

POSUDEK DIPLOMOVÉ PRÁCE (DP)

Diplomová práce s názvem: Využití ziskového modelu pro oceňování akcií

Posluchač (autorka DP): Bc. Martina Jelínková

Oponent: Ing. Strouhal, pracovník centrály clientské divize Finanční skupiny Fio – Fio banka, a.s.

Diplomová práce na téma Využití ziskového modelu pro oceňování akcií byla vypracována na dobré a (s jistými výhradami) na profesionální úrovni. Zadání a cíl práce byly splněny (odhlédnu-li od konkrétních chybných a diskutabilních dat a výpočtů, které zmíním ve svém posudku níže). Autorka na závěr své DP správně dospěla k názoru, že (ziskové) oceňovací modely vyspělých trhů nelze (bez případných úprav) aplikovat na rozvíjející se trhy, jakým Česká republika bezesporu stále ještě je. Zajímavým (v porovnání s předchozí větou trochu rozporným) zjištěním je skutečnost, že zahraniční investoři přesto využívají pro výpočet vnitřní hodnoty českých akciových titulů sektorové P/E ratio právě vyspělých trhů (např. německé či americké).

V teoretické části DP byly (mimo ostatních metod) vyjmenovány všechny důležité a nejčastěji používané analytické metody fundamentální analýzy pro výpočet vnitřní (spravedlivé) hodnoty akcie, se zaměřením na ziskové modely, které jsou předmětem DP. Zajímavé a přínosné je celistvé uvedení historických hodnot P/E ratio nejrozličnějších akciových trhů (vyspělých i rozvíjejících se) v praktické Kapitole 7, byť mi zde chybí uvedení hodnot P/E evropského trhu (buď v podobě německého indexu DAX či souhrnného indexu DJ Eurostoxx 50) a uvedení P/E slovenského akciového trhu zde považuji pro jeho nevýznamnost za nadbytečné. Nicméně tuto pasáž DP hodnotím pozitivně z toho důvodu, že čtenář může získat dobrý přehled o tom, zda je v současné době příslušný akciový trh jako celek vzhledem ke své historii nadhodnocený či nikoliv a tak je tato pasáž DP pro čtenáře (i laického drobného investora) přínosná.

Ve své analyticko-výpočetní praktické části DP (Kapitola 8) se autorka nicméně dopouští závažné početní chyby při výpočtu zisku příštího období společnosti Unipetrol (Tabulka 15 na str. 78 DP), jehož správná hodnota je 4,96 Kč a nikoliv 49,63 Kč, což se přenáší do všech dalších výpočtů týkajících se ocenění této akcie (a dále v Tabulkách 19, 24 a 26). Vážná (a zcela zbytečná) je chyba v uvedeném kurzu akcie Unipetrolu (Tabulka 16 na str. 78 DP), jehož správná hodnota činí 172,00 Kč a nikoliv 438,70 Kč, což je hodnota kurzu akcie Telefónica O2. Tato závažná ovšem zcela zbytečná chyba se opět přenáší do všech dalších výpočtů týkajících se ocenění této akcie (a dále v Tabulkách 20, 23, 25 a 27). Z Tabulky 22 autorka nepochopitelně přenáší do Tabulky 23 místo vnitřní hodnoty akcie Unipetrol regresní P/E ratio akcie Unipetrol (viz str. 83 DP). Celkově tak jsou všechny hodnoty a všechny výpočty týkající se akcie Unipetrol v DP autorky chybné a nemají žádnou vypovídající hodnotu. Data v Tabulce 19 (viz str. 81 DP) jsou nekonzistentní v tom smyslu, že pro výpočet průměrné míry růstu dividend „g“ je použito dat z let 2002 – 2008 (viz Tabulka 17 na str. 80 DP), kdežto pro výpočet výplatního poměru „p“ je použito dat pouze z let 2004 – 2008 (viz Tabulka 18 na str. 80 DP). Rovněž použití různých a velmi rozdílných hodnot požadované výnosové míry z akcie „k“ v Tabulce 19 je nejasné a v práci zůstává autorkou nevysvětleno (z toho vyplývá otázka č. 1 na autorku DP).

