

I. IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE

| | |
|-----------------------------------|---------------------------------------|
| Název práce: | Stanovení hodnoty podniku |
| Jméno autora: | Jan Chládek |
| Typ práce: | diplomová |
| Fakulta/ústav: | Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS) |
| Katedra/ústav: | Katedra managementu MÚVS |
| Oponent práce: | Ing. Jiří Chládek, CSc. |
| Pracoviště opONENTA práce: | Klepněte sem a zadejte text. |

II. HODNOCENÍ JEDNOTLIVÝCH KRITÉRIÍ

| | |
|--|-------------------------|
| Zadání | průměrně náročné |
| <i>Hodnocení náročnosti zadání závěrečné práce.</i> | |
| Vložte komentář. Cíl práce není explicitně vyjádřen. Z pokynů pro vypracování však lze dovodit, že cílem je ověření/prokázání znalostí diplomanta v problematice stanovení hodnoty podniku na základě zpracování strategického plánu rozvoje podniku, sestavení finančního plánu a výběru vhodné metody pro stanovení hodnoty podniku, včetně jeho schopnosti zdůvodnit stanovenou hodnotu podniku a diskutovat o ní. Součástí zadání je seznam doporučené literatury vztahující se k tématu. Volba využívání dostupných databází údajů pro zpracování diplomové práce a možnost použití vhodných IT pro zpracování je ponecháno na diplomantovi. | |

| | |
|--|------------------------------------|
| Splnění zadání | splněno s menšími výhradami |
| <i>Posuďte, zda předložená závěrečná práce splňuje zadání. V komentáři případně uveďte body zadání, které nebyly zcela splněny, nebo zda je práce oproti zadání rozšířena. Nebylo-li zadání zcela splněno, pokuste se posoudit závažnost, dopady a případně i příčiny jednotlivých nedostatků.</i> | |
| Vložte komentář. Zadání je v podstatě splněno s dále uvedenými výhradami a s komentářem. | |

| | |
|---|----------------|
| Zvolený postup řešení | správný |
| <i>Posuďte, zda student zvolil správný postup nebo metody řešení.</i> | |
| Vložte komentář. Připomínky jsou uvedeny v další části | |

| | |
|--|-----------------------|
| Odborná úroveň | D - uspokojivě |
| <i>Posuďte úroveň odbornosti závěrečné práce, využití znalostí získaných studiem a z odborné literatury, využití podkladů a dat získaných z praxe.</i> | |
| Vložte komentář. Hodnocení a připomínky jsou uvedeny v další části posudku | |

| | |
|---|-----------------------|
| Formální a jazyková úroveň, rozsah práce | D - uspokojivě |
| <i>Posuďte správnost používání formálních zápisů obsažených v práci. Posuďte typografickou a jazykovou stránku.</i> | |
| Vložte komentář. Obsahem a strukturou diplomová práce v zásadě obsahově odpovídá požadovaným standardům, které mimo jiné stanoví logický sled postupu dílčích pracovních kroků nezbytných při stanovení hodnoty podniku. Úplné dodržení těchto standardů není v zadání vyžadováno. Formální zpracování je na běžné, téměř průměrné úrovni; umožňuje plynulé prostudování práce. Jazyková a stylistická úroveň je spíše na slabší úrovni. Občasná stylistická pochybení znesnadňují plné porozumění textu práce. Vyskytují se hrubé pravopisné chyby. | |

| | |
|---|------------------|
| Výběr zdrojů, korektnost citací | C - dobře |
| <i>Vyjádřete se k aktivitě studenta při získávání a využívání studijních materiálů k řešení závěrečné práce. Charakterizujte výběr pramenů. Posuďte, zda student využil všechny relevantní zdroje. Ověřte, zda jsou všechny převzaté prvky řádně odlišeny od vlastních výsledků a úvah, zda nedošlo k porušení citační etiky a zda jsou bibliografické citace úplné a v souladu s citačními zvyklostmi a normami.</i> | |

Vložte komentář. Viz další hodnocení a komentář.

