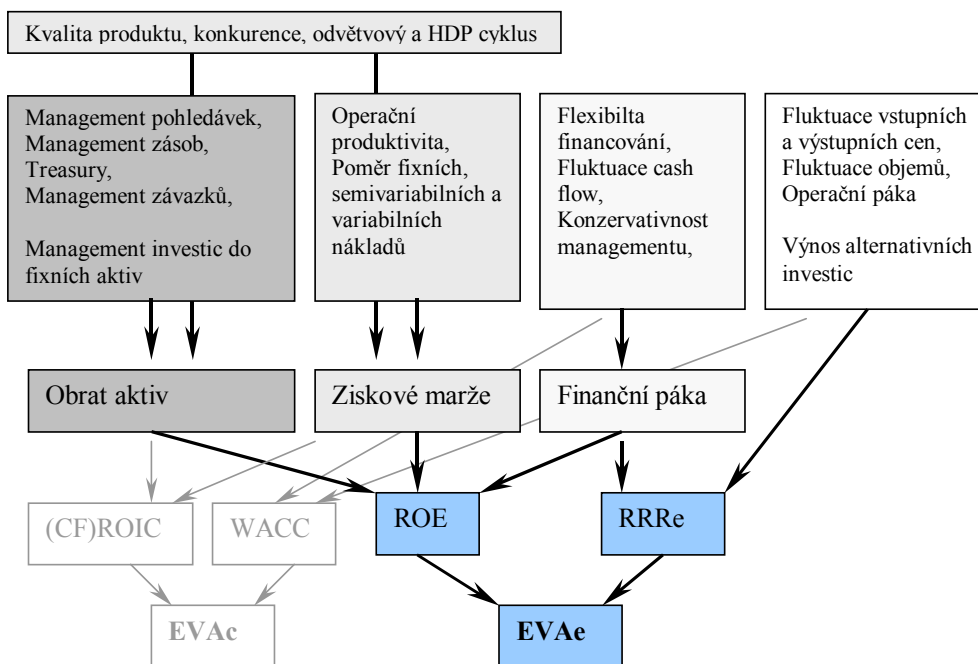


# EVA

## Jaká je přidaná hodnota EVA?

June 04, 2004  
 Jiří Soustružník

Princip Economic Valua Added stojí na konceptu nadměrných, či nedostatečných zisků - rozdílu mezi zisky generovanými daným aktivem (společností) a požadovanou mírou návratnosti na kapitál toto aktivum financující. Hlavním přínosem tohoto pohledu na finančně operační výsledky společností je zejména vytvoření interního systému jejich sledování s návazností na odměny managementu a zaměstnanců společností. Rozpracování jednotlivých operačních, prodejních, marketingových, R&D, logistických atd. determinant realizované návratnosti kapitálu, popřípadě i interních determinant jeho požadované míry návratnosti, a jejich spojení s variabilní složkou odměn tvoří silný základ pro zlepšování výsledků společnosti a zvyšování její hodnoty.



