

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
OBCHODNÁ FAKULTA

Evidenčné číslo: 102003/I/2022/36124048425424900

FÚZIE A AKVIZÍCIE VO VYBRANOM ODVETVÍ
Diplomová práca

2022

Bc. Martin Šebeň

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
OBCHODNA FAKULTA

FÚZIE A AKVIZÍCIE VO VYBRANOM ODVETVÍ

Diplomová práca

Študijný program:	manažment medzinárodného obchodu
Študijný odbor:	ekonomika a manažment
Školiace pracovisko:	Katedra medzinárodného obchodu
Vedúci záverečnej práce:	RNDr. Janka Pásztorová, PhD.

Bratislava 2022

Bc. Martin Šebeň

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že som záverečnú prácu vypracoval samostatne, a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

Bc. Martin Šebeň

Pod'akovanie

Touto cestou chcem pod'akovať vedúcemu diplomovej práce RNDr. Janke Pásztorovej, PhD. za ochotu, spoluprácu a cenné rady, ktoré mi poskytla počas písania diplomovej práce.

Ďakujem.

ABSTRAKT

ŠEBEŇ, Martin: Fúzie a akvizície vo vybranom odvetví. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Obchodná fakulta; Katedra medzinárodného obchodu. – Vedúci záverečnej práce: RNDr. Janka Pásztorová, PhD. – Bratislava: OF EU, 2022, počet strán: 76.

Záverečná diplomová práca je vypracovaná na tému fúzie a akvizície v biofarmaceutickom priemysle. Cieľom záverečnej práce je zhodnotiť akvizíciu na základe vybraných ekonomických ukazovateľov spoločností, konkrétne akvizíciu spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc., spoločnosťou AstraZeneca Plc. Práca je rozdelená do 5 kapitol. Obsahuje 8 schém, 16 tabuliek a 9 obrázkov. Prvá kapitola je zameraná na objasnenie teoretického rámca problematiky fúzií a akvizícií, ich členenia, motívy a ich historický vývoj až po súčasné trendy. V druhej kapitole je charakterizovaný hlavný cieľ a čiastkové ciele práce, ako aj použitá metodika práce. Tretia kapitola charakterizuje biofarmaceutický priemysel ako samostatný priemysel, ako súčasť farmaceutického priemyslu a špecifikuje jeho vývoj v pandemickom období a taktiež postavenie priemyslu z hľadiska fúzií a akvizícií. V štvrtej kapitole sú charakterizované profily skúmaných spoločností, prehľad ich integračných aktivít a charakteristika ich procesu akvizície spolu s motívmi stojacimi za akvizíciou. Štvrtá kapitola sa taktiež sústreďuje na kvantitatívne vyhodnotenie prebiehajúcej akvizície spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc, spoločnosťou AstraZeneca Plc. Na základe porovnávacej metódy cenových násobkov a výnosovej metódy diskontovaných peňažných tokov DCF. Posledná, piata kapitola, Diskusia, interpretuje dosiahnuté výsledky na základe poznatkov získaných pomocou výpočtov a či z hľadiska momentálne dostupných údajov a získaných výpočtov predstavuje akvizícia týchto dvoch spoločností správny krok vpred.

Kľúčové slova: akvizícia, Alexion Pharmaceuticals Inc., AstraZeneca Plc., biofarmaceutický priemysel, COVID-19, DCF model, EBITDA, fúzia

ABSTRACT

ŠEBEŇ, Martin: Mergers and Acquisitions in the Selected Industry. – University of Economics in Bratislava, Faculty of Commerce; Department of International Trade – Tutor of the thesis: RNDr. Janka Pásztorová, PhD. – Bratislava: OF EU, 2022, 76 p.

The master thesis is developed on the topic of mergers and acquisitions in the biopharmaceutical industry. The aim of the master thesis is to evaluate the acquisition based on selected economic indicators of companies, namely the acquisition of Alexion Pharmaceuticals Inc., AstraZeneca Plc. The thesis is divided into 5 chapters. It comprises 8 schemes, 16 tables and 9 pictures. The first chapter is devoted to clarify theoretical basis of mergers and acquisitions and their classification, motives, historical development to current trends. The second chapter characterizes the main goal and partial goals of the thesis, as well as used methodology. The third chapter characterizes the biopharmaceutical industry as separate sector and also as a part of pharmaceutical industry and specifies its development in the pandemic period and also characterizes it in terms of mergers and acquisitions. The fourth chapter characterizes the profiles of the target companies, an overview of their integration activities and the characteristics of their current acquisition process, together with the motives behind the acquisition. The fourth chapter also focuses on the quantitative evaluation of the ongoing acquisition of Alexion Pharmaceuticals Inc, AstraZeneca Plc. through the comparative method of price multiples and the yield method of discounted cash flows DCF. . The last, fifth chapter, Discussion, interprets the results obtained on the basis of the findings obtained through the calculations and whether, in terms of currently available data and the obtained calculations, the acquisition of these two companies represents the right step forward.

Key words: acquisition, Alexion Pharmaceuticals Inc., AstraZeneca Plc., biopharmaceutical industry, COVID-19, DCF model, EBITDA, merger

Obsah

Úvod.....	8
1 Fúzie a akvizície	10
1.1 Charakteristika fúzií.....	10
1.2 Charakteristika akvizícií	12
1.3 Klasifikácia fúzií a akvizícií	15
1.4 Motívy fúzií a akvizícií.....	19
1.6 Fúzie a akvizície v pandemickom období.....	15
2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania.....	21
3 Biofarmaceutický priemysel v súčasnosti.....	27
3.1 Biofarmaceutický priemysel v kontexte farmaceutického priemyslu.....	27
3.1 Vývoj biofarmaceutického priemyslu.....	28
3.2 Vývoj počas pandémie COVID-19.....	30
3.4 Fúzie a akvizície v biofarmaceutickom priemysle	32
4 Akvizícia Alexion Pharmaceuticals spoločnosťou AstraZeneca.....	36
4.1 Charakteristika spoločnosti AstraZeneca PLC	36
4.2 Charakteristika spoločnosti Alexion Pharmaceuticals.....	38
4.3 Motívy akvizície	40
4.4 Ocenenie spoločnosti Alexion Pharmaceuticals	43
5 Diskusia	54
Záver	56
Zoznam použitej literatúry.....	57

Zoznam schém, tabuliek a obrázkov

Schéma 1: Fúzia zlúčením	11
Schéma 2: Fúzia splynutím	11
Schéma 3: Horizontálne M&A	16
Schéma 4: Vertikálne M&A	17
Schéma 5: Konglomerátne fúzie a akvizície.....	18
Schéma 6: Kongenerické fúzie a akvizície	19
Schéma 7: Integrácia prostredníctvom SPAC.....	14
Schéma 8: Zložky príspevku biofarmaceutického priemyslu do svetového HDP.....	29
Tabuľka 1: Najpopulárnejšie zložky jednotlivých odvetví v rámci biofarmaceutického priemyslu z hľadiska M&A	32
Tabuľka 2: Spoločnosti s najväčšou hodnotou a objemom M&A za 2010-2020.....	34
Tabuľka 3: Základné informácie o spoločnosti	37
Tabuľka 4: Základné informácie o spoločnosti	39
Tabuľka 5: Cenové násobky spoločností v biofarmaceutickom priemysle 2020	44
Tabuľka 6: P/E Multiplikátor pre hodnoty ku dňu 28.12.2020.....	45
Tabuľka 7: P/B Multiplikátor pre hodnoty ku dňu 28.12.2020	46
Tabuľka 8: P/S Multiplikátor pre hodnoty ku dňu 28.12.2020.....	47
Tabuľka 9: Multiplikátor EV/EBITDA	48
Tabuľka 10: Hodnoty pre Alexion Pharmaceuticals Inc. (v mld. USD).....	49
Tabuľka 11: Výsledná hodnota spoločnosti.....	49
Tabuľka 12: Výpočet FCF v mil. USD.....	50
Tabuľka 13: FCFE / Čistý príjem	50
Tabuľka 14: Projekcia celkových príjmov a čistých príjmov v mld. USD.....	51
Tabuľka 15: Budúce FCFE v mld. USD.....	51
Tabuľka 16: Ohodnotenie prostredníctvom DCF modelu v mld. USD	53
Obrázok 1: Hodnota realizovaných M&A za január 2020 – október 2020.....	16
Obrázok 2: Odvetvová štruktúra celkových M&A za rok	17
Obrázok 3: Dopad pandémie na jednotlivé fázy M&A.....	18
Obrázok 4: M&A v biofarmaceutickom priemysle s hodnotou nad 100 mil. USD za obdobie 2010-2019	33

Obrázok 5: M&A dohody z pohľadu hodnoty transakcie v rokoch 2010-2019	34
Obrázok 6: Vývoj ceny akcií spoločnosti AstraZeneca PLC za posledných 10 rokov	37
Obrázok 7: Vývoj ceny akcií spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. za posledných 5 rokov	39
Obrázok 8: Kombinácia upevní prvenstvo v oblasti rastu príjmov AstraZeneca	42
Obrázok 9: Posilnenie prítomnosti na americkom a globálnom trhu.....	42

Úvod

Pandemická situácia, ktorá nastala v roku 2020, zasiahla každý aspekt nášho života a teda aj prostredie medzinárodného obchodu. Mnohé vládne nariadenia, nepredvídateľné podnikateľské prostredie a mnoho nejasností o novom víruse a jeho budúcom vývoji spôsobilo, že sa svet nachvíľu spomalil a bolo potrebné nájsť riešenia na novodobé problémy. Týmto problémom musela čeliť aj oblasť fúzií a akvizícií, ktorá sa po obrovskom prepade na začiatku pandémie musela adaptovať a prijať výzvy zrýchlenej digitalizácie a čiastočne upustiť od tradičných postupov.

Diplomová práca je zameraná na tému fúzie a akvizície v biofarmaceutickom priemysle. Biofarmaceutický priemysel je priemysel, v ktorom sa na výskum a vývoj liekov využívajú biotechnológie. Tento priemysel sa vyznačuje potrebou veľkého množstva vstupného kapitálu, s malou šancou na úspech. Napriek tomu však jeho podiel na svetovom HDP nie je zanedbateľný a každým rokom rastie. Fúzie a akvizície sú mimoriadnou súčasťou biofarmaceutického priemyslu nakoľko hlavným cieľom mnohých biofarmaceutických spoločností je byť odkúpený väčšou spoločnosťou.

Cieľom záverečnej práce je zhodnotiť akvizíciu na základe vybraných ekonomických ukazovateľov spoločností, konkrétne akvizíciu spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc., spoločnosťou AstraZeneca Plc.