Využití odborné literatury bylo autorkou DP zvládnuto velmi dobře, její použité množství je přiměřené této práci.

Po formální stránce a jazykové úpravě je práce zvládnuta (opět bohužel) pouze na průměrné úrovni. Poměrně časté jsou pravopisné chyby typu „tyto cíle byli...“ (viz str. 89 DP) či „olygopol“ (viz str. 22 DP), oddělování desetin v DP je nejednotné (viz desetinná tečka používaná v Tabulce 24 a desetinná čárka používaná v Tabulce 25 na stejné str. 86 DP), překlad anglického označení „utilities“ jako „veřejně prospěšné společnosti“ (viz Tabulka 10 na str. 67 DP) je zavádějící, byť, nutno uznat, že překlad tohoto slova do českého jazyka je poměrně složitý. Vzorec pro vztah mezi běžnou dividendou a dividendami v dalších letech na str. 36 DP je uveden chybně (znaménko „+“ místo znaménka „x“) či chybně je označení státu „Severní Korea“ místo správného „Jižní Korea“ v Obrázku 15 na str. 62 DP, komunistická Severní Korea žádným akciovým trhem nedisponuje. Naopak, grafické členění jednotlivých témat autorkou je velmi přehledné, DP je doplněna velkým množstvím zajímavých názorných tabulek, obrázků a grafů, kdy je třeba zdůraznit a ocenit značné úsilí autorky při hledání zdroje dat a zpracování těchto dat, které jí posloužily jako podklad pro sestavení těchto tabulek, obrázků a grafů.

Celkově hodnotím diplomovou práci velmi dobře a doporučuji tuto práci k obhajobě, přičemž jsem nucen konstatovat, že většina chyb obsažených v DP autorky je zcela zbytečných (snad vyplývají z časové tísně při zpracování DP) a tyto chyby mohly být při důsledné korektuře nestranným čtenářem, případně vedoucím DP odstraněny.

Otázky:

1/ Autorka v Tabulce 19 na str. 81 DP uvádí různé míry požadované výnosové míry z akcie „k“, které se od sebe značně liší. Proč tomu tak je, když autorka na str. 79 i str. 84 DP uvádí, že se „obvykle využívá výnosová míra kolem 7-8%, která je běžnou výnosovou mírou celého trhu“, a použití značně odlišných hodnot „k“ (0,08 až 0,95) vede neoddiskutovatelně k drasticky odlišným výsledkům? V Tabulce 19 na str. 81 DP autorka uvádí „k“ u ČEZ 0,65 a u KB 0,95 – znamená to tedy, že v případě investice do akcií ČEZ investoři požadují míru výnosu 65% a u akcií KB dokonce 95%?

2/ Autorka k odhadu zisků společností pro rok 2011 využila polynomickou regresní funkci (viz str. 74 DP). Proč autorka použila právě tuto regresní funkci a ne jinou? Tato funkce totiž pro odhad zisků společností pro rok 2011 poskytuje (ve čtyřech případech z pěti) výsledky, které se značně liší od vlastních odhadů autorky (viz Tabulka 12 na str. 77 DP), a se kterými pak autorka ve své DP dále pracuje (rozhodla se je využít pro všechny své následující výpočty; což je poměrně subjektivní a diskutabilní záležitost),

3/ V příloze A autorka DP poskytuje grafická znázornění poměru hodnot P/E ratio jednotlivých odvětví k hodnotám P/E ratio australského trhu. Jaký význam má tato příloha A pro předmět DP autorky zaměřený na český akciový trh, k čemu jsou tyto grafy užitečné?

V Praze 24. května 2010

Ing. Ivo Strouhal,
Centrála clientské divize Fio banka, a.s. – samostatný referent

Fio banka, a.s.
Millennium Plaza
V Celnici 10, 117 21 Praha 1
Tel: +420 224 346 143
E-mail: ivo.strouhal@fio.cz