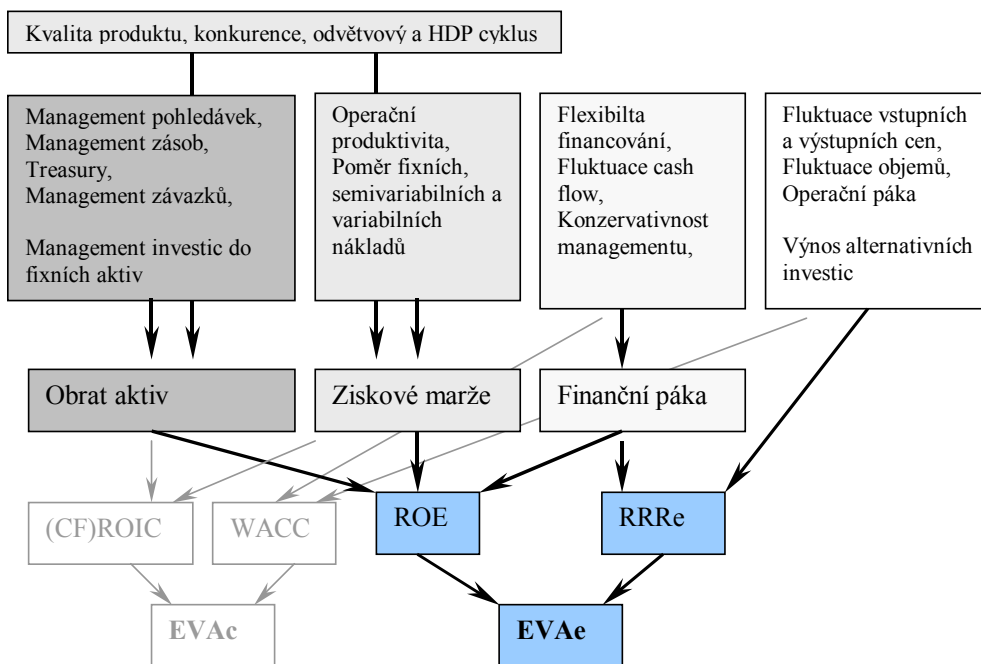
Zdroj: Patria Finance

## 1. Princip EVA

Vezměme tři proměnné – velikost investice/aktiva, její požadovaná návratnost (absolutně, či v %) a velikost realizované návratnosti (absolutně, či v %) v daném roce. Od realizované míry návratnosti v dané periodě odečteme návratnost požadovanou (ať již v absolutní velikosti, či v %) a dostaneme tzv. economic value added - EVA. V principu nejde o nic jiného, než v ekonomické teorii známý koncept nadměrných zisků, které ovšem bylo zejména pro účely marketingu a prodeje v rámci poradenských služeb nutno zabalit do něčeho sofistikovaněji znějícího.

Přestože jde tedy v principu o objevování objeveného a EVA je zakotvena ve stejných ekonomicko-finančních principech, jako je maximalizace hodnoty společnosti a diskontování cash flow (a řeší mimo jiné známý problém rozdílu mezi účetní a ekonomickou hodnotou kapitálu), její širší rozšíření smysl může mít. Ten spočívá v tom, že problematiku maximalizace hodnoty společnosti převádí do konkrétních finančních, operačních, marketingových atd. ukazatelů, které poskytují rámec pro zlepšování výsledků společností (např. přes navázání EVA, či jejich jednotlivých determinant, na variabilní složku odměn managementu, popř. ostatních zaměstnanců společnosti).

Následující schéma ukazuje princip sledování EVA (v tomto případě v % – výnosovém vyjádření) s uvedením hlavních faktorů, které v rámci společnosti velikost tohoto ukazatele determinují. Pro přehlednost opouštíme od zahrnutí většiny determinant externích, jako je intenzita konkurence, relativní vyjednávací síly dodavatel-odběratel atd., to přesto, že tyto mohou hrát relativně výraznější roli při určení zisků, než charakteristiky firmy - převaha významu "OT" nad "SW".



Zdroj: Patria Finance

Obrázek demonstruje, že EVA (ať již vztažena k vlastnímu jmění, či celkovému objemu investovaného kapitálu - v grafu vyjádřeno šedě) není nic jiného než variace na vztah mezi požadovanou mírou návratnosti na vlastní jmění RRRe (či investovaný kapitál - WACC) a ROE, či ROIC (přesněji jejich cash-flow obdoba CFROE, CFROIC), který je zakotven v konceptu vnitřní hodnoty společnosti. Její interpretace (EVA) je jednoduchá – v daném období společnost v závislosti na velikosti EVA buď pokryla své náklady investovaného kapitálu (či jeho části – vlastního jmění), nebo ne. To v závislosti na dosaženém obratu aktiv a maržích a struktuře financování.

V rámci jednoho období tím ale informace od EVA končí – sama o sobě neříká nic o hodnotě tohoto kapitálu (respektive poměru jeho účetní hodnoty, která do EVA vstupuje a hodnoty ekonomické), která se odvíjí od výsledků všech relevantních - budoucích období, jinak řečeno, velikostí všech budoucích EVA. EVA jednoho roku tak

