania úveru. Napriek tomu je možné postup ratingových agentúr použiť na konštrukciu ceny za vlastný kapitál, ktorú možno vyjadriť nasledovne:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finančné}}$$

kde

- r_f - výnosnosť bezrizikového aktíva,
- r_{LA} - riziková prirážka za nižšiu likviditu akcie na trhu,
- r_{podnik} - riziková prirážka za podnikateľské riziko,
- $r_{\text{finančné}}$ - riziková prirážka za finančné riziko.

Prvé dve riziká odrážajú externé hodnotenie, ide o výnosnosť bezrizikového aktíva a druhé súvisí so situáciou na trhu cenných papierov – špecifická riziková prémie pre akcie. Ďalšie dve riziká sú riziká z pohľadu majiteľov. Takto sa postupuje pri výpočte alternatívneho nákladu na vlastný kapitál (r_e), ktorý je jedinou správnu diskontnou sadzbou pre toky z podniku k vlastníkom, ktoré sú reprezentované dividendou.

Pokiaľ by sa jednalo o free cash flow, ktorý predstavuje toky z firmy pre všetkých poskytovateľov plateného kapitálu, je potrebné ako diskontnú sadzbu použiť priemerné náklady na kapitál (WACC)⁵:

$$WACC = r_d \times (1 - d) \times VI/K + r_e \times CZ/K$$

- WACC - vážený priemer nákladov na kapitál (Weighted Average Capital Cost)
- r_d - alternatívny náklad na platený cudzí kapitál,
- r_e - alternatívny náklad na vlastný kapitál,
- K - hodnota plateného kapitálu firmy,
- CZ - hodnota plateného cudzieho kapitálu,
- VI - hodnota vlastného kapitálu,
- d - sadzba dane z príjmov.

Alternatívny náklad na vlastný kapitál bude vyšší ako alternatívny náklad na cudzí kapitál, pretože majiteľ je nositeľom vyššieho rizika než veriteľ. Takto stanovený náklad je jedinou možnou cestou pri free cash flow.

Ako prvú položku pri konštrukcii rizika zavádzame **sadzba za bezrizikové aktívum** (resp. najmenej rizikové aktívum, ktorým sú v tom ktorom štáte **štátne ročné dlhopisy**).

⁵ Scholleová, H. 2009. Investiční controlling. Praha: Grada, ISBN 978-80-247-2952-7, s. 142 - 159

Pri konštrukcii rizikovej prirážky ďalej vychádzame zo záveru Modiglianiho a Millera, a to, že vážený priemer nákladov na kapitál WACC je vzhľadom na kapitálovú štruktúru konštantou⁶. Pri zmene kapitálovej štruktúry sa tento priemer nezmení. Ale naopak alternatívny náklad na vlastný kapitál nie je vo vzťahu ku kapitálovej štruktúre konštantný. Konečnú výšku alternatívneho nákladu na môžeme vyjadriť pomocou vzťahu:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finstr}} + r_{\text{finstab}}$$

r_f	sadzba bezrizikové aktíva,
r_{LA}	riziková prirážka za nedostatočnú likvidnosť aktív,
r_{podnik}	prirážka za výšku podnikateľského rizika,
r_{finstr}	prirážka za riziko plynúce z kapitálovej štruktúry,
r_{finstab}	prirážka za riziko, že podnik nebude splácať svoje záväzky.

Prirážka za podnikateľské riziko je naviazaná na schopnosť firmy zvládnuť dopad prevádzkovej páky, ktorú determinuje veľkosť fixných nákladov daných prevádzkou podniku. Východiskom preto je výška a stabilita produkčnej sily podniku. Riziko je možné znížiť znížením nestability a variability príjmov podniku, tvorbou primeraných rezerv, zlepšením predvídania vývoja. V tomto prípade sa za hodnotiace kritérium rizika berie do úvahy ukazovateľ **EBIT/Aktíva**, ktorý vyjadruje produkčnú silu podniku.

Prirážka za riziko vyplývajúce z kapitálovej štruktúry podniku je odvodená z úrovne finančnej páky, ktorá determinuje veľkosť fixných nákladov daných jej financovaním.

Prirážka za finančnú nestabilitu je odvodená od ukazovateľa **bežná likvidita**.

Prirážka v prípade horšej predajnosti akcií je determinovaná veľkosťou podniku – ako najlepší sa na hodnotenie rizika javí **vlastný kapitál a jeho výška**.

