

## **Posudek oponenta diplomové práce**

### ***Jméno autora:***

Bc. Veronika Staňková

### ***Název práce:***

Úpravy tržních násobků v rámci ocenění podniků

### ***Cíl práce:***

Autorka práce si za cíl stanovila 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.

### ***Jméno oponenta:***

Ing. Přemysl Krch

### ***Kritéria hodnocení:***

#### **1. Výběr tématu**

Při výběru tématu si dle mého názoru vybrala autorka téma zajímavé a aktuální, ve kterém identifikovala i přesah do jiných oblastí oceňování. Z pohledu kvality však tato širší problematiky chvilkami trochu potlačuje původní záměr dojít k jasné a vnitřně koherentní zprávě.

#### **2. Pravopis**

Práce je psána českém jazyce. Co do gramatické a pravopisné úrovně je práce v zásadě psána v souladu s pravidly českého pravopisu. Pravopisné chyby, které se v textu vyskytují, považuji za vedlejší produkt usilovného ponoření se do tématu. Přesto by rozsah pravopisných chyb uvítal zřejmě ještě jedno čtení před odevzdáním práce, a to zejména v okrajových částech typu Úvod apod. Množství např. špatných koncovek skloňování či chyb ve shodě podnětu s přísudkem není právě malé.

#### **3. Formální náležitosti**

Po formální stránce je práce provedena akceptovatelně. Výhradu mám k nekonzistentnímu číslování stran uvnitř dokumentu, podobně se jeví jako posunuté např. číslování rovnic (s.18 v PDF). Nadpisy kapitol jsou logicky rozděleny pomocí víceúrovňového číslování. Tabulky a grafy jsou ale jinak očíslovány, jsou v nich uvedeny měrné jednotky a práce obsahuje i seznam tabulek a grafů a použitých zkratk. Uvádění zdrojů a odkazů na literaturu se jeví až na drobné výjimky jako vyhovující. V seznamu zdrojů je uvedení zdrojů korektní a stylisticky sjednocené.

#### **4. Práce s literaturou**

Autorka vychází z domácích a zahraničních odborných knih, dále z několika internetových zdrojů a v intenzivnější míře pracuje s online databázemi, byť u nich práce chvílemi postrádá přesnější popis postupu práce s nimi. Rozsah citované literatury je ale jinak solidní. Je vidět, že autorka při řešení problematiky provedla pečlivou rešerši.

## 5. Stylistická úroveň a logická stavba práce

Stylistická úroveň práce odpovídá s jistými výhradami požadavkům na vysokoškolské kvalifikační práce. K logické stavbě práce lze dodat, že autorka v teoretické části postupně prochází poslopně postupy, které pak hodlá aplikovat v praktické části, a lze tedy najít i akceptovatelnou míru koherence mezi teoretickou a praktickou částí. Přesto by místy práci pomohlo zapracovat na plynulosti textu, v pokročilejších pasážích teoretické části již práce chvílemi působila jako poněkud náhodně posbírané útržky teorie a tato část pak jako celek byla poněkud obtížně uchopitelná pro čtenáře.

## 6. Hloubka provedených analýz

V tomto kritériu jsou vyhodnoceny jednotlivé části práce, konkrétní připomínky viz níže. *Úvod* uvádí základní strukturu, motivaci k tématu a cíle práce. *Úvod do metodiky tržních násobků* ve zkratce uvádí hlavní principy práce s násobiteli. Následují již kapitoly věnované *úpravám růstu tržeb, faktoru ziskovosti velikosti, majoritních a minoritních podílů a obchodovatelnosti*. *Aplikační část* uvádí popis, jak by dle autorky mohly vypadat úpravy při aplikaci na konkrétní společnost. V této části uspěla autorka akceptovatelně s ohledem na rozsah práce a fakt, že jde o studentku. Je vidět, že nad problematikou dovede uvažovat v souvislostech, což je dobře. Některé dílčí poznámky a námitky uvádím níže v připomínkách k práci.

## 7. Originální prvky

V práci autorka pracuje se solidní rešerší na základě kvalitní literatury a s vlastním postupem možné úpravy násobitelů, proto lze říci, že práci lze přiznat originalitu. Pozitivně hodnotím zejména samotný výběr tématu a to, že k němu autorka provedla solidní souhrn hlavních specifík a naznačuje, jakým způsobem jsou i porovnávací metody ovlivňovány jednotlivými parametry výnosových metod.

## 8. Schopnost interpretovat dosažené výsledky a vyvozovat z nich závěry

Práce celkově působí jako poměrně vyvážená analýza, kdy na základě solidního vymezení teoretického přístupu byl následně formulován aplikační přístup a v jeho rámci formulovány závěry. Přestože některé závěry autorky působí jako poměrně direktivně dané bez hlubšího ověření, převažuje solidní interpretace dílčích oblastí.

