

POSUDEK oponenta diplomní práce

Jméno diplomanta: **Bc. Petra MATYSOVÁ**

Název práce: **Ocenění společnosti C. BECHSTEIN EUROPE s. r. o.**

Cíl práce: Odhad tržní hodnoty k 1. 1. 2016 pro hypotetický prodej společnosti.

1. Náročnost tématu na:

- | | | |
|-------------------------------------|-----------------|--------------------|
| • teoretické znalosti | <u>průměrná</u> | nadprůměrná |
| • vstupní údaje a jejich zpracování | průměrná | <u>nadprůměrná</u> |
| • použité metody | <u>průměrná</u> | nadprůměrná |

2. Kritéria hodnocení práce

Kritérium	Stupeň hodnocení			
	výborně	velmi dobře	dobře	nevyhovující
Stupeň splnění cíle práce		X		
Logická stavba práce		X		
Práce s literaturou včetně citací	X	X		
Adekvátnost použitých metod		X	X	
Hloubka provedené analýzy ve vztahu k tématu			X	
Úroveň zpracování		X	X	
Úprava práce (text, grafy, tab.)		X		
Stylistická úroveň	X	X		

- | | | |
|--|-----------------|-------------|
| 3. Využitelnost výsledků práce - v praxi | <u>průměrná</u> | nadprůměrná |
| - v teorii | <u>průměrná</u> | nadprůměrná |

Komentář k hodnocení a připomínky:

Diplomová práce obsahuje všechny hlavní části ocenění, jako je strategická analýza, finanční analýza, rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný, analýza a prognóza generátorů hodnoty, finanční plán, vyladění kapitálové struktury v diskontní míře a ocenění dvěma metodami (DCF entity a velmi zjednodušené tržní porovnání). Analýzy a komentáře jsou však poměrně málo propracované a argumenty pro volené veličiny v průběhu ocenění tak nejsou příliš přesvědčivé, zejména má-li jít o tržní hodnotu. Výnosové ocenění není zpracováno ve scénářích, výraznější inovativní prvky diplomová práce neobsahuje, pouze lze zmínit využití diferencované bezrizikové výnosové míry v rámci nákladů kapitálu.

Samotný text je čtivý, bez gramatických chyb. Po obsahové stránce je ale úroveň diplomové práce ve srovnání s ostatními diplomovými pracemi na ocenění konkrétního podniku na Katedře financí a oceňování podniku spíše podprůměrná. K rozsahu publikačních a internetových zdrojů nemám vzhledem k zaměření práce na praktické ocenění podniku námítky.

Dílčí poznámky a připomínky:

1. Velikost trhu byla stanovena jako součet tržeb firem z daného odvětví z databáze Amadeus. Obecně se nejedná o vhodný postup, protože zjištěná velikost trhu je tak velmi ovlivněna tím, které účetní výkazy se do databáze dostaly a jaké nikoli. V daném případě ale jde o specifický produkt, ke kterému by bylo pravděpodobně obtížné získat spolehlivější statistické údaje, a diplomantka použila firmy, u kterých zkontrolovala, že mají v databázi výkazy za všechny sledované roky. Postup lze tedy v daném konkrétním případě považovat za přijatelný a zkreslení by snad nemuselo být velké.
2. Analýza atraktivity trhu je velmi povrchní, u jednotlivých kritérií jsou uvedena jen stručná tvrzení bez doložení konkrétními propočty a argumenty.
3. Kapitola s prognózou vývoje trhu začíná větou „Dalším faktorem, který na daný trh působí, je vývoj hrubého domácího produktu ...“. Žádný jiný faktor trhu v této kapitole ovšem uveden není. K prognóze je pak více méně mechanicky použita regresní analýza s nezávislou proměnnou HDP (předpokládám, že v běžných cenách, ale to v práci uvedeno není) a lineární časový trend. Pokud tedy v daném specifickém případě nebylo možné provést pečlivější statistické analýzy, tak chybí alespoň nějaká diskuse nad faktory, které by mohly vývoj daného trhu ovlivňovat.
4. Analýza vnitřního potenciálu podniku provedena byla, ale v komentáři postrádám jasnější vysvětlení, zda a proč má u jednotlivých faktorů oceňovaný podnik převahu nebo slabinu oproti konkurenci. Pokud už je v textu okrajově konkurence zmiňována, tak pouze Petrof. To ale zřejmě není jediná firma, se kterou C. Bechstein Europe na evropském trhu soupeří o zákazníky. Chápu ale, že u evropských společností se obtížně získávají podrobnější informace k vnitřnímu potenciálu. Nicméně diplomantka plánuje mírné zvyšování tržního podílu a k tomu podle mého názoru nejsou uvedené komentáře zcela přesvědčivé. Jediné zdůvodnění růstu tržního podílu spočívající v tom, že podnik otevře novou lakovnu a zaměří se na renovační práce (str. 44) rozhodně není samo o sobě postačující. Měl by být uveden přesvědčivější argument, že tržní podíl může růst (tj. na úkor jiných evropských firem).
5. Na str. 49 je správně uvedeno, že hlavní faktory, které ovlivňují ziskovou marži, jsou intenzita konkurence a osobní náklady. Hned na str. 50 je ale naplánována rostoucí zisková marže s jediným zdůvodněním, a to je opět nová lakovna a rozšíření služeb například o renovace.