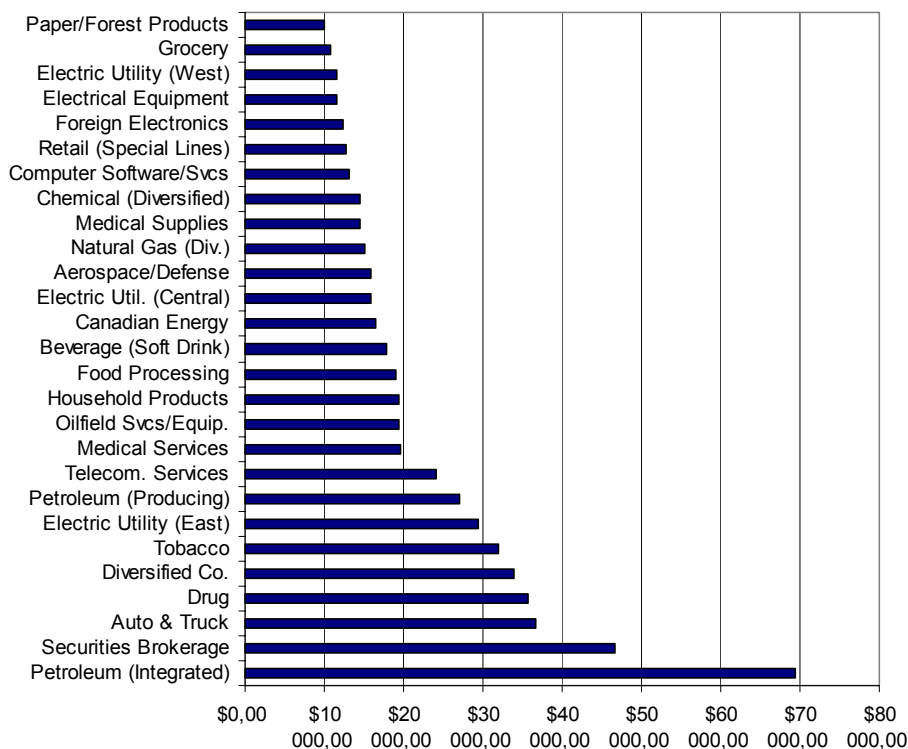
v konceptu valuace má smysl pouze při současném zvážení růstu, či poklesu tohoto ukazatele v budoucnu - použití EVA pro odhad hodnoty společnosti a jejího vlastního jmění tak je relativně složitý způsob, který by ale měl vést ke stejným závěrům, jako DCF (použití EVA pro valuaci reálných opcí je nevhodné, stejně jako DCF).

Jak již bylo indikováno na začátku, užití EVA je tak spíše relevantní pro vnitřní hodnocení výkonů společnosti - problematika maximalizace hodnoty společnosti se převádí do konkrétních finančních, operačních, marketingových atd. ukazatelů (někdy např. v kombinaci s Balanced Scorecard, či jinými manažersko-informačními systémy), které poskytují rámec pro zlepšování výsledků společností.

## 2. Pohled na reálné výsledky a vztahy mezi nimi

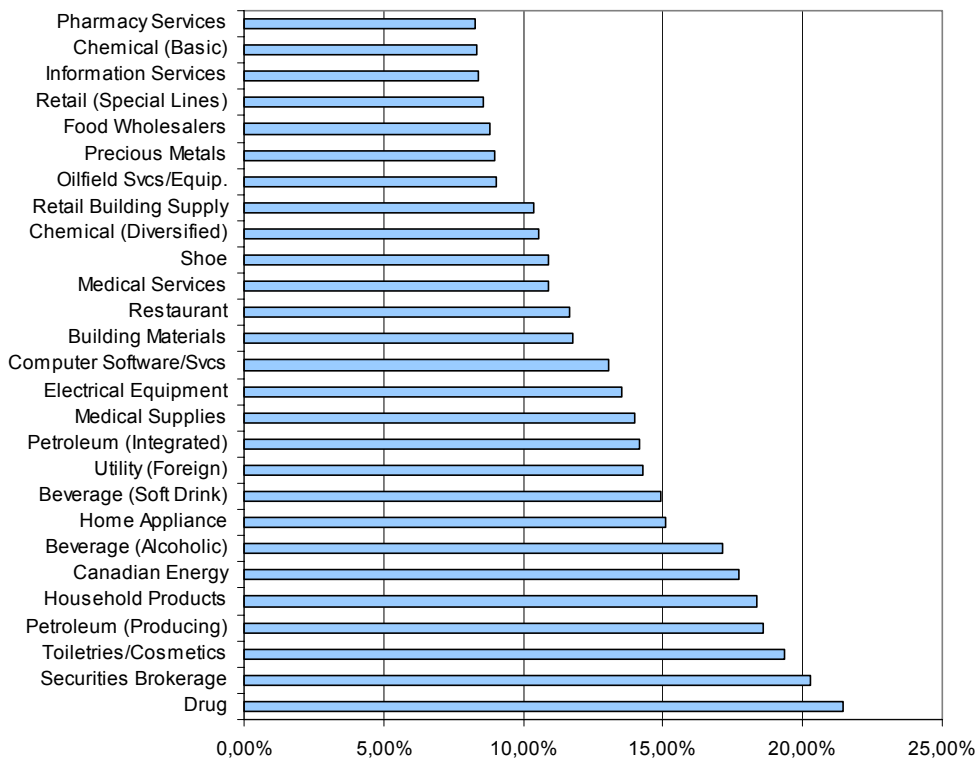
### 2.1. Velikost EVA v jednotlivých odvětvích