Ak by bola firma financovaná iba vlastným kapitálom potom **WACC = r_e** . A v tomto prípade platí, že riziko vyplývajúce z kapitálovej štruktúry je nulové.

Záver

Problematika primeraného zisku je stále pomerne aktuálna a môže byť na ňu veľa názorov. Pre reálne posúdenie situácie je dôležité, aby sme vedeli primeraný zisk aj vypočítať a využiť benchmarkingové porovnávania na to, aby sme tieto výsledky ďalej zrealnili. Tým je

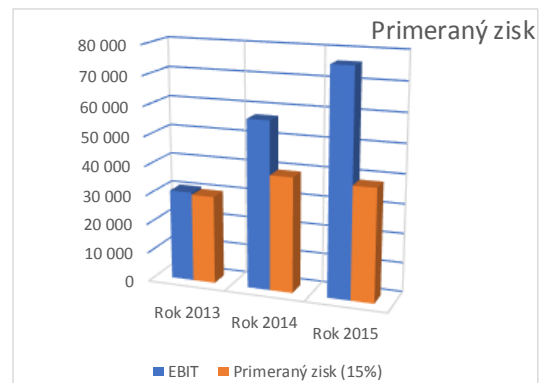
⁶ Horváthová, J., Mokrišová, M., Suhányiová, A. 2016. Meranie a hodnotenie výkonnosti podniku. Prešov: Bookman, ISBN 978-80-8165-174-8 s. 82 - 108

možné predísť rôznemu deformovaniu cien na trhu z pohľadu monopolného postavenia podnikov a lepšie môžeme využiť aj realnosť vynaložených nákladov najmä po očistení zisku o nekalkulovateľné položky alebo deformácie z titulu preceňovania majetku, ktoré môžu negatívne ovplyvňovať hospodársky vývoj a zvyšovať cash flow aj neoprávnene cash flow v podnikoch skresľovaním ekonomických výsledkov.

Grafický pohľad na uvedenú analýzu ziskovosti je uvedený na obrázku 1.

Primeraný zisk

P.	TEXT	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015
1	Čistý zisk	23 254	51 791	65 646
2	Nákladové úroky	1 205	1 250	985
3	Daň z príjmu	6 278	4 091	9 599
4	EBIT	30 737	57 132	76 230
5	Vlastné imanie	521 217	681 866	667 731
6	riziková prémie r_e	5,0%	5,0%	5,0%
7	EVA	4 676	23 039	42 843
8	EVA = 0	0	0	0
9	EBIT1 pre EVA = 0	26 061	34 093	33 387
10	Odhýľka od EBIT1 v tis. €	4 676	23 039	42 843
11	Odhýľka od EBIT1 v %	17,9%	67,6%	128,3%
12	Percento zisku	15,0%	15,0%	15,0%
13	Primeraný zisk (15%)	29 970	39 207	38 395
14	Rozdiel v ziskovosti v tis. €	767	17 925	37 835



Obrázok 1 Výpočet primeraného zisku

Zdroj: vlastné spracovanie

Tento príspevok bol vypracovaný v rámci riešenia projektu KEGA n. 020PU-4/2015 „Tvorba multimediálnych web dokumentov pre e-learningové vzdelávanie pre zvyšovanie kvality vedomostí manažérov a študentov“ a projektu VEGA n.1/0791/16 „Moderné prístupy zvyšovania podnikateľskej výkonnosti a konkurencieschopnosti s využitím inovatívneho modelu – Enterprise Performance na Fakulte manažmentu Prešovskej univerzity v Prešove.

Použitá literatúra

Horváthová, J., Mokrišová, M., Suhányiová, A. 2016. Meranie a hodnotenie výkonnosti podniku. Prešov: Bookman, ISBN 978-80-8165-174-8 s. 82 – 108

Mařík, M. a kol. 2011. Metody oceňování podniku pro pokročilé. Praha: Ekopress, ISBN 978-80-86929-80-4, s. 275 – 327

Maříková, P., Mařík, M. 2001. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, ISBN 80-86119-36-X, s. 45-48

Scholleová, H. 2009. Investiční controlling. Praha: Grada, ISBN 978-80-247-2952-7, s. 142 -

Autori:

Doc. Ing. Peter Gallo, CSc.

Faculty of Management University of Prešov

Konštantínova 16, 080 01 Prešov, Slovakia

Mail: peter.gallo@unipo.sk