Diplomová práca je rozdelená do piatich kapitol. Prvá kapitola je zameraná na vymedzenie teoretického rámca problematiky fúzií a akvizícií, ich členenia, motívov a ich historického vývoja až po súčasné trendy. V druhej kapitole je charakterizovaný hlavný cieľ a čiastkové ciele práce, ako aj použitá metodika práce a metódy skúmania. Tretia kapitola charakterizuje biofarmaceutický priemysel, jeho postavenie v rámci farmaceutického priemyslu, jeho vývoj v pandemickom období a taktiež ho charakterizuje z hľadiska fúzií a akvizícií. V štvrtej kapitole sú popísané profily skúmaných spoločností, prehľad ich integračných aktivít a bližší pohľad na prebiehajúcu akvizíciu spolu s motívmi a očakávaniami spoločností. Štvrtá kapitola sa taktiež sústreďuje na kvantitatívne vyhodnotenie prebiehajúcej akvizície spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc, spoločnosťou AstraZeneca Plc. na základe porovnávacej metódy cenových násobkov a výnosovej metódy diskontovaných peňažných tokov (DCF), vďaka ktorým je možné vypočítať odhadovanú súčasnú a budúcu hodnotu nadobúdanej spoločnosti. Získané výsledky budú použité na posúdenie správnosti ceny akvizície a posúdenie pozície

jednotlivých strán. Posledná, piata kapitola, Diskusia, interpretuje dosiahnuté výsledky výskumu a vyhodnotenie transakcie.

1 Fúzie a akvizície

Pojem fúzie a akvizície (M&A) je všeobecný pojem používaný na popis konsolidácie spoločností alebo aktív prostredníctvom rôznych druhov finančných transakcií, vrátane fúzií, akvizícií, ponúk tendrov, nákupu aktív a akvizícií manažmentu. Fúzie a akvizície sú vykonávané spoločnosťami, ktorých cieľom je dosiahnutie určitých strategických, podnikateľských alebo finančných cieľov. Ide o najrýchlejšiu cestu, akou môže firma úspešne expandovať. K fúziám a akvizíciám dochádza spravidla vtedy, ak už firma nemá možnosť ďalej rásť prostredníctvom zvyšovania produkcie, rozširovania sortimentu a budovaním kapacít. Predstavujú spojenie dvoch alebo viacerých spoločností, ktoré majú často rôznu právnu subjektivitu, firemnú kultúru a systém hodnôt. Z toho dôvodu ich úspešnosť závisí od toho, ako sa podarí jednotlivé spoločnosti integrovať.¹

Existuje viacero definícií, no základný rozdiel medzi fúziami a akvizíciami spočíva v akom spôsobe sa uskutoční kombinácia spoločností. Fúzie sú zvyčajne sprevádzané vyjednávaním, kde spoločnosti zvažujú všetky riziká a benefity vyplývajúce z fúzie. Na spôsob vyjednávania pôsobí viacero faktorov ako napríklad krajina pôvodu spoločnosti, kultúra, legislatíva. Môže sa však stať, že akvizíciám nepredchádza žiadne vyjednávanie.²

1.1 Charakteristika fúzií

Vznik fúzií môžeme chápať ako výsledok pokusov firiem o maximalizáciu rastu. Ak chce väčšia a vyspelejšia firma dosiahnuť vyššiu mieru návratnosti projektov menšej a mladšej spoločnosti a získať jej investičné príležitosti, ktoré sú častokrát ziskovejšie, môže si túto menšiu spoločnosť kúpiť. Nákupom menšej firmy, si následne väčšia firma internalizuje investičné príležitosti a ziskovejšie marginálne investície potom prispievajú k jej rastu.³

Fúzie predstavujú postup, kedy sa štatutárne orgány dvoch alebo viacerých firiem dohodnú na ich spojení s tým, že požiadajú vlastníkov týchto firiem o schválenie tejto fúzie. Na to, aká časť vlastníkov musí vysloviť súhlas s fúziou, existujú rozdielne požiadavky

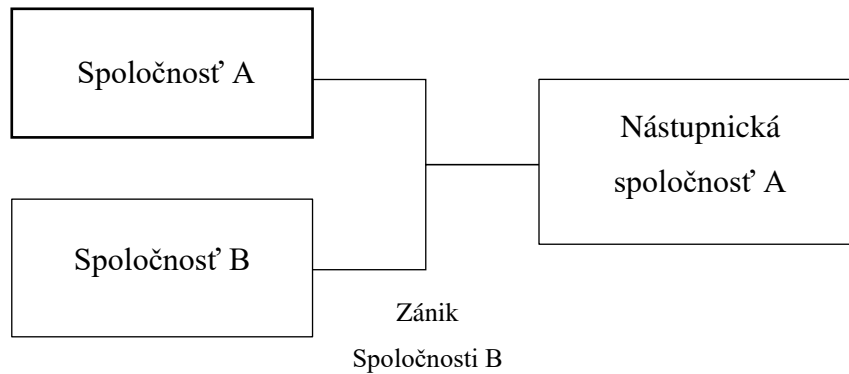
¹ HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. s. 5. ISBN 978-80-245-2159-6.

² ROBERTS A. a kol. Mergers and Acquisitions. Edinburgh : Pearson Education, 2003. s. 21. ISBN: 978-0273675099.

³ GUERARD Jr., John B. – SCHWARTZ, Eli. Quantitative Corporate Finance. New York : Springer, 2007. s. 431. ISBN-13: 978-1-4020-7019-8.

v jednotlivých štátoch. Vo vyspelých krajinách ide väčšinou o súhlas nadpolovičnej väčšiny vlastníkov.

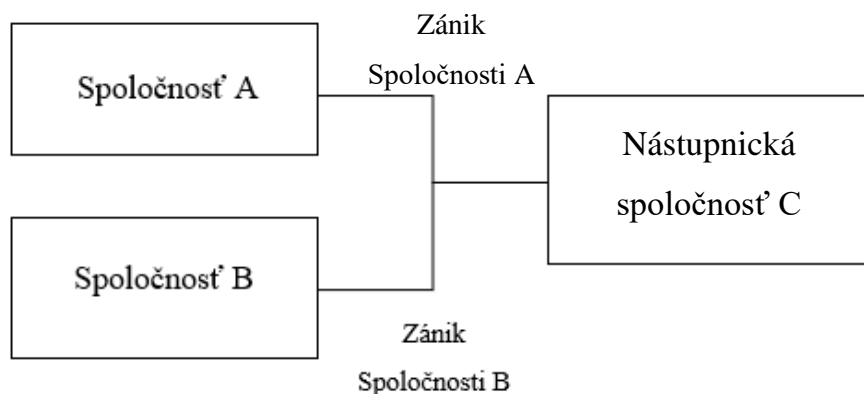
Schéma 1: Fúzia zlúčením



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. s. 71. ISBN 978-80-245-2159-6.

Fúzie môžu mať podobu zlúčenia, kedy dochádza k zániku jednej alebo viacerých zúčastnených spoločností a ich imanie preberá jedna zo zúčastnených spoločností, ktorá je nástupnícká,

Schéma 2: Fúzia splynutím



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. s. 71. ISBN 978-80-245-2159-6.

alebo podobu splynutia, kedy všetky zúčastnené spoločnosti zanikajú a ako výsledok vzniká nová nástupnícká spoločnosť.

Zásadnou otázkou pri fúziách je, aké podiely obdržia vlastníci zanikajúcich spoločností v nástupníckej spoločnosti po fúzii. Zodpovednosť za výmenné pomery majú

štatutárne orgány zúčastnených spoločností a v niektorých štátoch aj znalec, ktorý pomáha pri určovaní výmenných pomerov v priebehu realizácie fúzie.

Výhodou fúzií je fakt, že k vysporiadaniu vlastníkov dochádza formou podielu akcií v nástupnickej spoločnosti a tak peňažné vysporiadanie nie je primárne vyžadované. Na druhej strane vysporiadanie prostredníctvom podielov môže byť aj určitým obmedzením, pretože vlastníci zúčastnených spoločností musia mať záujem naďalej sa angažovať v podnikaní nástupnickej spoločnosti.⁴

1.2 Charakteristika akvizícií

V prípade akvizícií ide o transakcie vlastníctva (kapitálu), pri ktorom sa získava vlastnícky podiel v nadobúdanej spoločnosti. Tento proces môže prebiehať postupne, nemusí prebiehať jednorazovo. Akvizícia je proces, kedy jedna spoločnosť odkúpi časť akcií alebo všetky akcie nadobúdanej spoločnosti, aby získala kontrolu nad nadobúdanou spoločnosťou. Nákupom viac ako 50% akcií a iných aktív nadobúdanej spoločnosti umožňuje nadobúdateľovi rozhodovať o novozískaných aktívach bez potreby schválenia týchto rozhodnutí zvyšnými – menšinovými akcionármi. Akvizície sú najčastejšie spomínané hlavne pri veľkých, dobre známych firmách, pretože ide často o multimiliardové obchody, ktoré sú zaujímavé pre médiá. V skutočnosti, sa akvizície a tiež aj fúzie dejú hlavne v prípade malých a stredných podnikov.

Akvizície, ktoré sú v obchode veľmi bežné, sa môžu uskutočniť súhlasom cieľovej spoločnosti, ale aj napriek jej nesúhlasu. V takom prípade ide o nepriateľské prevzatie – hostile takeover.⁵

Hostile takeover

Kľúčovou charakteristikou nepriateľského prevzatia je, že vedenie nadobúdanej spoločnosti nechce, aby sa dohoda uzavrela. K nepriateľskej ponuke na prevzatie dôjde, keď sa subjekt pokúsi prevziať kontrolu nad spoločnosťou bez súhlasu alebo spolupráce predstavenstva cieľovej spoločnosti. To znamená, že nedôjde k dohode medzi nadobúdanou a nadobúdajúcou spoločnosťou. Nepriateľským prevzatím je akvizícia nadobúdanej

⁴ HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. s. 71. ISBN 978-80-245-2159-6.

⁵KENTON, Will – JAMES, Margaret. Acquisition Definition. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp>

spoločnosti, ktorá sa uskutoční buď presvedčením akcionárov aby došlo k akvizícii alebo snahou vymeniť správnu radu. Nepriateľské prevzatia sú typické pre verejne obchodované spoločnosti, kde sú akcionári vlastníci spoločnosti, ktorí sú reprezentovaní správnu radou.

Keď spoločnosť, investor alebo skupina investorov predloží ponuku na kúpu akcií inej spoločnosti s prirážkou vyššou ako je súčasná trhovú hodnotu, môže sa stať, že predstavenstvo odmietne túto ponuku. Čo môže nadobúdajúca spoločnosť spraviť je to, že predloží túto ponuku priamo akcionárom, ktorí sa môžu rozhodnúť túto ponuku prijať ak je prémiová cena akcií dostatočne vysoká alebo ak nie sú spokojní so súčasným vedením. Takýto obchod sa uskutoční v prípade, že dostatočný počet akcionárov súhlasí s ponukou. Väčšinou musí ísť o majoritný podiel.