6. Str. 51-52: změna stavu zásob v rámci KPVH je plánována na úrovni průměru za minulé období. Tento průměr vychází záporný, znamená to tedy, že podniku bude trvale meziročně klesat stav zásob vlastní výroby?
7. U dob obratu položek pracovního kapitálu v rámci generátorů hodnoty postrádám srovnání s hodnotami obvyklými v dané branži, což je při hledání tržní hodnoty žádoucí. Jedinými uvedenými argumenty pro zvolené budoucí doby obratu je, že diplomantka „předpokládá“ a „očekává“. Chybí i celkové posouzení přiměřenosti investic do pracovního kapitálu například pomocí koeficientů náročnosti. U ziskové marže určité porovnání je, ale opět pouze s podnikem Petrof.
8. V rámci prognózy investic do dlouhodobého majetku kladně hodnotím využití koeficientu náročnosti „brutto“, ale v tomto případě by součet investic brutto za určité období měl být poměřován k součtu tržeb a nikoli jen k přírůstku tržeb. Dále není srozumitelné, jak mohly být v roce 2014 investice brutto do staveb výrazně záporné. Navíc budoucí koeficienty náročnosti zřejmě nebyly počítány správně (například na str. 56 součet investic brutto do staveb / změna tržeb za roky 2016 až 2020 je podle mých propočtů $36\,784 / 200\,242 =$ cca 18 % a nikoli uvedených 81,27 %; podobný problém bude zřejmě i u investic do samostatných movitých věcí). Opět pak chybí přiměřené porovnání koeficientů náročnosti (nebo jiných ukazatelů) s obvyklými ukazateli v dané branži a posouzení, zda jsou plánované investice na přiměřené úrovni pro dlouhodobé udržení konkurenčního postavení podniku.
9. Ve finančním plánu nejsou předpokládány žádné výplaty podílů na zisku vlastníkům. Nemá to sice vliv na výsledné ocenění podniku, ale plán z tohoto hlediska nepůsobí věrohodně a dochází ke zkreslení ukazatelů finanční analýzy plánu.
10. Plánovaná výsledovka obsahuje vyčleněný hlavní provoz podniku, ale rozvaha a výkaz peněžních toků již členěné nejsou.
11. Kladně hodnotím použití diferencovaných bezrizikových měr (i když u nákladů cizího kapitálu bych tento postup považovala za poněkud diskutabilní). Na str. 65 v tab. 63 jsou ale uvedeny spotové a forwardové míry „dle metodologie Dvořáka“, ale tyto míry k 1. 1. 2016 nemohly být převzaty z článku z roku 2014, který je uveden jako pramen pod tabulkou.
12. Kladně hodnotím odhad nákladů cizího kapitálu pomocí rizikových přírůstků v závislosti na úrokovém krytí. Z práce ale není zřejmé, zda mezi sebou koresponduje takto odhadnutá úroková míra použitá v nákladech kapitálu s úrokovou mírou použitou při sestavení finančního plánu.
13. Udržitelnost dlouhodobé rentability v pokračující hodnotě není dostatečně analyzována a podložena argumenty.

Otázky k obhajobě:

1. Vysvětlete, proč byl pro prostorové srovnání v rámci finanční analýzy i dalších analýz vybrán pouze jediný podnik Petrof, když ve strategické analýze je relevantní trh vymezen z regionálního hlediska jako Evropa a oceňovaný podnik 99% produkce vyváží.
2. Bylo by možné naprognózovat vývoj tržeb oceňovaného podniku, pokud byste znala pouze očekávaná tempa růstu relevantního trhu a budoucí tržní podíly oceňovaného podniku? Jak byste postupovala?
3. Jaké tempo růstu relevantního trhu předpokládáte pro druhou fázi a jakými argumenty můžete svůj odhad dlouhodobého růstu podložit? (Růst trhu pro první fázi je na str. 38)
4. Vysvětlete podrobněji, proč se domníváte, že otevření nové lakovny umožní zvýšení tržního podílu na celoevropském trhu s klavíry a zároveň růst ziskové marže.

5. Cílem práce je odhad tržní hodnoty podniku pro hypotetický odprodej. V práci je ale občas mezi konkurenčními výhodami podniku zmiňována německá kvalita a zaštitění mateřskou společností. V případě odprodeje jinému průměrnému hypotetickému vlastníkovi ale tyto faktory asi zachovány nebudou? Dále byly v práci zmiňovány pohledávky a závazky vůči mateřské společnosti, které byly ponechány mezi provozně potřebnými položkami. Je tedy skutečně možné předpokládat naplánovaný vývoj tržeb, ziskových marží a provozně nutného majetku i v případě odprodeje podniku a jeho osamostatnění, nebo by přece jen došlo k nějakým změnám?

Závěr:

Práce **je** doporučena k obhajobě.

Předběžně navržený klasifikační stupeň:

Velmi dobře až dobře

Výsledná známka ale závisí na průběhu obhajoby.

V Praze dne 8. 2. 2018

.....

doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., KFOP