Následující graf ukazuje odvětví ve Spojených státech s největší EVA v absolutní hodnotě. Ta je jednak funkcí rozdílu mezi požadovanou a realizovanou mírou návratnosti na investovaný kapitál a jeho velikostí (tj. celkovou velikostí daného odvětví).



Zdroj: DamodaranOnline, Patria Finance

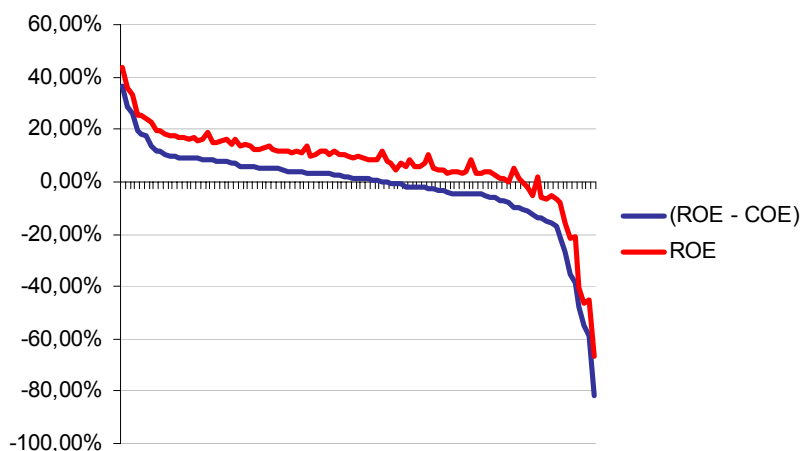
Následující graf ukazuje odvětví ve Spojených státech s největší EVA jako rozdíl mezi realizovanou a požadovanou mírou návratností. Pořadí jednotlivých odvětví vyvolává otázku důležitosti vnitřní charakteristiky společností v odvětví a determinant externích, jako je intenzita konkurence, relativní vyjednávací síly dodavatel-odběratel atd. I průměrná společnost co se týče schopností jejího managementu, systémů, flexibility, orientace na zákazníka, kvality atd., může realizovat nadprůměrné zisky v atraktivním odvětví (vysoké marže, bariéry vstupu) a naopak.