Druhá možnosť je proxy súboj, kedy sa akcionári spoja a hlasujú a vyvíjajú nátlak na zmenu súčasného vedenia, za čo dostanú zaplatené od nadobúdateľa. Toto nové vedenie potom povolí samotnú akvizíciu.⁶

Príklad: *Príkladom úspešného nepriateľského prevzatia je akvizícia spoločnosti Genzyme farmaceutickou spoločnosťou Sanofi. Spoločnosť Genzyme vyrábala lieky na liečbu zriedkavých genetických porúch a spoločnosť Sanofi videla spoločnosť ako prostriedok na expanziu do špecializovaného odvetvia a na rozšírenie ponuky produktov. Potom, čo boli priateľské ponuky na prevzatie neúspešné, Sanofi išla priamo k akcionárom, zaplatila prémiovú cenu za akcie a nakoniec získala Genzyme.⁷*

Priateľské prevzatie

K priateľským prevzatiam dôjde vtedy, keď cieľová firma súhlasí s jej nadobudnutím. Inak povedané, jej predstavenstvo schvaľuje akvizíciu. Priateľské prevzatia často smerujú k vzájomnému prospechu nadobúdajúcich a nadobúdaných spoločností. Obe spoločnosti vyvíjajú stratégie na zabezpečenie toho, aby nadobúdajúca spoločnosť kúpila príslušné aktíva a kontrolujú finančné výkazy a iné ocenenia, či príslušné aktíva neobsahujú akékoľvek záväzky. Keď obe strany súhlasia s podmienkami a splnia všetky zákonné ustanovenia, akvizícia prebehne.⁸

⁶ KENTON, Will – JAMES, Margaret. Acquisition Definition. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp>

⁷ GANTI, Akhilesh – JAMES, Margaret. Hostile Takeover. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/h/hostiletakeover.asp>

⁸ KENTON, Will – JAMES, Margaret. Acquisition Definition. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp>

Príklad: V decembri 2017 sieť drogérií CVS Health Corp. (CVS) oznámila, že kúpi zdravotnú poisťovňu Aetna Inc. (AET) za 69 miliárd dolárov v hotovosti a v akciách. Akcionári oboch spoločností schválili prevzatie v marci 2018, čím sa zlúčená organizácia o krok priblížila k dokončeniu dohody, ktorá by v konečnom dôsledku transformovala odvetvie zdravotníctva.⁹

Leveraged buy-out (pákové odkúpenie)

Pákové odkúpenie (LBO) je akvizícia spoločnosti s tým, že väčšina nákladov spojených s akvizíciou je krytá z vypožičaných peňazí. Majetok nadobúdanej spoločnosti sa často používa ako zábezpeka spolu s majetkom nadobúdajúcej spoločnosti. Keďže majetok nadobúdanej spoločnosti môže byť použitý ako páka, v mnohých prípadoch LBO ide o nepriateľské prevzatie. Leveraged buy-out umožňuje spoločnostiam uskutočňovať veľké akvizície bez vynaloženia veľkého množstva vlastného kapitálu.¹⁰

Príklad: Ak firma A chce nadobudnúť firmu B a nemá dostatok finančných prostriedkov, použije majetok firmy B ako zábezpeku na získanie úveru. Ak sa stane, že spoločnosti po akvizícii nemajú dostatočný cashflow na splácanie úveru tak je veľmi pravdepodobné, že nadobúdaná spoločnosť B bude musieť vyhlásiť bankrot. Tento scenár sa pravidelne opakoval v 80. rokoch v USA. V súčasnosti, veľké LBO začali pribúdať počas pandémie COVID-19. V roku 2021 skupina finančníkov, vedená pod Blackstone Group, oznámila pákové odkúpenie spoločnosti Medline a ocenila výrobcu zdravotníckych zariadení na 34 miliárd dolárov.¹¹

Hodnotenie uchádzačov o akvizíciu

Pred uskutočnením akvizície je nevyhnutné, aby spoločnosť vyhodnotila, či je jej cieľová spoločnosť dobrým kandidátom.

Otázky, ktoré by mali byť zodpovedané pred akvizíciou:

⁹ KENTON, Will. Friendly Takeover. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/f/friendly-takeover.asp>

¹⁰ KENTON, Will – JAMES, Margaret. Acquisition Definition. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp>

¹¹ KENTON, Will – JAMES, Margaret. Leveraged Buyout (LBO). [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>

Je cena správna? Metriky, ktoré investori používajú na ocenenie kandidáta na akvizíciu, sa líšia podľa odvetvia. Ak akvizície zlyhajú, je to často preto, lebo požadovaná cena pre cieľovú spoločnosť prekračuje tieto metriky.

Existuje dlhové zaťaženie? Cieľová spoločnosť s neobvykle vysokou úrovňou záväzkov by sa mala považovať za varovanie pred potenciálnymi problémami v budúcnosti.

Existujú prebiehajúce, neprimerane veľké súdne spory? Aj keď sú žaloby v podnikaní bežné, dobrý kandidát na akvizíciu by nemal byť súčasťou súdnych sporov takej úrovne, ktorá presahuje mieru primeranú a normálnu pre jeho veľkosť a odvetvie.

Má nadobúdaná firma transparentné financie? Dobrý cieľ akvizície bude mať jasnú a dobre organizovanú účtovnú závierku, ktorá nadobúdateľovi umožní bezproblémové vykonávanie náležitej starostlivosti. Kompletne a transparentné finančné informácie tiež pomáhajú predchádzať nežiaducim prekvapeniam po dokončení akvizície.¹²

1.3 Klasifikácia fúzií a akvizícií

V ekonomickej teórii sa fúzie a akvizície najčastejšie delia do 4 základných kategórií:

- Horizontálne,
- Vertikálne,
- Konglomerátne,
- Kongenerické.

Horizontálne fúzie a akvizície

Horizontálna integrácia je akvizícia alebo fúzia podnikov pôsobiacich na rovnakej úrovni hodnotového reťazca v rovnakom odvetví – to znamená, že vyrábajú alebo ponúkajú podobný tovar alebo služby. Horizontálna integrácia je konkurenčná stratégia, ktorá môže vytvoriť úspory z rozsahu, zvýšiť trhovú silu nad distribútormi a dodávateľmi, zlepšiť diferenciáciu produktov a pomôcť podnikom rozšíriť svoj trh alebo vstúpiť na nové trhy. Zlúčením môžu byť dva podniky schopné produkovať viac príjmov, ako by boli schopné samostatne. Keď však horizontálne fúzie uspejú, je to často na úkor spotrebiteľov, najmä ak fúzia znižuje hospodársku súťaž. Z tohto dôvodu sú horizontálne fúzie prísne

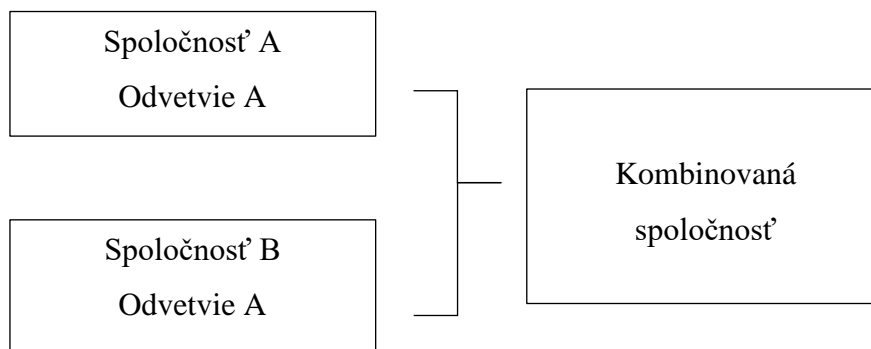
¹² KENTON, Will – JAMES, Margaret. Acquisition Definition. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp>

kontrolované regulačnými orgánmi, aby sa zistilo, či neporušujú protimonopolné zákony.¹³

Príkladom horizontálnych fúzií sú *Disney a 21st Century Fox, HP a Compaq*. **Príkladmi horizontálnych akvizícií** sú *Volkswagen a Porsche, Facebook a Instagram*.

V nasledujúcej schéme č.3 je grafické znázornenie horizontálnej integrácie.

Schéma 3: Horizontálne M&A



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa DEALROOM. The Ultimate Guide to Horizontal Mergers. [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-horizontal-mergers>

Vertikálne fúzie a akvizície

Pri vertikálnej fúzii a akvizícii by tieto dve spoločnosti pôsobili v rovnakom priemysle, ale v rôznych fázach výrobného cyklu.¹⁴

Vertikálne M&A pomáhajú podnikom kontrolovať skoršie štádiá ich dodávateľského reťazca, ako je napríklad dodávateľ, ktorý dodáva suroviny výrobcovi. Každá z dvoch spoločností zapojených do vertikálnej M&A poskytuje odlišný produkt alebo službu, ale nachádza sa v rôznych fázach výrobného procesu. Na výrobu hotového tovaru sú však potrebné obe spoločnosti. Vertikálne M&A znižujú konkurenciu a môžu poskytnúť novému jedinému subjektu väčší podiel na trhu. Úspech je založený na tom, či zlúčený subjekt má väčšiu hodnotu ako každá firma samostatne. Vertikálne fúzie sú užitočné, pretože môžu pomôcť zlepšiť prevádzkovú efektivitu, zvýšiť výnosy a znížiť výrobné náklady.¹⁵

Príklady vertikálnych fúzií: *Dell a EMC, Apple a Facedshift*

Príklady vertikálnych akvizícií: *Google a Motorola*. *Jedinečným príkladom vertikálnej integrácie je spoločnosť Netflix, ktorá bola na konci výrobného reťazca, pretože iba*

¹³ DEALROOM. The Ultimate Guide to Horizontal Mergers. [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-horizontal-mergers>

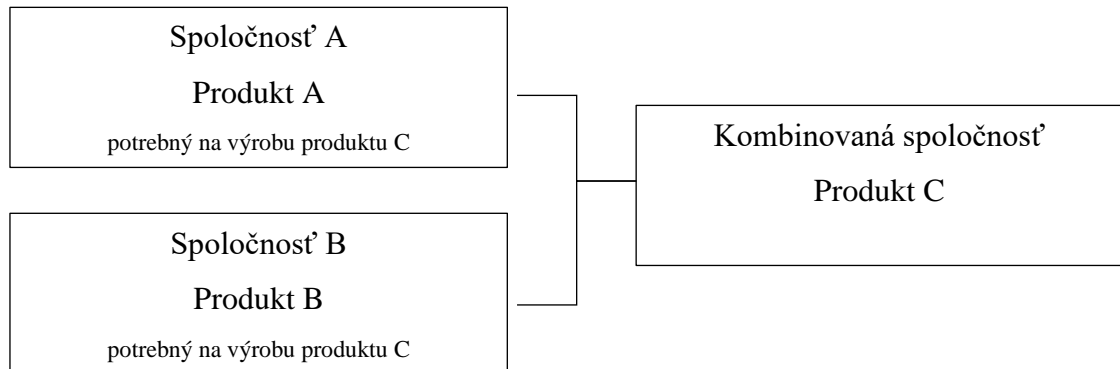
¹⁴ HART, Abigail. The Ultimate Guide to Vertical Merger [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/blog/definition-of-vertical-mergers-and-examples-of-vertical-m-a-deals>

¹⁵ KENTON, Will – BROCK, Thomas. Vertical Merger [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/v/verticalmerger.asp>

*distribuovala filmy a seriály iných subjektov, avšak od roku 2013 tvorí vlastný obsah a generuje väčšie zisky.*¹⁶

V nasledujúcej schéme č.4 je graficky znázornená vertikálna integrácia.

