

POSUDEK vedoucího diplomní práce

Jméno diplomanta: **Bc. Staňková Veronika**

Téma práce: Úpravy tržních násobků v rámci ocenění podniků

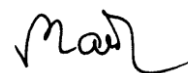
Hlavní cíle práce:

Cílem práce je sestavit vhodnou metodiku pro úpravu tržních násobků, která by byla univerzálně (tj. v ČR i v zahraničí) použitelná v rámci ocenění podniků na úrovni reálné hodnoty.

Kritéria hodnocení práce

Kritérium	Stupeň hodnocení			
	výborně	velmi dobře	vyhovující	nevyhovující
Formulace problému	x			
Stupeň splnění cíle práce		x		
Samostatnost posluchače	x			
Logická stavba práce	x	x		
Teoretický základ práce		x		
Analýza problému		x		
Vyvození závěrů		x		
Úprava práce (text, grafy, tab.)		x		
Stylistická úroveň		x		

- Využitelnost výsledků práce v praxi, příp. teorii průměrná nadprůměrná
- Připomínky a otázky k event. zodpovězení při obhajobě:
viz druhá strana
- Práce **je** doporučena k obhajobě.
- Navržený klasifikační stupeň: velmi dobře
(za předpokladu úspěšné obhajoby)



Praze dne 12. 1. 2018

.....
prof. Miloš Mařík, KFOP

Poznámky a otázky k obhajobě

Stupeň, ve kterém práce splnila zadaný cíl

Hlavní cíl práce:

Cílem práce je sestavit vhodnou metodiku pro úpravu tržních násobků, která by byla univerzálně (tj. v ČR i v zahraničí) použitelná v rámci ocenění podniků na úrovni reálné hodnoty.

Do cíle práce diplomantka vložila reálnou hodnotu dle účetních pravidel. V rámci oceňovacích postupů měla ovšem pracovat s oceňovacími standardy, které obsahují equitable value, případně tržní hodnotu, i když tyto veličiny nejsou zcela ekvivalentní reálné hodnotě.

Diplomová práce do značné míry splnila cíl, obsahuje však některé nedostatky, které nepovažuji za zcela nepodstatné.

Diplomová práce je součástí širšího programu, který by měl vést ke zvýšení úrovně znaleckých posudků v odvětví oceňování v České republice a usiluje o řešení problémů s tím spojenými. Je vhodné připomenout, že tržní porovnání hraje menší roli, než by mělo v naší praxi hrát, a že je zde řada nevyjasněných problémů, na kterých je třeba postupně pracovat. Právě v tom vidím smysl diplomové práce Veroniky Staňkové

Úroveň zpracování

Stručný popis:

Autorka sama charakterizuje svou práci následujícím způsobem:

"Diplomovou práci jsem rozčlenila na teoretickou a praktickou část. V teoretické části se budu zabývat základními předpoklady správného tržního ocenění (sestavení porovnatelné skupiny, násobku a přípravy vstupních dat), následně obecně představím základní nástroje pro úpravu násobků. Největší pozornost budu věnovat představení jednotlivých metodologií úprav tržních násobků používaných v současnosti, se kterými jsem se setkala během výzkumu tohoto tématu.

V praktické části zpracuji ocenění vybraného podniku s využitím doporučené metodologie. Tímto otestuji celkovou smysluplnost výsledku ocenění stanoveného pomocí vybrané metodologie ve srovnání s tržní transakcí s danou společností mezi nespřízněnými stranami.

Závěrem se vyjádřím k tomu, zda-li zvolené metodologie na základě jejich praktické aplikace splňují podmínky pro uznání jako vhodné standardizované metodologie úpravy tržních násobků na základě podmínek uvedených výše."

