

Posudek oponenta diplomové práce

Jméno studenta:
Bc. Radka Müllerová

Oponent DP:
Ing. Radim Dědic

Ak. rok:
2012/2013

Téma DP:

Projekt ocenění společnosti Kasko spol. s r.o. výnosovými metodami

Kritéria hodnocení:		Počet bodů (0 – 10)
1	Náročnost tématu práce	2
2	Splnění cílů práce	1
3	Teoretická část práce	1
4	Praktická část práce (analytická část)	1
5	Projektová část (řešící část)	1
6	Formální úroveň práce	5
CELKOVÝ POČET BODŮ (0 – 60)		11

Hodnocení jednotlivých kritérií:

ROZSAH BODŮ	SLOVNÍ VYJÁDŘENÍ
0 bodů	nesplněno (odpovídá stupni „F“ podle ECTS)
1 – 2 body	splněno pouze na úrovni základních požadavků (odpovídá stupni „E“ podle ECTS)
3 – 4 body	splněno s výraznějšími, ale ne kritickými nedostatky (odpovídá stupni „D“ podle ECTS)
5 – 6 bodů	splněno, nedostatky neovlivňují podstatně celou práci, zejména výsledky (odpovídá stupni „C“ podle ECTS)
7 – 8 bodů	splněno zcela bez výhrad (odpovídá stupni „B“ podle ECTS)
9 – 10 bodů	splněno nadstandardně (odpovídá stupni „A“ podle ECTS)

Připomínky k práci:

1. Není definován standard (kategorie, báze) výsledné hodnoty oceňované společnosti (např. market value, investment value, fair value...). To je také důležité ve vztahu k užití a přezkoumání podkladů získaných od oceňované společnosti.

2. Teoretická část vypovídá spíše o pouhé deskripci již publikované literatury. Vhodnější by určitě byla hlubší práce se zdroji, jejich komparace a analýza, a v diplomové práci předkládat již výslednou syntézu, která by představovala východiska pro praktickou část. Navíc kapitola 2.3 věnovaná diskontní míře je s ohledem na praktickou část velmi chudá = v práci nenacházím např. vzorec pro výpočet nákladů vlastního kapitálu formou metody CAPM.

3. SWOT analýza (kapitola 6.3) je nesystémově zařazena před charakteristiku odvětví a finanční analýzu. Logicky by měla následovat až po těchto rozbořech.

4. Prognóza tržeb: a) není aplikován standardní postup (který i autorka popisuje v teoretické části práce) = není odhadován budoucí vývoj relevantního trhu, budoucí vývoj tržního podílu [pokud postup nemohl být aplikován, měla autorka zdůvodnit proč, a pokusit se o náhradní způsob]; b) pokud autorka využila podkladů od oceňované společnosti, měla tyto podklady verifikovat; to že odhadce obdrží určité materiály od oceňované společnosti neznamená, že mohou být nekriticky převzaty - a to i s ohledem na standard hledané hodnoty podniku; c) navíc dobrým zvykem bývá uvést prognózu i prostřednictvím ročních temp růstu a uvést i historický vývoj, aby byl patrný vztah k minulosti; d) celá autorčina prognóza tržeb zabírá v práci pouhý jeden odstavec textu (str. 58 nad tab. č. 9), což nesvědčí o hlubší analýze, nýbrž asi o tom, že autorka převzala podklady od oceňované společnosti bez vlastního přezkoumání; e) oceňovaná společnost má relativně významný vývoz - prognóza tržeb je však autorkou prezentována pouze jako tržby celkem bez rozlišení na tuzemsko a export.

5. Finanční plán (FP) pro ocenění (obecně): studentka si musí uvědomit, že sestavuje FP pro ocenění výnosovým přístupem! Takovýto FP vykazuje určitá specifika ve srovnání s běžným finančním plánováním pro jiné účely. Např. délka časového horizontu FP pro ocenění: tato nezávisí na předaných podkladech oceňované společnosti, nýbrž vychází z teorie odhadu hodnoty podniku, která říká, že I. fáze musí být tak dlouhá, než se podnik stabilizuje! Dále je doporučováno, aby byl FP pro ocenění sestaven pro provozně nutný majetek - tzn. neprovozní majetek musí být definován a nezahrnuje se do FP. To se v případě předložené práce týká zejména neprovozního majetku v podobě přebytečných peněz!

6. Odhad budoucího vývoje Nákladů vynaložených na prodané zboží, Spotřeby materiálu a energie, Služeb: dle mého v práci není proveden odhad, ale studentka zřejmě údaje převzala z podkladů oceňované společnosti. V práci je totiž proveden pouhý chabý popis vývoje těchto položek, ovšem nic se nedozvíme o tom, jak byl odhad zpracován! Není zpracován odhad vývoje provozní ziskové marže, jako jeden ze základních generátorů hodnoty podniku. Navíc výše a vývoj provozní ziskové marže by studentce umožnil verifikovat odhad vývoje souvisejících nákladových položek!