## 9. Stupeň splnění cíle

Autorka vyvinula snahu sestavit průřezový přehled hlavními aspekty relevantními pro ocenění .

## 10. Využitelnost výsledků v praxi či v teorii

Svým zaměřením a hloubkou analýz má práce jistý přesah pro využití v praxi, který by však bylo vhodné dále testovat na jiných vzorcích společností a na jiných trzích. Proto mám, navzdory celkové absenci návrhu budoucích směrů, jimiž by se výzkum v této oblasti měl vydat, za to, že formou zpracování i uvedením příkladů lze tuto práci doporučit zájemcům o úvod do problematiky popř. jiným studentům jako východisko pro další jejich výzkumy v témže oboru.

## 11. Obsahové nedostatky

Některé obsahové nedostatky uvádím v části Připomínky a otázky k obhajobě, celkově však jde převážně o chyby menší závažnosti.

### ***Závěrečné hodnocení:***

Autorka k tématu přistoupila dle mého názoru zodpovědně a navzdory dílčím nedostatkům a drobným chybám se s tématem vypořádala solidně. Práci proto doporučuji k obhajobě

### ***Některé připomínky k samotnému textu a otázky k obhajobě (Pozn. s ohledem na nekonzistentnost číslování stran uvádím strany dle PDF dokumentu):***

1. Na druhé titulní straně je uvedena bakalářská práce, ale jedná se o diplomovou práci.
2. s.7 – nepovažuji za úplně vhodný nazývat porovnávací metodu jako „tržní přístup“. Chápu, že jde o zjednodušující hovorové označení, ale tržním přístupem je přece i např. výnosová metoda DCF, pokud je aplikována na standard tržní hodnoty. Proto bych volil spíše akademickou praxí zavedené termíny.
3. s.7 odst.2 – předpokládám, že druhou metodou má být metoda srovnatelných transakcí.
4. pokud autorka uvádí svou praktickou zkušenost, bylo by vhodné ji konkretizovat.
5. s.8 – chybí reference na standardy. Zároveň je chybně uvedený název Mezinárodních standardů finančního výkaznictví.
6. s.11 – oceňuji snahu vymezit vlastní kritéria pro výběr peer group. Zároveň je typicky vidět již na úvodu k tomuto tématu (poslední odst. s.10), že navzdory snahám o objektivizaci čelí porovnávací metody značné míře variability ovlivněné pouze subjektivní volbou oceňovatele. Volba kritérií, jejich nastavení a vah je natolik variabilní, že může vést ze stejné datové základny k totálně odlišným peer groups.

Zároveň je dobré si uvědomit, že ve své podstatě v sobě navrhovaná kritéria opět zahrnují ty samé klíčové faktory, které uvádí Damodaran. Jimi to začíná a u nich to končí.

7. U tabulky 2 pouze doplním, že EV/EBITDA je doporučováno obecně jako kritérium pro průmyslové podniky tradičních odvětví.
8. ohledně přírážky za velikost upozorňuji na nejednoznačný názor na to, zda jde opravdu o size efekt nebo o liquidity efekt.
9. K pracím Ibbotson Associates/Morningstar se sluší dodat, že publikovat se přestaly proto, že autoři dospěli k závěru, že nejsou schopni potvrdit, že se jedná o skutečně objektivně existující size efekt a může jít spíše o vliv likvidity. Duff & Phelps volí robustnější metodologii, proto se tématu velikosti zatím drží.
10. 2.5.1. má vazbu nejen na jednotlivé akcie, ale často také na to, že ve společnostech je již etablovaná vlastnická struktura, v níž zpravidla figuruje jeden majoritní nebo řádově významnější shareholder mající klíčový vliv.
11. premisa v 2.5.2.1 o status quo hodnotě dle mého názoru není zcela přesná. suma status quo odvozených nehlasovacích akcií + hlasovacích akcií s kontrolní premií by vedla k tomu, že celková hodnota firmy je vyšší než hodnota celé firmy status quo, což ale podle mne není zpravidla možné – hodnota by měla být na úrovni firmy jako celku stejná, ať v ní vymezujete kontrolní nebo nekontrolní podíly. čili ty nehlasovací by měly mít dokonce nižší než proporční hodnotu.
12. v témže bodě bych doplnil ještě jeden faktor – rozdílová akcie (tj. taková, která představuje dosažení cílového podílu, jenž mění kontrolu či jiná práva – např. dosažení 50% nebo kvalifikované většiny, dosažení squeezeoutové hranice 90% atd.). U ní premie může být někdy velmi výrazná.
13. s. 44 – chybí reference u IRS