Díličí připomínky a poznámky:

- Str.4 - autorka zde tvrdí, že "*Kategorii reálné hodnota převzaly Mezinárodní oceňovací standardy („International Valuation Standards“) z Mezinárodních standardů účetního výkaznictví („International Financial Accounting Standards“) a je definována jako cena, která by byla získána z prodeje aktiva nebo zaplacená za převzetí závazku v rámci reálné transakce mezi účastníky trhu ke dni ocenění.*" V aktuálních standardech nic takového ovšem není. Je zde pouze equitable value, což je ovšem něco jiného. Reálná hodnota a Fair value může být výsledkem souboru možných postupů, které vedou i k různým hodnotám. Jednoznačný význam tedy nemá.

- Str.5 - makroanalýza by neměla být přeceňována, ocenění by se mělo soustředit jen na hlavní závěry. Bohužel makroanalýza mnohdy v praxi zcela nahrazuje vlastní strategickou analýzu.
- Str.II 4 - Hlavní důvody pro omezenou použitelnost P/E bývají trochu jiné.
- Str.II 8. - Popis statistických metod bylo možno dát jako doplněk do příloh.
- Str.II 11 - *"Na základě přibližného odhadu, že současná cena akcie vydělená odhadem budoucího zisku na akcii by zhruba měla odpovídat míře budoucího růstu. Lze (zjednodušeně) říci, že je-li hodnota PEG menší než jedna, znamená to, že společnost je trhem podhodnocena, čili na trhu se utvořila cena nižší, než odpovídá očekávanému růstu. (Liu aj., 2002, str. 141)"*.

Autorka uvedené tvrzení přejala a téměř nekritizovala. Měla by jej tedy vysvětlit a také doložit.

- Str.II 13 - při obhajobě doložte odvození vztahu 2-7.
- Str.II 19 - problém efektu velikosti je v tom, že se jednak opírá hlavně o US data a není zřejmě dostatečně ověřen v evropských podmínkách. Měly by být také uvedeny přednosti malých podniků oproti byrokratickým kolosům, nejen argumentace výzkumné firmy, která z určitých tezí žije.
- Str.II 22 - pokud je mi známo, všechny výše popsané metody jsou využívány v praxi při oceňování. Bylo by správné uvést kde. V německých pramenech jsem to nenašel.
- Str.II 37 - vzrůstá kritika vůči zjednodušenému převzetí průměru, nebo v lepším případě mediánu naměřených hodnot. Vzhledem k relativně malému počtu pozorování je obtížné vybírat konkrétní porovnatelné transakce, proto alespoň doporučuji přistoupit hodnotám z těchto studií jako k pásmu pravděpodobných hodnot, v rámci kterého by se finální srážka za omezenou obchodovatelnost měla po zvážení individuálních charakteristik jmenovaných výše pohybovat." Oceňuji podle mého názoru správné hodnocení.
- Tab.4 - měla by obsahovat i průměrná tempa růstu.
- Str. II 46 - *"K hodnotě podniku jsem přičetla pouze sumu peněžních prostředků k Datu ocenění podle rozvahy, neboť jsem na základě veřejně dostupných informací neidentifikovala žádné neprovozní majetky nebo závazky."* Je to v pořádku?
- Str.46 : *"Pro následující období očekávám zdvojnásobení stávajícího růstu na hodnotu 4,6 %."* To je ale jen Váš odhad na úrovni investiční hodnoty. Alternativou by bylo silnější zdůvodnění, než že odhadce očekává, tedy odhaduje. Co US zásady důvodnosti a odůvodněnosti??
- Str.47: *"Vzhledem ke špatným statistickým výsledkům o kvalitě výsledného modelu (F-test, koeficient determinace, t- testy) jsem otestovala rovněž statistickou závislost násobku EV/EBITDA LTM na historickém růstu tržeb"* A co jiného se dalo čekat??
- Str.II 47: *"Nicméně i přes tyto nedostatky jsem toho názoru, že lze výsledky regresní analýzy použít jako vodítko pro další analýzy."* Opravdu???
- Str.II 50: *"Úprava o faktor rizikovosti"* pokud bez zdůvodnění použijete postup založený na CAPM, stojí Vaše úvahy dost na vodě.
- Str.II 51: MRP jste použila zřejmě historickou? Riziková přírážka za velikost se jeví jako příliš vysoká a má příliš veliký podíl na celkové diskontní míře. Jedná se však o můj osobní odhad.