Schéma 4: Vertikálne M&A



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa HART, Abigall. The Ultimate Guide to Vertical Merger [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/blog/definition-of-vertical-mergers-and-examples-of-vertical-m-a-deals>

Konglomerátne fúzie a akvizície

Konglomerátne fúzie a akvizície predstavujú spojenie spoločností, ktoré nemajú nič spoločné. Tieto zúčastnené spoločnosti sa často zaoberajú úplne odlišnými odvetviami, v rozdielnych geografických regiónoch, pričom spôsob ich obchodovania sa veľmi málo prekrýva. Konglomeráty sa snažia diverzifikovať svoju spoločnosť vlastníctvom viacerých nesúvisiacich produktov alebo spoločností. Táto diverzifikácia je súčasťou celkovej stratégie riadenia rizík, ktorá môže spoločnosti pomôcť prežiť poklesy alebo výkyvy trhu.

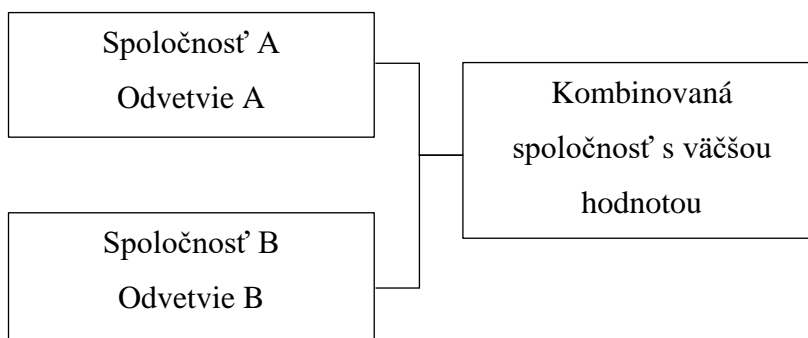
Príkladmi konglomerátnej integrácie sú *eBay a Paypal, Amazon a Wholefoods*¹⁷

¹⁶ TARVER, Evan. Horizontal Integration vs. Vertical Integration: What's the Difference?. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/051315/what-difference-between-horizontal-integration-and-vertical-integration.asp#toc-horizontal-integration-vs-vertical-integration-examples>

¹⁷ HART, Abigall. The Ultimate Guide to Conglomerate Merger [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-conglomerate-merger>

V nasledujúcej schéme č.5 je graficky znázornená konglomerátne integrácia

Schéma 5: Konglomerátne fúzie a akvizície



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa HART, Abigall. The Ultimate Guide to Conglomerate Merger [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-conglomerate-merger>

Kongenerické fúzie a akvizície

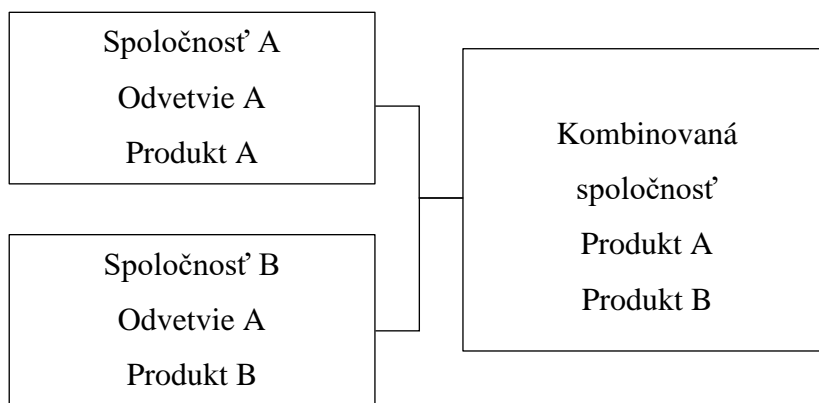
Pri tomto type spoločnosti pôsobia v rovnakom alebo v príbuzných odvetviach a trhoch, ale neponúkajú rovnaké produkty. Nadobúdajúca a nadobúdané spoločnosti môžu zdieľať rovnaké výrobné procesy, distribučné kanály, marketing či technológiu. Kongenerická integrácia môže umožniť využívanie ich výhod na rozšírenie sortimentu alebo zvýšenie podielu na trhu. Jedným z druhov kongenerickej fúzie je fúzia rozšírenia produktov, kde sa produktový rad jednej spoločnosti pridáva k produktovému radu druhej. To umožňuje zlúčenej spoločnosti ťažiť z prístupu k väčšej zákazníckej základni, čo by sa mohlo premietnuť do väčšieho podielu na trhu a zisku.

Príklady: *Broadcom a Mobilink Telecom, Citicorp a Travelers Group*¹⁸

¹⁸ DEALROOM. The Ultimate Guide to Congeneric Mergers. [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-congeneric-mergers>

V nasledujúcej schéme č.6 je graficky znázornená kongenerická integrácia.

Schéma 6: Kongenerické fúzie a akvizície



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa DEALROOM. The Ultimate Guide to Congeneric Mergers. [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-congeneric-mergers>

1.4 Motívy fúzií a akvizícií

Fúzie a akvizície sa uskutočňujú z rôznych dôvodov. Vo veľkej miere sa jedná o strategické dôvody spájané s vytváraním hodnoty pre akcionárov, získavaním technológií a trhového podielu a pôsobnosti spoločnosti. Na druhej strane však môže ísť aj o neekonomické motívy, ktoré majú psychologický základ.

Dlhodobý cieľ firmy

V teórii je všeobecne zastávaný názor, že manažéri, ktorí sa sústredia na zvyšovanie hodnoty pre akcionárov, vytvárajú zdravšie spoločnosti, ktoré postupne prinášajú všeobecný prospech v podobe silnejšej ekonomiky, vyššieho životného štandardu a väčšieho počtu pracovných príležitostí.

Manažéri a členovia štatutárnych orgánov by si mali za svoj primárny cieľ stanoviť vytváranie dlhodobej akcionárskej hodnoty. Túto hodnotu možno merať a posudzovať na základe miery návratnosti investovaného kapitálu. Čím väčší objem kapitálu môže firma investovať pri atraktívnej miere návratnosti, tým väčšiu hodnotu vytvorí. V každom prípade však musia byť všetky plány spojené s tvorbou vyššej hodnoty postavené na základe realistického posúdenia trhových príležitostí pre produkty a posúdenia konkurenčného prostredia. Je nutné skúmať, akým spôsobom zahrnúť princípy vytvárania hodnoty do zásadných rozhodnutí o vízii, firemných stratégiách, fúziách, akvizíciách, odpredajov majetku, kapitálovej štruktúre a komunikácii s investormi. Tvorba hodnoty by tak mala byť

súčasťou firemnej kultúry a mala by byť zapracovaná aj do princípov fungovania každodenného života firmy.¹⁹

Zameranie sa na rast hodnoty nemôžeme považovať za prirodzenú vlastnosť manažérov, čo sa už prejavilo v blízkej minulosti, kedy sa finančné trhy ukázali ako menej efektívne, než sa objektívne usudzovalo. Ukázalo sa, že ceny na akciových trhoch nemôžu byť považované za spoľahlivý indikátor vnútornej hodnoty spoločnosti – hodnoty, ktorú investor považuje na základe dostupných informácií za „správnu“. Ukázal sa totiž fakt, že sa finančné trhy často iracionálne odklonia od vnútornej hodnoty spoločnosti a ceny akcií sa potom odvíjajú od psychologických faktorov miesto od fundamentov spoločnosti. *Príkladom môže byť spoločnosť GameStop, ktorej hodnota akcií za mesiac január 2021 stúpila o 1800%, pričom spoločnosť bola na pokraji bankrotu, keďže sa nedokázali prispôsobiť zmenám na trhu a nedokázali sa vyrovnat' konkurencii. Dôvodom tohto rastu hodnoty bolo počiatočné umelé nafúknutie ceny členmi internetového fóra a postupne sa pridávalo stále viac a viac retailových investorov, ktorí bezhlavo nakupovali akcie za vidinou rýchleho zisku a so samotnou firmou to už nemalo nič spoločné. Manažéri sa preto nemôžu spoliehať na to, že pozitívne signály z kapitálového trhu súvisia s ich rozhodnutiami a že tieto rozhodnutia prispievajú k rastu hodnoty spoločnosti.*

Objektívnym problémom konceptu dlhodobého rastu hodnoty firmy je skutočnosť, že v mnohých spoločnostiach sú motivačné stimuly pre manažérov smerované skôr na krátkodobé ciele, ktoré často spočívajú v hodnotení založenom na výsledkoch vyplývajúcich z účtovných závierok za krátke obdobie. V takýchto prípadoch vzniká nepochybný rozpor medzi záujmami manažérov a vlastníkov spoločnosti.

Rozpor záujmov vlastníkov a manažérov bol v minulosti často jednou z príčin vzostupu a pádu konglomerátov rôznych spoločností, nepriateľských prevzatí a prasknutia ekonomických bublín. V dôsledku týchto rozporov vznikajú tzv. náklady zastúpenia.²⁰

Vzťah zastúpenia môžeme definovať ako vzťah, kedy jedna alebo viacej osôb (angl. principals) najímajú inú osobu alebo osoby (angl. agents), aby spravovali ich záležitosti, čo

¹⁹ HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. s. 27. ISBN 978-80-245-2159-6.