7. Odpisy a investice: studentka tvrdí, že oceňovaná společnost nepotřebuje žádné investice do nemovitých a movitých věcí! Což však s ohledem na odhadované tempo růstu pro 2. fázi (pro metody na bázi perpetuity) není teoreticky ani prakticky přijatelné, protože ve 2. fázi, pokud plánujeme růst, by měly investice do nemovitých a movitých věcí být vyšší než odpisy; ještě jinak - při dlouhodobém růstu musíme počítat s minimálně prostou reprodukcí fixních kapacit a jejich rozšiřováním. Navíc to odporuje podmínce stabilizace společnosti

pro 2. fázi, protože při zvoleném růstu g musí vše, tj. i investovaný kapitál růst stejným tempem růstu.

8. Chybí finanční analýza odhadovaného FP, která je standardně vyžadována.

9. Náklady vlastního kapitálu: a) autorka využívá více přístupů, které však blíže nepopisuje a uvádí jen finální výstupy (např. u komplexní stavebnicové metody autorka popisuje existenci 25+7 kritérií, nikde však není v práci uvedeno, jak autorka tyto kritéria ohodnotila atd.); b) navíc se opět projevuje, že autorka nedefinovala standard hledané hodnoty podniku, protože např. pro tržní hodnotu se doporučuje aplikovat CAPM, kdežto stavebnicové metody se doporučují pro investment value; c) průměrování jednotlivých výsledků, které autorka provedla, je dle mého velmi zavádějící, protože výsledky dle jednotlivých metod vykazují příliš široký rozptyl. Navíc metody stavebnicové vykazují hladinu daleko nižší než metody na bázi CAPM a odhadu obchodního a finančního rizika!

10. Tabulka č. 38, str. 89: autorka uvádí, že podíl VK ve 2. fázi je 99 %, tudíž odhaduje 1 % podíl cizích úročených zdrojů, ale náklady cizího kapitálu pro 2. fázi jsou nulové! Pokud již autorka zvažuje cizí úročené zdroje pro 2. fázi, pak je zapotřebí také počítat s tržní výši nákladů cizích úročených zdrojů a provést iteraci tržní struktury kapitálu!

11. Varianty metody DCF (entity a equity) + analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě perpetuity pro 2. fázi: v odborné literatuře se uvádí a je prokázáno, že výsledky těchto výnosových metod se mají při splnění určitých podmínek rovnat. V práci se výsledky nerovnají! Navíc tak vzniká otázka, proč autorka aplikuje tyto 3 metody, když jejich výsledky se mají teoreticky rovnat, a proč se nezaměřila na jednu, kterou by důkladně aplikovala. I kdyby chtěla autorka poukázat na metodickou rozdílnost těchto výnosových metod, pak v práci zcela chybí diskuse nad podmínkami, při jejichž naplnění by se výsledky rovnaly.

12. Tempo růstu $g = 6,2\%$ (pro DCF entity a equity ve variantě perpetuity pro 2. fázi): naprosto nezdůvodněný odhad! Pro 2. fázi je zásadním předpokladem, že podnik je stabilizovaný, tj. je stabilizováno rozpětí hodnoty (ROIC = WACC) v trvale udržitelné výši, ROIC = RONIC a vše musí růst stejným tempem \Rightarrow tempo růstu peněžních toků = tempo růstu tržeb = tempo růstu investovaného kapitálu, přičemž provozní zisková marže a tržní podíl jsou také stabilní!

13. Metoda DCF entity ve variantách likvidační a účetní hodnoty pro 2. fázi: a) v práci jsem nemohl nalézt, jak autorka dospěla k výši likvidační a účetní hodnoty. Navíc pro variantu entity je nutné pečlivě pracovat s likvidační hodnotou, protože tato musí být také ve variantě entity = od likvidační hodnoty aktiv odečítám pouze cizí neúročené zdroje a navíc nesmím zahrnovat neprovozní peněžní prostředky, protože tyto by už měly být zohledněny ve volném peněžním toku v 1. fázi (jinak dojde k dvojímu započtení a nadhodnocení podniku); b) navíc aplikace likvidační hodnoty pro 2. fázi vlastně znamená, že podnik má omezenou životnost pouze na období 1. fáze, ale autorka nikde v práci neuvádí, že by podnik měl mít omezenou životnost. I kdyby se jednalo o podnik s omezenou životností, pak se v české teorii a praxi prosazuje pro takové podniky koncept amortizační hodnoty!; c) užití účetní hodnoty pro 2. fázi je podle mého názoru velmi problematické a nevyhovující, protože účetní hodnota většinou nemůže vystihnout standard hledané hodnoty podniku (tiché rezervy atd.).