- Str.II 56: "*Předpokládám, že tuto část provozních nákladů by tržní zájemce o koupi mohl eliminovat a vrátit tak společnost AVG k úrovni historicky dosahované EBITDA marži.*" Vaše tvrzení není vyloučené, mělo by však být něčím podloženo, jinak jde jen o spekulaci, kterou by však měl někdo zaplatit.
- Str.II 61: "*Vzhledem k vývoji disciplíny oceňování směrem k větší exaktnosti*" - opravdu se domníváte, že k takovému vývoji dochází, a například Váš předpoklad, že zájemce by mohl část provozních nákladů eliminovat, je příkladem exaktnosti? Za exaktní považujete i používání CAPM? Regresní analýza v ekonomice podniku je příkladem exaktnosti??

Práce s prameny

Hodnotím jako dobrou, autorka čerpala z přiměřené literatury. Je ovšem otázkou, zda měla kritický odstup k autorům (např. Hitchner 2006), i když u tohoto autora čerpala řadu užitečných prvků. Podle mého názoru měla autorka věnovat větší pozornost pracím prof. Damodarana, jehož rozklady násobitelů na základní faktory jsou nesrovnatelně vhodnější než poměr P/E: g. Nesouhlasím také s určitou snahou uplatňovat často regresní analýzu, která je navíc v našich podmínkách málo použitelná. Respektive podle mého názoru, měla být k literatuře kritičtější i jako studentka.

Relativně nové, nebo méně obvyklé prvky uplatněné v diplomové práci:

Téma není, pokud je mně známo, ve veřejných publikacích v ČR odborně zpracováno, přitom se jedná o záležitost, kterou považuji za důležitou. Z tohoto hlediska má práce řadu novátorských prvků a měla by tvořit i východisko a podnět k dalšímu výzkumu.

Samostatnost autora

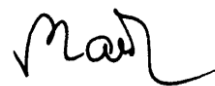
Autorka byla schopna pracovat velmi samostatně a nalézala přiměřená řešení problémů na které narazila. Bohužel jsem nenašel vhodnou formu spolupráce vedoucího práce s diplomantkou, což se na práci projevilo.

Dotazy k obhajobě:

1. Bylo vhodné stavět na české reálné hodnotě, když oceňování takovou bází hodnoty nezná a když autorka měla na akademické půdě volnost, kterou v praxi často nemusí mít a nemusí respektovat požadavky praktiků?
2. Doložte správnost tvrzení, že (P/E)/g by mělo být jedna. Znamená to, že správné P/E by se mělo rovnat g a že tedy tento násobek mohu přímo odhadovat na základě odhadů dlouhodobého růstu firmy.
3. Věříte v konvergenci k průměrným tržním hodnotám pozorovatelným u porovnatelných společností?
4. Je nutné vždy automaticky použít prémii za kontrolu?
5. Str.46 "*K hodnotě podniku jsem přičetla pouze sumu peněžních prostředků k Datu ocenění podle rozvahy, neboť jsem na základě veřejně dostupných informací neidentifikovala žádné neprovozní majetky nebo závazky.*" Je to v pořádku?
6. Pokud byste směřovala k MV, má být premie spíše historická nebo ex ante?
7. Domníváte se, že propočty a vztahy z USA lze bez dalšího ověřování používat i ve středoevropských státech?

Závěr:

- a) Práce je podle mého názoru zpracována na dobré úrovni. Podle mého názoru především splnila cíl.
- b) Autorka prokázala poměrně vysokou úroveň znalostí a schopnost samostatně řešit odborný problém.
- c) Dotažení práce by vyžadovalo ještě čas a odbornou diskusi.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Marek' or similar, written in a cursive style.