²⁰ HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. s. 28. ISBN 978-80-245-2159-6.

zahrňuje aj delegovanie určitej rozhodovacej právomoci na tieto osoby. Najčastejšie ide o vzťah akcionár a na druhej strane manažér.²¹

Náklady zastúpenia tvoria straty spôsobené odchýlením záujmov akcionárov od záujmov manažérov. Základné príčiny vzniku:

- Podvodné jednanie manažérov (tunelovanie)
- Nadmerná spotreba manažérov (zaťažovanie nákladov firmy pre osobné benefity)
- Neschopnosť manažérov
- Ľahostajnosť manažérov

Zníženie nákladov zastúpenia u cieľovej spoločnosti môže byť jedným z postupov, akým sa dá dosiahnuť synergický efekt pri akvizícii. V širšom poňatí sú súčasťou nákladov zastúpenia aj náklady spojené so samostatnou existenciou vzťahu zastúpenia (napr. náklady na audit, motivácia manažérov).²²

Úspory z rozsahu

Pokiaľ ide o finančné motívy, fúzie a akvizície možno použiť na zvýšenie hodnoty firmy prostredníctvom synergií založených na nákladoch – napr. úspor z rozsahu alebo synergií založených na výnosoch, ktoré zvyšujú predaj alebo rast aktív. V prípade úspor z rozsahu (s rastom objemu výroby dochádza k poklesu fixných nákladov na jednotku výroby a tým i celkových priemerných nákladov) môže ísť o zníženie priemerných nákladov odstránením nadbytočných kapacít napríklad v marketingu, účtovníctve atď.

Špekulačné motívy

Nadobúdatelia môžu tiež aktívne vyhľadávať podhodnotené firmy. V niektorých prípadoch môžu mať nadobúdatelia pozitívne očakávania týkajúce sa budúcej hodnoty cieľovej firmy, čo môže slúžiť ako katalyzátor fúzie alebo akvizície. Taktiež existujú prípady, kedy nadobúdateľ môže identifikovať cieľovú firmu s nízkou výkonnosťou s cieľom reorganizovať ju a následne predat' so ziskom. Takýto motív je však častokrát negatívne vnímaný cieľovou firmou, najmä ak je cieľom rozpredať firmu. Súkromné kapitálové spoločnosti sú známe tým, že investujú do firiem s cieľom ich rozvoja a následného predaja so ziskom v časovom rámci niekoľkých rokov.

²¹ CHEN, James – JAMES, Margaret. Principal-Agent Relationship. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/p/principal-agent-relationship.asp>

²² HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. s. 28 ISBN 978-80-245-2159-6.

K nákupu podhodnotených firiem dochádza hlavne na menej rozvinutých trhoch, kde napríklad nie sú poskytované dostatočné alebo kvalitné informácie alebo pri akvizíciách privátnych firiem.²³

Daňové motívy

Predovšetkým pri cezhraničných fúziách a akvizíciách môže ísť aj o daňový motív. Daňový motív sa prejavuje snahou ušetriť na dani z príjmov v súčasnosti aj v budúcnosti. V danom prípade dochádza k fúzii spoločnosti s kladným daňovým základom a spoločnosti s vysokou daňovou stratou.²⁴

Dalšie dôvody vedúce k fúziám a akvizíciám

Získanie odborných znalostí alebo zdrojov

Spoločnosť sa niekedy snaží zlúčiť alebo získať inú spoločnosť, pretože chce získať konkrétne know-how alebo zdroje, ktoré sú vo vlastníctve druhej spoločnosti.. Synergie založené na výnosoch sa často zameriavajú na spoluprácu medzi spájanými spoločnosťami a pramenia z kombinácie ich doplnkových aktív a procesov, napríklad prostredníctvom zdieľania znalostí, know-how, výskumu a vývoja. Tento typ fúzie alebo akvizície sa často vyskytuje tam, kde získanie spoločnosti disponujúcej spomínanými zdrojmi a know-how predstavuje menšie náklady, ako by boli náklady spoločnosti vynaložené napríklad na vedu a výskum.

Získanie väčšej sily na trhu

Takáto stratégia sa môže uskutočňovať pomocou rôznych úrovni integrácie. Väčšia trhovú silu prostredníctvom individuálnych alebo opakovaných akvizícií a/ alebo fúzií umožňuje nadobúdateľovi získať väčšiu hodnotu od zákazníkov vďaka lepšej kontrole ceny, objemu alebo kvality, za ktorú sa jeho produkty alebo služby predávajú a taktiež odradením potencionálnych účastníkov trhu. Pri takomto zvyšovaní trhového podielu však nesmie dôjsť k narušeniu hospodárskej súťaže a môže byť vyžadovaný súhlas protimonopolného úradu.

Národné a medzinárodné akciové trhy

Rozdiely v cenách akcií môžu pôsobiť ako silný impulz pre fúzie a akvizície. „Boom“ na akciových trhoch má tendenciu robiť akvizície atraktívnejšie, pretože je pre nadobúdajúcu spoločnosť jednoduchšie platiť prostredníctvom akcií ako platiť v hotovosti.

²³ JUNNI, Paulina – TEERIKANGAS, Satu. Mergers and Acquisitions. [online]. 2019. s. 3. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/333389497_Mergers_and_acquisitions

²⁴ ROBERTS A. a kol. Mergers and Acquisitions. Edinburgh : Pearson Education, 2003. s. 23. ISBN: 978-0273675099

Naopak v prípade pádu akciového trhu zasa môže byť nadobúdaná spoločnosť podhodnotená a nadobúdateľovi sa oplatí odkúpenie v hotovosti.

Globalizácia

Rastúca globalizácia podporená rastom a rozvojom informačno-komunikačných technológií má tendenciu podporovať fúzie a akvizície. Geografická vzdialenosť sa stáva menšou prekážkou, čo umožňuje spoločnostiam pracovať ako jednotný subjekt či už vo vnútri jednej krajiny alebo na medzinárodnej úrovni.

Fúzie a akvizície podnikov môžu taktiež vytvoriť väčší, finančne stabilnejší podnik s lepším prístupom k úverovým prostriedkom za nižší úrok a podniky tak môžu zvýšiť svoje finančné úspory a znížiť transakčné náklady. To môže pomôcť zlučujúcim sa firmám pri budovaní nových zručností alebo schopností potrebných pre vstup na nové trhy. Ak chce spoločnosť rozšíriť svoje pôsobenie do inej krajiny a vstúpiť na nový trh, kúpa existujúcej spoločnosti v tejto krajine by mohla byť najjednoduchším spôsobom vstupu na zahraničný trh. Zakúpený podnik už bude mať svoj vlastný personál, obchodnú značku a ďalší nehmotný majetok, čo by mohlo pomôcť zabezpečiť, aby nadobúdajúca spoločnosť začala na novom trhu s pevným základom. Na dosiahnutie synergie založenej na nákladoch a výnosoch je potrebné do istej miery integrovať nadobúdajúce a nadobúdané firmy.

Diverzifikácia

Spoločnosť môže diverzifikovať svoje portfólio tým, že začne pôsobiť v iných oblastiach a sektoroch, čo by im pomohlo rozložiť riziko. Získanie spoločnosti z inej oblasti podnikania za účelom stabilizovať celkové príjmy fúzovanej spoločnosti je dobrý spôsob diverzifikácie rizika. V prípade ak poklesnú tržby v jednom segmente trhu, tržby z iného segmentu trhu môžu vykompenzovať tieto ušlé tržby.

Tlaky v rámci sektorov

V 90. rokoch sa v niektorých odvetviach stali fúzie samozrejmosťou. Obrovské fúzie boli populárne v petrochemickom priemysle, kedy v jeden deň došlo k fúzií spoločnosti British Petroleum Amoco s Exxon Mobil a taktiež k fúzii Total a Petrofina.²⁵

Neekonomické motívy

V mnohých integračných procesoch môžu dominovať neekonomické motívy. Niektoré fúzie a akvizície sú podmienené sociologickými alebo psychologickými motívmi spojenými s osobným blahobytom. Psychologické a sociologické motívy, z ktorých

²⁵ ROBERTS A. a kol. Mergers and Acquisitions. Edinburgh : Pearson Education, 2003. s. 24. ISBN: 978-0273675099

vychádzajú niektoré prípady rastu spoločností, sú svojou povahou nejasné a neumožňujú ľahkú analýzu alebo spoľahlivú kvantifikáciu. Pretože ekonomická analýza spočíva na predpoklade ekonomickej racionality pri rozhodovacích procesoch, nebude efektívna v prípade rastu spoločností uskutočnenom kvôli potrebe uspokojiť túžby po statuse alebo moci. Manažment môže mať pocit, že ich plat, status alebo prestíž stúpnu, ak bude mať „na starosti“ väčší podnik. Takisto môžu uprednostniť fúziu, pretože nadobúdajúca firma má lepšie bonusové alebo dôchodkové zabezpečenie ako ich súčasná spoločnosť. K nadobudaniu môže dôjsť aj ak je veková úroveň manažmentu vyššia a fúzia sa môže javiť ako jednoduchší spôsob získania nového riadiaceho personálu.²⁶

1.5 Historický vývoj fúzií a akvizícií

Fúzie a akvizície predstavujú hlavný zdroj rastu korporácií za posledných 140 rokov.²⁷ Nejedná sa o nový koncept, ktorý bol práve predstavený v podnikateľskom svete. Rastúca konkurencieschopnosť v globálnom podnikateľskom prostredí do značnej miery pomohla pri ich uplatňovaní. Vývoj fúzií a akvizícií je podľa väčšiny autorov rozdelený do siedmich vln:

Prvá vlna (1893-1904)

Prvá vlna fúzií a akvizícií bola na americkej podnikateľskej scéne najmä v sektore výroby. Táto vlna bola charakterizovaná horizontálnymi fúziami, kde sa spájali firmy, ktoré pôsobili v rovnakom odvetví alebo oblasti. Formovanie zvereneckých fondov sa stalo normou. Fúzie a akvizície sa stali obzvlášť atraktívne pre spoločnosti, ktoré chceli vytvoriť monopoly a dominovať na trhoch, pretože tieto kombinácie viedli k väčším kombinovaným podielom na trhu.

V rokoch 1893 až 1904 a bezprostredne pred začiatkom prvej svetovej vojny došlo v USA k nárastu výrobných a dopravných gigantov, najmä v oceľarskom, ropnom, ťažobnom a železničnom sektore. Takisto aj telefónny priemysel ťažil z horizontálnych fúzií.²⁸

²⁶ GUERARD Jr., John B. – SCHWARTZ, Eli. Quantitative Corporate Finance. New York : Springer, 2007. s. 426 ISBN-13: 978-1-4020-7019-8

²⁷ GUERARD Jr., John B. – SCHWARTZ, Eli. Quantitative Corporate Finance. New York : Springer, 2007. s. 451. ISBN-13: 978-1-4020-7019-8.

²⁸ BELYH, Anastasia. A historical analysis of M&A Waves [online] 2019 Dostupné na: <https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>

Druhá vlna (1919-1929)

Monopoly vytvorené horizontálnou integráciou počas prvej vlny viedli k tomu, že vláda zasiahla a uzákonila zákony, ktoré zakazujú také správanie, ktoré bolo označované za správanie narušujúce hospodársku súťaž. *Príkladom môže byť spoločnosť Standard Oil Company, ktorú najvyšší súd USA v roku 1911 označil ako nezákonný monopol. To viedlo k tomu, že spoločnosť prešla na vertikálnu integráciu, ktorá bola identifikačným aspektom druhej vlny fúzií a akvizícií.*

Vertikálne fúzie sú viac zamerané na efektivitu. Namiesto zvyšovania tržieb je cieľom znížiť náklady a zlepšiť celkovú efektívnosť spoločnosti.