Pro potřebu zpracování práce diplomant více či méně vhodně využil vybrané, veřejně dostupné databáze (MPSV, MF, ČNB). Ke zpracování rovněž využil IT vybavení STRATEX a EVALENT pro plánování a oceňování podniku; to zpracování diplomové práce zjednodušilo, ale současně také výrazně omezilo možnost vyjádřit vlastní znalosti a tvůrčí schopnosti diplomanta při zpracování práce.

Další komentáře a hodnocení

Vyjádřete se k úrovni dosažených hlavních výsledků závěrečné práce, např. k úrovni teoretických výsledků, nebo k úrovni a funkčnosti technického nebo programového vytvořeného řešení, publikačním výstupům, experimentální zručnosti apod.

Vložte komentář (nepovinné hodnocení).

K jednotlivým kapitolám diplomové práce uvádím:

Úvod DP

Diplomant v úvodu uvádí, že DP si dává za úkol stanovit tržní hodnotu podniku EXCON, a.s. bez toho, aby v DP uvedl a charakterizoval možné kategorie hodnoty. To je obsahově důležité, neboť výběr kategorie hodnoty podniku spolupůsobí při výběru metody ocenění a ovlivňuje obsah diskuse o využití ocenění a o rizicích stanovené hodnoty podniku.

Dlouhodobý strategický plán rozvoje oceňovaného podniku

Přítomnost zpracování strategického plánu oceňovaného podniku je z pohledu stanovení jeho hodnoty nezbytná, neboť vytváří základní rámec, který obsahově ovlivňuje generátory hodnoty podniku. Navíc, sestavení strategického plánu je formálně i obsahově požadováno i v aktuálních standardech pro oceňování podniku. Je chybou praxe, že tento požadavek není vždy naplněn. Z tohoto pohledu je pozitivní, že zpracovaná DP co do obsahu nejen odpovídá zadání, ale i standardním požadavkům.

Vlastní zpracování strategického plánu rozvoje podniku je na průměrné úrovni. DP zahrnuje a částečně i dokládá nezbytné vstupní údaje ovlivňující vnější prostředí, ve kterém podnik operuje, i vlastní interní podmínky rozvoje podniku. Jsou použity odpovídající metody vyhodnocování veličin ovlivňujících možnosti rozvoje podniku, např. SWOT analýza a matice EFE a IFE, hodnocení zvolených kritérií bonitačními postupy, atd. Zcela nelogická je však skutečnost, že v DP je hodnocení strategických veličin v interních faktorech uvedeno jako součást finanční analýzy podniku, kam ani obsahově, ani z pohledu časové orientace (plán/skutečnost) rozhodně nepatří.

Ze závěrů strategického plánu rozvoje podniku vyplývá, že oceňovaný podnik má nezanedbatelný interní potenciál působit na relevantním trhu, u něhož se předpokládá pozitivní externí vývoj (oživení trhu, předpokládaný pokles cen vstupů, atd.). To by mělo pozitivně ovlivňovat generátory hodnoty podniku.

Finanční analýza podniku

Finanční analýza podniku tvoří obsahový základ pro navazující práce při oceňování podniku. V DP je finanční analýza provedena v pouze na základní, nezbytné úrovni, tj. jako finanční analýza základních poměrových ukazatelů rentability, aktivity, likvidity a finanční struktury, tj. ukazatelů určených k poznání finanční stability a zdraví oceňovaného podniku. Není použita analýza příčin dosažených stavů, ani analýza dynamických trendů v minulém a současném hospodaření podniku. V závěrech finanční analýzy není explicitně uvedeno, jak stav skutečně dosaženého finančního zdraví a stability oceňovaného podniku ovlivní jeho finančně ekonomickou a obchodní perspektivu.

Při provedení finanční analýzy, tj. vyčíslování hodnot sledovaných veličin poměrových ukazatelů diplomant použil podpůrné IT vybavení STRATEX. Navíc, skutečně dosahované a analyzované finančně ekonomické výsledky podniku jsou na takové úrovni (finančně zdravý a stabilní podnik), která značně zjednodušuje náročnost vlastního obsahu a procesu finanční analýzy. Obě tyto skutečnosti napomáhají k tomu, že ve své DP diplomant není nucen přímo prokazovat vlastní odbornou orientaci v problematice finanční analýzy; není prioritním účelem DP prokazovat znalost podpůrné IT. Také proto finanční analýzu provedenou v DP hodnotím jako až povrchní a průměrně zpracovanou.