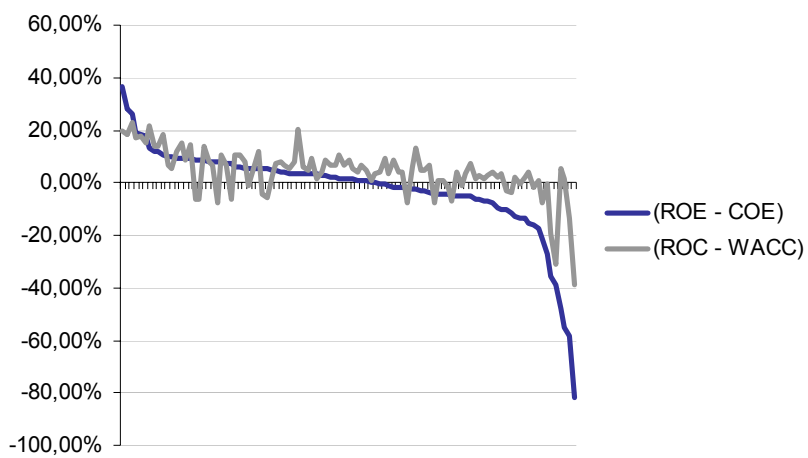
Zdroj: DamodaranOnline, Patria Finance

## 2.2. EVA, návratnost kapitálu požadovaná a realizovaná

Jak bylo konstatováno, EVA je rozdílem mezi realizovanou a požadovanou mírou návratnosti vztažené k jednotlivým aktivům - společností. Následující grafy potvrzují silný vztah mezi absolutní velikostí návratnosti na kapitál (zde vlastní jmění) a rozdílem mezi ní a požadovanou mírou návratnosti - EVA (ROE-COE). Toto se dá interpretovat jako ukazatel relativně menší důležitosti velikosti požadované míry návratnosti ve srovnání s realizovanou - to přes jednotlivá odvětví. Druhý graf dokumentuje existenci závislosti mezi velikostí EVA na úrovni celkového investovaného kapitálu a vlastního jmění.



Zdroj: DamodaranOnline, Patria Finance



Zdroj: DamodaranOnline, Patria Finance

Patria Finance, a. s.  
Škrétova 12  
120 00 Praha 2  
Tel.: 221 424 111  
Fax: 221 424 222

Patria Direct, a. s.  
Škrétova 12  
120 00 Praha 2  
Tel.: 221 424 254  
Fax: 221 424 179  
[www.patria-direct.cz](http://www.patria-direct.cz)

Patria Online, a. s.  
Škrétova 12  
120 00 Praha 2  
Tel.: 221 424 332  
[www.patria.cz](http://www.patria.cz)

## Člen skupiny KBC Banking & Insurance Group



Tento dokument je vydán v České republice společností Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria“), obchodníkem s cennými papíry a členem Burzy cenných papírů Praha a.s. Mimo území České republiky může být uveřejněn též jinými společnostmi s Patrií hospodářsky či organizačně spojenými. Patria a s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti mohou být majitelem, obchodovat či jinak nakládat s cennými papíry jakékoli společnosti, jíž se informace uveřejněné v tomto dokumentu týkají, a nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito cennými papíry neobchodovaly na svůj vlastní účet.

Patria a s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti nevylučují, že poskytovaly, případně stále poskytují financování nebo další služby pro jakoukoli společnost, jíž se informace uveřejněné v tomto dokumentu týkají, a dále nevylučují, že v tomto dokumentu nejsou obsaženy veškeré jim dostupné informace.

Patria, stejně jako s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti a osoby, které k nim mají vztah, včetně členů statutárních orgánů, vedoucích zaměstnanců anebo jiných zaměstnanců mohou obchodovat s cennými papíry či uskutečňovat jiné investice a obchody s nimi související, a mohou je v dané době nakupovat anebo prodávat, nebo k nákupu anebo prodeji nabízet, ať již jako komisionář, zprostředkovatel či v jiném právním postavení, na veřejném trhu či jinde.

Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji cenných papírů ani výzvu k uskutečnění jiného obchodu či investice. Patria a s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti nezaručují jeho přesnost či úplnost. Uživatel by si měl před realizací obchodu či investice vždy obstarat nezávislé a odborné posouzení a nespolehat se pouze na informace zde uvedené. Tento dokument sděluje názor Patrie nebo s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Žádná část tohoto dokumentu nesmí být bez předchozího písemného souhlasu Patrie reprodukována, distribuována či publikována.

Tento dokument má sloužit výhradně profesionálním investorům, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí bez nepřiměřeného spoléhání na zde uvedené informace. Tito investoři jsou povinni o výhodnosti investic do jakýchkoli cenných papírů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a vlastní právní, daňové a finanční situace. Úspěšné investice v minulosti nezaručují příznivé výsledky do budoucna. Hodnota či příjem z jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit anebo být ovlivněna změnami směnných kurzů. Tento dokument není určen pro soukromé zákazníky a nesmí jim být distribuován.

Distribuce tohoto dokumentu veřejnosti na území mimo Českou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se tento dokument dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.