14. Syntéza výsledků: autorka chybně interpretovala doporučení odborné literatury ohledně

aplikování více metod při odhadu hodnoty podniku. Odborná literatura tím má na mysli aplikování výnosového, porovnávacího či nákladového přístupu, a ne užití více metod v rámci jednoho přístupu. Autorka aplikovala jeden přístup, a to výnosový, a v rámci něho použila více výnosových metod (DCF entity, DCF equity, kapitalizace čistých výnosů), přičemž, jak jsem uvedl již výše, tyto výnosové metody by měly dospět ke stejnému výsledku (vyjma paušální metody kapitalizace čistých výnosů a za předpokladu stejného pojetí 2. fáze pomocí perpetuity)! Syntéza výsledků tedy nespočívá v průměrování výsledků jednotlivých metod v rámci jednoho přístupu, ale právě v rekongiliaci výstupů odlišných přístupů!!!! Navíc syntéza výsledků jednotlivých výnosových metod v autorčině podání je úplně zavádějící, protože: a) výsledky DCF entity, DCF equity a analytické metody kapitalizovaných čistých výnosů při perpetuitě v 2. fázi se mají rovnat, tedy není co průměrovat!; b) DCF entity s 2. fází v podobě likvidační hodnoty neměla být aplikována, protože podnik nemá omezenou životnost; c) paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů se doporučuje pouze pro již historicky stabilizované podniky, přičemž autorka v práci nikde neprokázala, že podnik je historicky stabilizován!

15. Z práce by mělo být více patrné, jaké údaje od oceňované společnosti autorka obdržela, kdy je použila (citovat zdroj např.: předané podklady od oceňované společnosti) a jak je verifikovala, protože s ohledem na standard hledané výsledné hodnoty podniku nelze nekriticky přejímat podklady od společnosti.

Otázky k obhajobě:

1. Důkladně vysvětlíte problematiku stabilizace podniku ke konci 1. fáze, pokud pro 2. fázi využíváme parametrický vzorec (např. pro metodu DCF entity).

2. Proč se ve Vaší práci odlišují výsledky DCF entity, equity a analytické metody kapitalizovaných čistých výnosů při perpetuitě v 2. fázi, když se výsledky mají teoreticky rovnat? Uveďte přesně, za jakých podmínek by se výsledky rovnaly.

Práce splňuje kritéria pro obhajobu DP.



Práce nesplňuje kritéria pro obhajobu DP (minimálně jedno kritérium hodnoceno 0 body).



Ve Zlíně dne: 9/5/2013

Instrukce pro hodnocení jednotlivých kritérií:

Kritérium 1. Hodnocení náročnosti tématu práce (0 - 10 bodů)

Toto kritérium hodnotí originalitu zvoleného tématu, jeho zaměření na studijní obor, složitost řešené problematiky, náročnost na teoretické i praktické informační zdroje, neexistenci obvyklého řešení, nedostupnost řešení pro zkoumané podmínky.

Kritérium 2. Hodnocení splnění cílů práce (0 - 10 bodů)

Toto kritérium hodnotí splnění zadání práce na základě definovaných cílů práce, které musí být součástí úvodu. Definovaný cíl práce odpovídá požadované náročnosti vzhledem k typu práce.

Kritérium 3. Hodnocení teoretické části práce (0 - 10 bodů)

Hodnotí se především výběr teoretických zdrojů, jejich možná aplikace pro řešení tématu, studium odborné literatury a dalších informačních zdrojů. Hodnotí se rovněž způsob i úroveň citací. V teoretické části nelze uvádět poznatky, které nejsou využity v praktické části. Rozsah zpracované literatury, její aktuálnost, využití cizojazyčné literatury a stěžejních prací, využitelnost přehledu pro vlastní práci, diskuse alternativních pohledů, rozbor použitých citací, syntéza teoretických poznatků a důsledků pro vlastní práci. Literární přehled práce by měl být po metodické a formální stránce řádně zpracován včetně citací a odkazů pro použitou literaturu.

Kritérium 4. Hodnocení praktické části práce (analytická část) (0 - 10 bodů)

Hodnotí se úroveň analýzy zadaného tématu, vazba analýzy na stanovené cíle, využití teoretických poznatků pro analýzu problému. Při hodnocení se bere v úvahu náročnost získávání informací, přístup studenta a jeho schopnost logických závěrů z analýzy, jako východisko pro řešící část. Diplomová práce obsahuje přesný popis použité metodiky, přičemž tato metodika je vhodná ke splnění cíle práce. Diskuze volby metod a komparace s jinými přístupy, možnost ověřitelnosti výsledků metod, správnost aplikace zvolených metod, vhodnost použitých vzorků, ošetření chyb a nedostatků metod, komparace výsledků za využití více metod, zdůvodnění odchylek.

Kritérium 5. Hodnocení projektové části práce (řešící část) (0 - 10 bodů)

Hodnotí se věcná úroveň řešení problému, dosažení stanovených cílů, návaznost řešící části na analytickou část. Hodnotí se logická struktura řešení problému, popřípadě předpoklady jeho verifikace. Kritérium hodnotí rovněž celkovou úroveň provázanosti teoretické a praktické části práce, správnost odvozených závěrů, jednoznačnost formulace, adekvátnost, zevšeobecnění závěrů, aplikovatelnost doporučení, zdůvodnění návrhů a jejich dopadů.

Kritérium 6. Hodnocení formální úrovně práce (0 - 10 bodů)

Hodnotí se úroveň grafického zpracování práce. Hodnotí se gramatická úroveň, zvolené formulace, celková úroveň vyjadřování. Správnost členění, logické návaznosti textu, správnost použité terminologie, jednoznačnost a přehlednost grafických prací, jazyková úroveň.