Finanční plán podniku

Vlastní název části DP „3. Plán finančních výkazů“ již sám o sobě dokladuje výše uvedené tvrzení, že stylistická část DP není vždy na dobré úrovni a je spíše na hodnotiteli, aby obsahu sdělení diplomanta v textu DP správně porozuměl. Také v tomto případě diplomant pro sestavení finančního plánu použil IT STRATEX – viz výše, se stejnými závěry.

V DP se výslovně uvádí, že sestavení plánu vychází ze strategie podniku. To však pravděpodobně není úplně pravda, neboť především chybí obchodní plán sestavený na základě strategie (viz výše), a z něj vyplývající plán tržeb. Navíc, plán tržeb z prodeje vlastních služeb (převážně inženýrská činnost v podniku) je plánován - „ pouze o zvýšení změny stavu růstu spotřebitelských cen, tedy inflace.“ Toto tvrzení a i skutečné promítnutí do plánu tržeb znamená, že ve finančním plánu bud'

není zohledněn strategický rozvoj podniku, nebo že je strategie podniku v tržbách jiná, než strategie uvedená v části 1. této DP. Navíc je rovněž otázkou, zda i v případě akceptování plánu tržeb pouze v úrovni inflace jde skutečně o inflaci měřenou růstem spotřebitelských cen, a zda lze tuto inflaci brát z predikcí MPSV, či MF, nebo je chyba v citaci zdroje této informace. Pro účely DP lze teoreticky akceptovat vstupní předpoklad, že plánované investice budou realizovány na úrovni odpisů, neboť jde o podnik, který má majetek převážně v oběžných aktivech, případně v nemovitém majetku, kde je delší cyklus nutné obnovy.

Výše uvedený základní problém sestavení finančního plánu se logicky prolíná všemi jeho částmi, neboť jsou základní veličiny finančního plánu (nákladové položky a položky pracovního kapitálu) přednostně navázány na sestavený plán tržeb.

Stanovení hodnoty podniku

V určující části DP má být podle zadání vybrána relevantní metoda pro stanovení hodnoty podniku a volba zdůvodněna, stanovena hodnota podniku a její vývoj, a diskutována rizika ovlivňující hodnotu podniku.

Vzhledem k tomu, že v DP není jednoznačně určena kategorie hodnoty v závislosti na simulovaném určení účelu ocenění, přiklání se diplomant k výběru výnosových metod, zde metody DCF entity/equity, metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody ekonomické přidané hodnoty EVA pouze jako k jejich výčtu. Z textu vyplývá, že věcná podstata výnosových metod (zejména DCF) buď není diplomantovi úplně jasná, nebo se v textu při definování metod projevuje formulační/stylistický problém, viz např. poslední odstavec textu na str. 50. Také v této části je pro práci využitý systém IT EVALENT (navazuje na STRATEX), se stejnými dopady a závěry, jaké jsem uvedl u finanční analýzy a u finančního plánu – viz výše. Není vyloučeno, že výčet výnosových metod v DP navazuje spíše na IT EVALENT.

Výběr metod není nijak zdůvodněn, ani není komentována jejich vhodnost pro daný případ. Popis modulů systému EVALENT nelze považovat za zdůvodnění pro výběr výnosových metod. Výčet dalších možných metod ocenění je sice nepřesně uveden, jejich nevyužití je konstatováno, ale není věcně zdůvodněno.

Vlastní využití vybraných metod k ocenění podniku, tj. provádění potřebných výpočtů až do stadia stanovení hodnoty podniku vybranými metodami je vedené standardně použitou informační technologií. Dílčí výpočty a postupy práce diplomanta při ocenění podniku ve všech použitých výnosových metodách by měly být více obsahově komentovány, aby byla jasněji prokázána vlastní znalost problematiky na straně diplomanta.