Hlavnými hráčmi boli výrobcovia automobilov, pričom vodcami sektoru boli Ford a FIAT. Ropný a plynárenský priemysel sa počas druhej vlny tiež adaptoval, o čom svedčí spomínaný prechod Standard Oil Company od horizontálnych k vertikálnym integráciám a rozšírenie pôsobnosti o rafináciu ropy, maloobchod a marketing.

Jedným z efektov tejto vlny fúzií a akvizícií boli oligopoly, ktoré nahradili monopoly. Spoločnosti, ktoré počas prvej vlny neboli schopné získať trhovú podiel a boli nútené sa spájať s inými podnikmi aby zostali konkurencieschopné voči väčším hráčom z prvej vlny. Táto vlna sa skončila veľkým krachom na burze v New Yorku a počas Veľkej hospodárskej krízy v roku 1929.

Tretia vlna (1955-1970)

Expanzia a diverzifikácia sa stali hlavnými hnacími silami, ktoré ovplyvňovali rozhodnutia spoločností, keď prišla tretia vlna. Keď horizontálna ani vertikálna integrácia neposkytovali riešenia, ktoré tieto veľké spoločnosti hľadali, obrátili svoju pozornosť na konglomerátne fúzie a akvizície.

Konglomerátne fúzie a akvizície zahŕňajú spoločnosti, ktoré patria do rôznych oblastí podnikania, často navzájom nesúvisia. Nemusia patriť do rovnakého odvetvia alebo priestoru a ich výrobky alebo služby sa môžu veľmi líšiť alebo nemusia mať nič spoločné. Túto vlnu podnietila túžba amerických spoločností vstúpiť na nové trhy a diverzifikovať svoje príjmové toky. Preto začali vznikať holdingové spoločnosti a konglomeráty, no krach cien akcií, umocnený ropnou krízou v prvej polovici 70. rokov, mal za následok koniec tretej vlny.²⁹

²⁹ BELYH, Anastasia. A historical analysis of M&A Waves [online] 2019 Dostupné na: <https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>

Štvrtá vlna (1974-1989)

Prezývka „korporátny nájazdník“ bola udelená každému investorovi alebo finančníkovi, ktorý sa snažil prevziať kontrolu nad spoločnosťou získaním majoritného podielu, častokrát menej príjemným spôsobom. So štvrtou vlnou prišli aj nepriateľské prevzatia a kongenerické fúzie, ktoré sa stali bežnými. V oboch prípadoch sa zlúčené spoločností podieľajú na podnikaní v podobných alebo príbuzných oblastiach, ale nemajú na trhu rovnaké ponuky.

Počas tejto vlny mali aktívnejšiu rolu investičné banky, ktoré boli ochotné poskytnúť veľké sumy peňazí svojim klientom – korporátnym nájazdníkom – na uskutočňovanie nepriateľských prevzatí. Taktiež sa rozvíjali nové trhy, pričom jedným z nich bol aj trh dlhopisov tzv. junk bonds, kde sa predávali dlhopisy s veľkou mierou rizika a veľkými výnosmi. Počas tejto vlny zažívali rozkvet aj sektor informačno-komunikačných technológií a letecká doprava, čo prispievalo ku globalizácii a k rozvoju medzinárodného obchodu.

Nevyhnutný koniec štvrtej vlny nastal v roku 1989, keď banky poskytovali príliš mnoho pôžičiek pri vysokých nákladoch, kvôli vysokej miere inflácie. Ku koncu prispel aj pád akciového trhu v roku 1987, kde bolo mnoho spoločností nútených skončiť.

Piata vlna (1993-2000)

V 90. rokoch firmy začali prejavovať väčší dopyt po úsporách z rozsahu. Výsledkom bolo vytvorenie nadnárodných spoločností a konglomerátov obrovských rozmerov. Verili, že čím budú väčší, tým budú na trhu dominantnejší.

Zahraniční investori preto začali vstupovať na americký trh a naopak. Typ akvizície alebo fúzie, pri ktorom zahraniční investori získavajú podiel v nadobúdanej spoločnosti sa nazýva ako „cezhraničné fúzie“. Mnoho spoločností to považovalo za perfektnú príležitosť vstúpiť na trhy v iných krajinách a vybudovať si dominanciu v medzinárodnom až globálnom meradle.

Mnohé z najväčších transakcií v histórii sa udiali práve počas piatej vlny. Jedným z príkladov cezhraničnej fúzie je Vodafone AirTouch PLC a Mannesmann v 1999.

V tomto období boli aktívne spoločnosti najmä v plynárenskom a ropnom priemysle, v automobilovom priemysle, ale treba spomenúť aj zlúčenie spoločností Glaxo Wellcome a SmithKline Beecham vo farmaceutickom priemysle, kedy ich zlúčením sa spoločnosť GlaxoSmithKline Plc. (GSK) stala jednou z najlepších farmaceutických spoločností na svete.

Ani táto vlna netrvala dlho. Svetom otriasli škandály, ktoré zahŕňali bankrot veľkých spoločností ako Worldcom a Enron, či prasknutie dot-com bubliny.³⁰

Šiesta vlna (2003-2008)

Globalizácia a aktivita akcionárov boli kľúčovými znakmi, ktoré charakterizujú to, čo sa udialo počas šiestej vlny, ktorá sa odohrávala počas zotavovania sa z prasknutia dot-com bubliny.

Akcionári sa viac zapájali, čo viedlo k akcionárskemu aktivizmu, kde prejavovali väčší vplyv a moc nad činnosťami a správaním spoločnosti jednoduchým uplatňovaním svojich vlastníckych práv nad manažmentom. Spoločnosť akcionári nevedú, ale môžu sa vyjadriť k tomu, ako ju riadi predstavenstvo alebo manažment.

V tejto vlne prevládalo pákové odkúpenie LBO (Leveraged Buy-Out), kedy si spoločnosť požičiava peniaze na pokrytie nákladov na akvizíciu cieľovej spoločnosti.

Globalizácia sa stala kľúčovým bodom fúzií a akvizícií a stále viac spoločností malo záujem rozšíriť svoj dosah na nadnárodné a globálne trhy. Trend cezhraničných fúzií a akvizícií je stále silný aj počas šiestej vlny, ale rozhodne s väčšími výhodami. Vládna podpora je dostupnejšia a vo veľkej miere pomohol aj rast fondom súkromného kapitálu.

V decembri 2007 však kríza spojená so subprime hypotékami, teda hypotékami poskytovanými dlžníkom s nízkym úverovým hodnotením, v USA a recesiou americkej ekonomiky, znamenala koniec šiestej vlny.

Siedma vlna (2011-súčasnosť)

Po poklese hospodárstva sa aktivita fúzií a akvizícií v roku 2011 začala spamätávať. V tejto vlne sa do popredia dostávajú BRICS. Brazília, Rusko, India, Čína a Južná Afrika sú rozvojové krajiny alebo krajiny, ktoré sa len nedávno industrializovali a zhodou okolností je to aj päť najľudnatejších krajín. Spolupráca medzi týmito krajinami kladie veľký dôraz na obchodné a podnikové činnosti a určite by nebolo prekvapením, keby činnosti v oblasti fúzií a akvizícií boli silne koncentrované v týchto krajinách.³¹

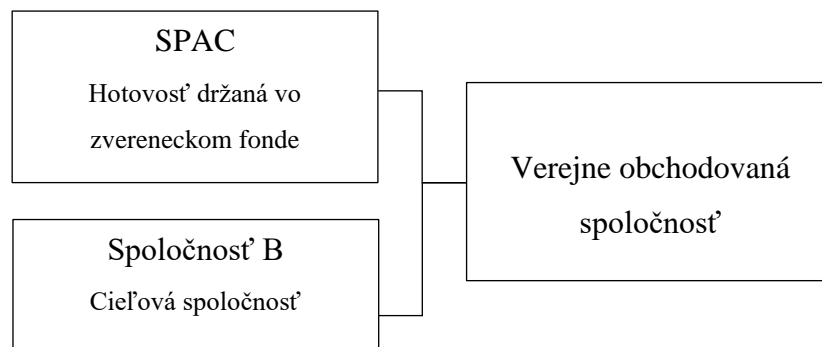
³⁰ BELYH, Anastasia. A historical analysis of M&A Waves [online] 2019 Dostupné na: <https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>

³¹ BELYH, Anastasia. A historical analysis of M&A Waves [online] 2019 Dostupné na: <https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>

Súčasnosť

Súčasná dekáda by sa mohla označiť ako SPAC (Special Purpose Acquisitions Company) dekáda. SPAC je spoločnosť, ktorá bola založená s cieľom získať peniaze prostredníctvom predaja cenných papierov na burze cez IPO (initial public offering alebo „počiatočné verejné ponúkanie“) a ktorej konečným cieľom je získať inú spoločnosť. Jediné aktívum, ktoré takáto firma vlastní, je kapitál získaný cez IPO. V roku 2020 bolo v USA založených okolo 250 SPACs, pričom rovnaké číslo bolo dosiahnuté v roku 2021 už v marci. Pre porovnanie, v predchádzajúcej dekáde bol priemerný ročný počet založených SPAC spoločností okolo 25.³²

Schéma 7: Integrácia prostredníctvom SPAC



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa DEALROOM. The Ultimate Guide to SPACs. [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-spacs>

Kúpa akcií spoločnosti SPAC na akciovom trhu umožňuje investovať do predakvizičnej spoločnosti pričom spoločnosť nevlastní žiadny produkt ani službu. V konečnom dôsledku ide o investíciu do manažmentu a tímu, ktorý stojí za akvizíciou.

SPAC ponúkajú významné výhody pre spoločnosti, ktoré plánujú byť verejne obchodované. Jednou z hlavných výhod využitia SPAC spoločností pri vstupe na akciové trhy je rýchlosť. Spoločnosť môže vstúpiť na burzu cestou SPAC v priebehu 3 až 4 mesiacov, zatiaľ čo konvenčný proces IPO je náročný proces, ktorý môže trvať od šiestich mesiacov až po viac ako rok. Rastúca popularita SPAC v roku 2020 môže byť čiastočne spôsobená ich kratším časovým rámcom pre vstup na burzu, keďže mnohé spoločnosti sa

³² DEALROOM. The Ultimate Guide to SPACs. [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-spacs>

rozhodli vzdať sa konvenčných IPO z dôvodu volatility trhu a neistoty vyvolanej globálnou pandémiou.