14. 2.6.3. – pokud chcete vycházet z PE násobků, jak je ale oprostíte o ostatní vlivy? Nebude to pouze direktivní rozhodnutí, kterému faktoru přisoudím roli toho, jenž způsobuje rozdíly v hodnotách? často přece jednotlivé generátory hodnoty mají dopad do hodnoty řádově desítek procent a navzájem se vyruší jejich často protichůdné směry. Ale jinak souhlasím, že otázka omezené obchodovatelnosti má mnoho šedých míst, která ji činí problematicky aplikovatelnou .
15. Obecně na mne teoretická část trochu působí jako náhodně vygenerované navrstvení témat z oboru oceňování. S o to větším napětím jsem coby čtenář čekal na praktickou část.
16. Praktická část – v zadání je předmět ocenění, ale již chybí jakákoliv zmínka o účelu ocenění a standardu hodnoty. Přitom je to právě účel ocenění, který nám definuje standard hodnoty.
17. Zcela chybí diskuse postupu, jak byla peer group vybrána. Odkud byla čerpána data?
18. z pohledu peer group je podstatný relevantní trh, nikoliv sídlo. Jde o to, mít co nejvíce podobný mix z pohledu rizika generování výnosů z jednotlivých trhů. V případě AVG jde jednoznačně o globální trh.
- 19. Aniž bych měl ambici s povrchní znalostí pouhého reviewera torpédovat koncepci zvoleného násobitele, rád bych, kdyby v rámci obhajoby autorka mohla provést širší diskusi volby právě násobitele EV/EBITDA ve vztahu k tabulce, kterou uvádí na str. 13 PDF a to, proč tedy zrovna EV/EBITDA a ne nějaký jiný násobitel.**
- 20. Na základě tabulky na s. 55, považujete za vhodnější ocenění na základě aktuálního období, minulosti nebo budoucnosti a proč?**
21. s. 56-57 Trochu nerozumím. Pokud Vám vyjde, že to nemá smysl, proč přijímáte premisu, že to pro další práci smysl dává? Ve výzkumu není ostudou dospět k cimrmanovské slepé uličce vědy a říci „Tudy ne, přátelé!“ . Obecně ten interval vypadá rozumně, ale asi bych býval doporučil spíše vyargumentovat tím, že disperze vzorku je tak značná, že proložení pomocí regresních přímek či křivek je příliš zjednodušující a vztah patrně jimi není možné doložit, ačkoliv z empirického pohledu se jedná o hodnoty bez výraznějších extrémů.
22. ad korekce ziskovosti, chápu motivace k neaplikování, ale asi bych doporučil aspoň malé cvičení, jaké dopady by taková korekce měla a zda je materiální z pohledu dopadů do hodnoty. A vzhledem k poměrně ambicióznímu zaměření by i budoucí uživatelé tohoto návodu jistě uvítali i názor autorky, na jaké hladině rozdílu už to považuje za významné.
23. s.60 – bylo by dobré zde zdůraznit z jakého ročníku reportu D&P čerpáte, ty rovnice se v čase mění.
24. sazby daně –trochu tam mate u USA u jedné firmy 40% a u druhé 16,3% (byť připouštím, že může jít pouze o neznalost reviewera stran poměrů v konkrétním státě Unie a o specifické dopady daňových ztrát). To ocenění na going concern princip asi není zcela dáno daty za 2leté období, tak bych se asi nebál jít spíše cestou zákonných sazeb. V dlouhém horizontu koneckonců v ideálním světě našich modelů nikdo neuteče zdanění v patřičné míře.
25. Cením, že nad pracovním kapitálem AVG zapojila studentka hlavu a nedržela se otročských předpisů finanční analýzy, ale reálné ekonomiky fungování.
26. celkově nesrozumitelně působí optimalizace diskontní míry a synergie. U diskontní míry přece platí, že je každé společnosti přiřazen konkrétní WACC. buď tedy vidím, že AVG je hvězda z pohledu požadované výnosnosti a podle toho upravím násobitel, ale

direktivně si říci, že si vyberu 2 parametry, to trochu popírá tu celou snahu Vaší práce omezit subjektivní zásahy do ocenění.

27. 2% inflace OK, ale proč cíl čnb u firmy se sídlem v cizině a globálním trhem?

28. Celkově mohla být možná praktická část místy obsáhlejší, některé věci jsou vzaty hodně narychlo a není z nich příliš zřejmý postup, který autorka zvolila.

Práce **je doporučena k obhajobě.**

Předběžně navržený klasifikační stupeň: **velmi dobře. Stupeň závisí na úrovni obhajoby.**



V Praze dne 25. 1. 2018

.....  
Ing. Přemysl Krch