DP v této části obsahuje dílčí nesrovnalosti/nejasnosti, z nichž vybírám například:

- neúplná zdůvodnění korekcí hospodářského výsledku,
- neprokázání jasného rozdílu mezi peněžními toky u metody DCF entity/equity, zdůvodnění v konkrétním případě ocenění podniku v této DP
- oddělený výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity a DCF equity,
- zdůvodnění použitého rozdílného tempa růstu u metod DCF a EVA i KČV v druhé fázi,
- zdůvodnění výše počátečního investovaného kapitálu u metody EVA,
- co je obsahem pojmu „neodnímatelný čistý výnos“ u metody kapitalizovaných čistých výnosů, atd.

Přínosem k výsledku DP je ohodnocení rizikových faktorů v použité struktuře rizik pro účely stanovení diskontní míry pro výpočty ocenění. Ke zjednodušení práce diplomanta přispěla i skutečnost, že oceňovaný podnik k datu ocenění nebyl zadlužen cizími úročenými zdroji.

Shrnutí výsledků jednotlivých výnosových metod

Shrnutí výsledků ocenění podle jednotlivých výnosových metod se omezuje pouze na konstatování rozdílů mezi nimi, bez vyjádřeného názoru diplomanta, ke které vypočítané hodnotě by se přiklonil se zdůvodněním tohoto názoru. Je sice pozitivní, že se diplomant zabývá porovnáním hodnot v 1. a 2. fázi v jednotlivých metodách, chybí zdůvodnění závěru, podle kterého je nejvhodnější využití metody DCF equity. Diplomant uvádí, že nejlepší je právě tato metoda, neboť se pomocí ní dosáhlo nejlepší celkové hodnoty. Pokud by důvodem byla pouze skutečnost, že touto metodou vypočítaná hodnota je nejvyšší, pak postrádá zdůvodnění.

Závěr

Diplomant v závěru pouze opakuje tvrzení z předchozích částí DP, včetně popisu kroků zpracování. Konstatuje, že cíl DP, tj. stanovení hodnoty podniku, byl splněn.

III. CELKOVÉ HODNOCENÍ, OTÁZKY K OBHAJOBĚ, NÁVRH KLASIFIKACE

Shrňte aspekty závěrečné práce, které nejvíce ovlivnily Vaše celkové hodnocení. Uveďte případné otázky, které by měl student zodpovědět při obhajobě závěrečné práce před komisí.

Předloženou závěrečnou práci hodnotím klasifikačním stupněm **D - uspokojivě**.

Diplomová práce je zpracována na úrovni, kterou lze celkově charakterizovat jako sice uspokojivou, ale přijatelnou pro doporučení k obhajobě. Důvodem pro tento závěr je skutečnost, že v práci jsou obsaženy postupové kroky ke stanovení hodnoty podniku, avšak jejich praktické naplnění neposkytuje možnost stanovenou hodnotu zdůvodněně akceptovat a podle ní se v obchodním styku a podnikové praxi chovat.

Pro ověření skutečných znalostí diplomanta navrhuji doplňující otázky:

- obecně definujte kategorie hodnoty podniku, podle těchto definic a účelu ocenění daného podniku vyberte vhodnou kategorii hodnoty a na základě toho navrhnete a zdůvodněte výběr metody ocenění pro případ zpracovávání v DP,
- vysvětlíte postupy a obsah korekce hospodářského výsledku v metodě DCF v daném případě,
- obecně teoreticky určete způsob výpočtu volného peněžního toku pro obě metody DCF (entity i equity) a prakticky aplikujte do výpočtu FCFE a FCFE pro daný případ,
- obecně definujte generátory hodnoty podniku, definice aplikujte na daný případ prognózováním jednotlivých generátorů hodnoty pro strategický plán, obchodní plán, finanční plán,
- podle čeho byste odhadoval potřebu investic do dlouhodobého majetku pro účely ocenění podniku,
- k čemu je v podnikové praxi možné využít ekonomickou přidanou hodnotu EVA,
- určete, zda je možné, aby výnosové metody pro ocenění podniku DCF a EVA daly stejný výsledek, pokud ano, za jakých podmínek.

Datum: 10.2.2017

Podpis: Ing. Jiří Chládek, CSc.