Ďalšou výhodou využitia SPAC spoločnosti je definitívnosť akvizície. Vlastníci nadobúdanej spoločnosti môžu byť schopní vyjednať prémiovú cenu pri predaji SPAC, pretože SPAC má obmedzenú dobu na uzavretie obchodu. SPACs majú 2 roky na to, aby došlo k akvizícii, inak sú nútené vrátiť peniaze investorom. Okrem toho akvizícia alebo zlúčenie so spoločnosťou SPAC, ktorú sponzorujú prominentní finančníci a obchodní manažéri, môže poskytnúť cieľovej spoločnosti skúsené riadenie a lepšiu viditeľnosť na trhu.

Pozitívom je aj prístupnosť a nízke bariéry vstupu. SPACs sú mnohými finančníkmi označované ako „súkromný kapitálový fond chudobných“. Súkromné kapitálové fondy majú často reštriktívnu politiku ohľadom toho, kto môže investovať. V prípade SPAC takéto prekážky neexistujú pretože ide o verejne obchodovanú spoločnosť. A keďže obchodovanie na akciových burzách sa stáva neustále prístupnejšie retailovým investorom, tak je rozmach SPACs stále väčší.

Investor do SPAC investuje vo viere, že jeho organizátori budú v budúcnosti úspešní pri akvizícii alebo fúzii s vhodnou cieľovou spoločnosťou. Nevýhodou je znížený stupeň dohľadu zo strany regulačných orgánov spolu s nedostatočným informovaním zo strany SPAC. Znamená to, že retailoví investori riskujú, že budú zaťažení investíciou, ktorá by mohla byť prehnaná alebo niekedy dokonca podvodná.³³

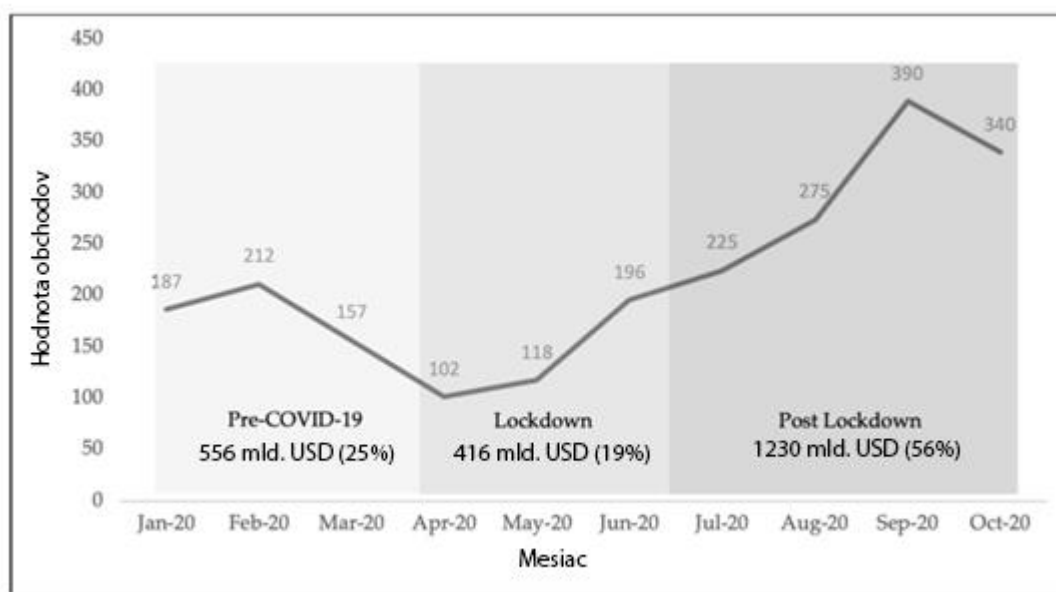
1.6 Fúzie a akvizície v pandemickom období

Vo februári 2020, keď World Health Organization ohlásila globálnu pandémiu, klesol objem fúzií a akvizícií takmer o 50%. Dôvodom boli nepredvídateľné podnikateľské prostredie a mnoho nejasností o novom víruse a jeho budúcom vývoji. V nasledujúcich mesiacoch začalo pomalé uvoľňovanie lockdownu spojené so začatím vakcinácie, vďaka čomu počet fúzií a akvizícií začal opäť rásť. Hodnota realizovaných obchodov od januára 2020 po október 2020 predstavovala 2,2 bilióna USD.³⁴

³³ YOUNG, Julie – ANDERSON, Somer. Special Purpose Acquisiton Company: SPAC. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp>

³⁴ KOOLI, Chokri – LOCK SON, Melanie. Impact of COVID-19 on mergers, acquisitions & corporate restructurings. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.econbiz.de/Record/impact-of-covid-19-on-mergers-acquisitions-corporate-restructurings-kooli-chokri/10012605840>

Obrázok 1: Hodnota realizovaných M&A za január 2020 – október 2020



Zdroj: KOOLI, Chokri – LOCK SON, Melanie. Impact of COVID-19 on mergers, acquisitions & corporate restructurings. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.econbiz.de/Record/impact-of-covid-19-on-mergers-acquisitions-corporate-restructurings-kooli-chokri/10012605840>

Hospodárska kríza v roku 2020 bola globálna zdravotná tragédia prepojená s potlačovaním dopytu a ponuky. Jej vplyv však nebol jednotný vo všetkých odvetviach. Obmedzené cestovanie, urýchlená digitalizácia a adaptácia spotrebiteľov je len pár príkladov toho, čo malo vplyv na zmenu ich spotrebiteľského správania a nastáva tzv. new normal.

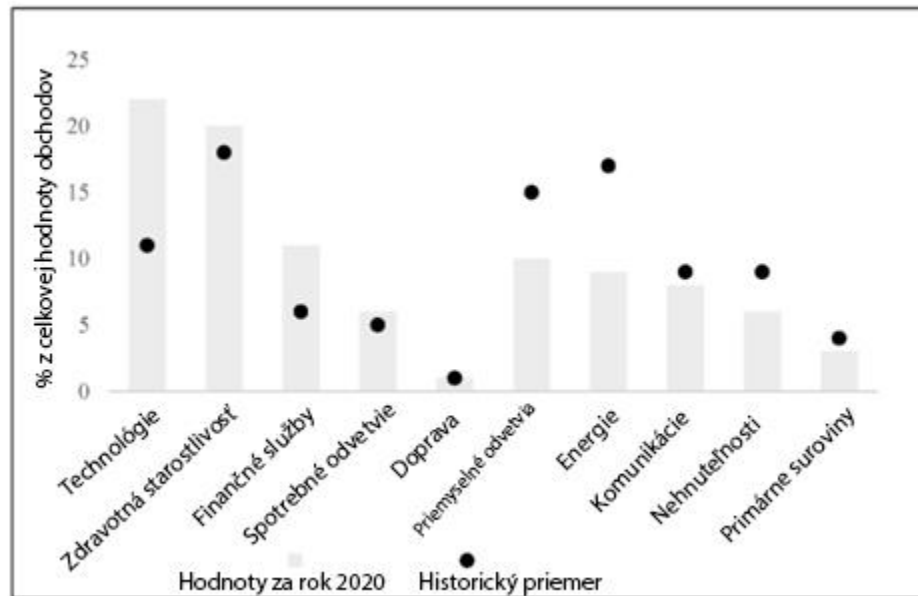
Vplyv na strategické zameranie

Pandémia testovala životaschopnosť firiem v meniacom sa konkurenčnom prostredí, kde musel byť prehodnotený základný charakter firiem ako je napríklad spôsob dodávania tovarov a služieb alebo postavenie firiem v hodnotovom reťazci. Vírus tak odhalil slabé stránky podnikových štruktúr a ponúkol firmám príležitosť na transformáciu a inováciu a na preorientovanie svojich stratégií tak, aby riešili súčasný nesúlady medzi vyznávanými hodnotami firmy a vyvíjajúcim sa podnikateľským prostredím.

Pandémia COVID-19 spôsobila, že spoločnosti zo všetkých odvetví mali možnosť prejsť zrýchlenou digitálnou transformáciou, ktorá by inak trvala asi 10 rokov. Podniky boli nútené prijať nové obchodné modely, aby sa prispôsobili novým opatreniam. Táto situácia

poskytla organizáciám prehľad o svojich súčasných slabých stránkach a odhalila medzery, ktoré treba vyplniť.

Obrázok 2: Odvetvová štruktúra celkových M&A za rok



Zdroj: KOOLI, Chokri – LOCK SON, Melanie. Impact of COVID-19 on mergers, acquisitions & corporate restructurings. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.econbiz.de/Record/impact-of-covid-19-on-mergers-acquisitions-corporate-restructurings-kooli-chokri/10012605840>

Na obrázku č. 2 môžeme vidieť, že najväčší podiel mali práve technológie, u ktorých došlo takmer ku 100% nárastu v roku 2020 oproti historickému priemeru a tvorili viac ako 20% podiel z celkovej hodnoty obchodov (400 mld. USD). Druhou najväčšou skupinou boli M&A realizované v zdravotnom sektore. Naopak pokles oproti historickému priemeru zaznamenalo hlavne priemyselné odvetvie a odvetvia energií a nehnuteľností.

Agentúra Deloitte očakáva, že svet po pandémii zaznamená štrukturálne a systémové zmeny a všeobecne sa očakáva, že oživenie bude vysoko asymetrické medzi regiónmi a sektormi. Agentúra taktiež očakáva, že sa bude klásť väčší dôraz na vnútroregionálne a domáce obchody. Prieskum Deloitte ukazuje, že tvorcovia obchodov v regióne Ázia a Pacifik uprednostňujú obchody v rámci regiónu, pretože chcú v týchto neistých časoch zmierniť integračné riziko.³⁵

³⁵ DELOITTE. M&A and COVID-19: Charting New Horizons.[online].2021. Dostupné na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/COVID-19/gx-COVID-19-Mergers-Acquisitions-Charting-New-Horizons.pdf>

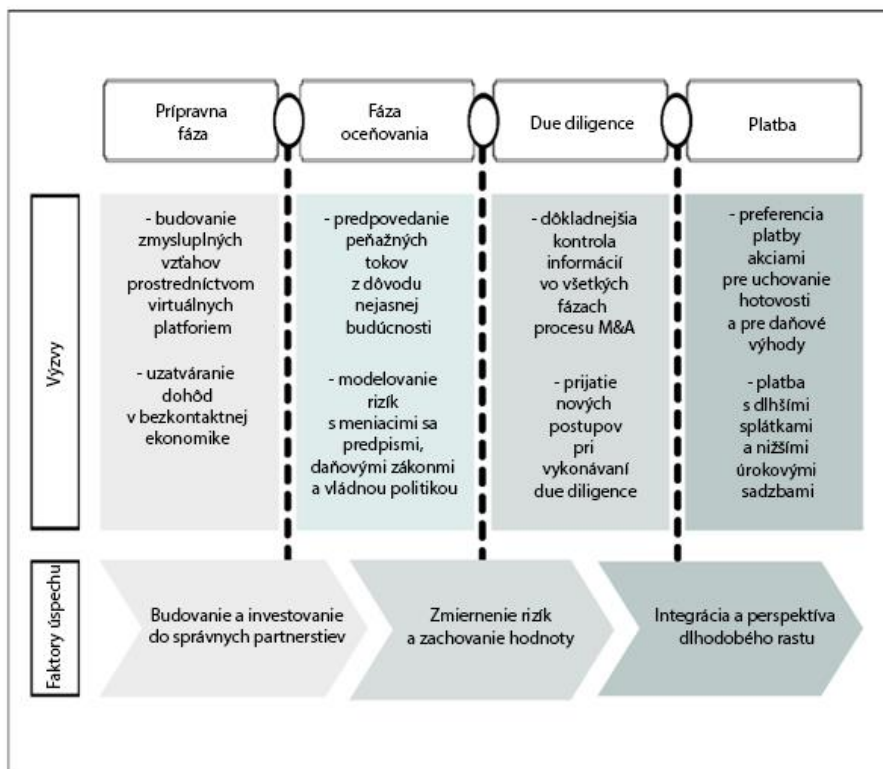
Okrem tradičných fúzií a akvizícií budú musieť spoločnosti zaviesť širokú škálu stratégií neorganického rastu, ako je akvizícia disruptívnych inovačných technológií, optimalizácia portfólia, odpredaj vedľajších aktív, partnerstvá, spoločné investície so súkromnými investormi, medzisektorové aliancie so špecialistami a partnerstvá s vládami na pomoc pri obnove.

Na rozdiel od predchádzajúcich hospodárskych kríz, pandémie COVID-19 nebola výsledkom zhoršenia čisto len ekonomických faktorov ale svoju úlohu zohrávali aj sociálne faktory. Preto mnohé odvetvia boli nútené zmeniť svoje stratégie, procesy a metodológie na také, ktoré zohľadňovali novú realitu, ktorá zahŕňala viac ako len finančné obmedzenia.

Dopad pandémie na proces fúzií a akvizícií

Tak, ako sa museli vyvinúť a prispôbiť firmy, sa musel prispôbiť aj samotný proces fúzií a akvizícií, od plánovania až po uzavretie obchodu (obrázok 3).

Obrázok 3: Dopad pandémie na jednotlivé fázy M&A



Zdroj: KOOLI, Chokri – LOCK SON, Melanie. Impact of COVID-19 on mergers, acquisitions & corporate restructurings. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.econbiz.de/Record/impact-of-covid-19-on-mergers-acquisitions-corporate-restructurings-kooli-chokri/10012605840>

Prípravná fáza – fáza budovania vzťahov:

Pred pandémiou COVID-19 sa podniky vo veľkej miere spoliehali na tradičné fyzické postupy: najmä osobné stretnutia, rozhovory, obchodné konferencie a uzatváranie obchodov. S novými zdravotnými nariadeniami, fyzické interakcie medzi stranami museli byť virtualizované. Jednou z hlavných prekážok virtuálnych interakcií je, že je ešte náročnejšie pochopiť sociálne podnety a diskutovať o témach, ktoré by inak boli v prezenčnej forme plynulejšie. Navyše, bezkontaktná ekonomika vyvolala potrebu digitalizácie kľúčových dohôd. Následne počas pandémie COVID-19 došlo k implementovaniu nových nástrojov, ako sú napríklad aplikácie na elektronické podpisovanie, ktorých cieľom je zvýšiť prevádzkovú agilitu a znížiť náklady na papierové transakcie.³⁶

Fáza oceňovania:

Hlavnou charakteristikou pandémie je jej nepredvídateľnosť. Tento kľúčový atribút implikoval, že hlavní ekonomickí aktéri reagovali aj spôsobmi, ktoré nie sú nevyhnutne zachytené v logike tradične používanej pri oceňovaní. Preto od začiatku pandémie bolo hlavným problémom, ktorému analytici čelili, presne predpovedať peňažné toky, pretože existujúce historické finančné výsledky nereflektovali krátkodobý až strednodobý výhľad. Okrem toho, s rozdielnymi predpoveďami o vývoji pandémie od svetových lídrov a trhov konali iracionálne a bolo ťažké formulovať scenáre. Kvôli tomu sa analytici museli zamerať na vytváranie rôznych modelov, aby mohli lepšie pochopiť vnútornú hodnotu firiem a pridať väčšiu flexibilitu ich modelom.³⁷

Due diligence:

Pandémia odhalila mnohé nedostatky v dodávateľských reťazcoch, technologickej pripravenosti a efektívnosti spoločností pri zvládaní vonkajších šokov. Kvôli tomu boli nadobúdatelia nútení dôkladnejšie vykonávať due diligence pri všetkých fázach, aby mali presný obraz o krátkodobom a dlhodobom vplyve pandémie na životaschopnosť a odolnosť nadobúdanej spoločnosti. Nadobúdatelia a predajcovia boli tiež nútení používať pokročilejšie metódy analýzy údajov a pokročilé technológie na konsolidáciu procesu due diligence vo virtuálnej a sociálne vzdialenej spoločnosti. Problémom bolo aj kultúrne due

³⁶ HARROCH, Richard D. – a kol. The Impact Of The Coronavirus Crisis On Mergers And Acquisitions [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2020/04/17/impact-of-coronavirus-crisis-on-mergers-and-acquisitions/?sh=1fd7629e200a>

³⁷ MACMILAN, Iain – a kol. In the Coming Economy, M&A Strategies Emerging as a Big Deal. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www2.deloitte.com/za/en/pages/finance/articles/cfo-insights-preparing-for-the-next-virtual-financial-close.html>

diligence, ktoré zohráva dôležitú úlohu pre správnu integráciu nadobúdanej spoločnosti a nadobúdateľa. Získanie informácií o organizačnej štruktúre a firemnej kultúre virtuálnym spôsobom je omnoho náročnejšie, ako za bežných okolností prostredníctvom napríklad návštev spoločnosti, rozhovorov so zamestnancami a osobných interakcií.³⁸

Realizačná fáza – spôsob platby:

Trendom počas pandémie COVID-19 sa stalo uprednostňovanie nákupu akcií za akcie. Nákupy akcií umožňujú nadobúdateľom aj kupujúcim zamerať sa na relatívne ocenenie namiesto snahy dohodnúť sa na kúpnej cene. Táto stratégia bola používaná prevažne spoločnosťami v tých odvetviach, ktoré boli ťažko zasiahnuté pandemiou. Nákupy akcií za akcie umožnili nadobúdateľom zachovať si hotovostné rezervy, v prípade že sa situácia zhorší.³⁹

³⁸ SIEBECKER, Michael R. – LOZANO, Iris. Cultural Due Diligence and M&A in the Wake of a Pandemic. [online]. 2020. Dostupné na: <https://kb.osu.edu/handle/1811/92248>

³⁹ GLOVER, Stephen I. Stock-for-Stock Mergers During the Coronavirus (COVID-19) Crisis – A potential Strategic Solution. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.gibsondunn.com/stock-for-stock-mergers-during-the-coronavirus-COVID-19-crisis-a-potential-strategic-solution/>

2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania

Cieľom záverečnej práce je zhodnotiť akvizíciu na základe vybraných ekonomických ukazovateľov spoločností, konkrétne akvizíciu spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc., spoločnosťou AstraZeneca Plc.

K naplneniu hlavného cieľa bolo potrebné si stanoviť čiastkové ciele, na základe ktorých sme mohli zhodnotiť vybranú akvizíciu:

- Vymedzenie teoretických pojmov fúzií a akvizícií,
- Historický vývoj fúzií a akvizícií
- Charakteristika vybraného biofarmaceutického priemyslu a Analýza vybraného priemyslu z hľadiska jeho aktuálneho vývoja a atraktívnosti pre realizáciu fúzií a akvizícií,
- Vývoj vybraného biofarmaceutického priemyslu počas obdobia pandémie COVID-19
- Charakteristika spoločnosti AstraZeneca Plc.,
- Charakteristika spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc.,
- Vymedzenie motívov a očakávaní spojených s akvizíciou,
- Výpočet súčasnej a budúcej hodnoty nadobúdanej spoločnosti,
- Vyhodnotenie získaných výsledkov a ich porovnanie s realitou.

Pri vymedzovaní teoretických pojmov bola použitá metóda literárnej rešerše, ktorá slúžila na osvojenie si základných pojmov a pochopenie problematiky fúzií a akvizícií. Pri rešerši bola využitá prevažne zahraničná literatúra. Pre jadrové informácie boli využité knižné zdroje, ktoré boli rozšírené o aktuálne informácie z internetových zdrojov vo forme vedeckých a odborných článkov, vedeckovýskumných štúdií a prípadových štúdií. V praktickej časti diplomovej práce bola opäť použitá metóda rešerše, ktorá slúžila na charakteristiku vybraného priemyslu, jeho trendov a na charakteristiku vybraných spoločností AstraZeneca Plc. a Alexion Pharmaceuticals Inc.. Tieto informácie boli čerpané z aktuálnych štatistických ročeniek publikovaných medzinárodnými organizáciami pôsobiacimi v priemysle a z výročných správ cieľových spoločností výskumu, publikovaných pre investorov. Pre výpočet súčasnej hodnoty nadobúdanej spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. sme použili **metódu cenových násobkov**, ktorej súčasťou je využitie porovnávacej metódy, pomocou ktorej sme porovnávali rovnaké údaje u spoločností pôsobiacich v rovnakom priemysle, vďaka čomu sme na základe subjektívnych preferencií určili približnú súčasnú hodnotu spoločnosti. Pre výpočet budúcej

hodnoty nadobúdanej spoločnosti sme využili výnosovú **metódu diskontovaných peňažných tokov**, vďaka čomu sme vypočítali súčasnú hodnotu budúcich cashflows spoločnosti o 5 rokov. Získané hodnoty sme analyzovali a v záverečnej diskusii vyhodnotili.

Metóda cenových násobkov⁴⁰

Cenové násobky môžu byť definované ako pomery ceny podniku k určitej premennej, ktorá má vplyv na hodnotu podniku. Sú počítané na celkových hodnotách za podnik alebo sú prepočítané na akciu. V diplomovej práci je použitá metóda porovnávania, kedy výsledný cenový násobok predstavuje priemerný násobok u podobných spoločností.

Medzi najbežnejšie oceňovacie spôsoby používané pri cenových násobkoch sú pomery:

- trhovej ceny k zisku (P/E),
- trhovej ceny k účtovnej cene (P/B),
- trhovej ceny k tržbám (P/S),
- trhovú hodnotu spoločnosti k výsledku hospodárenia pred odpočítaním úrokov, daní a odpisov (EV/EBITDA)

Ak je oceňovací pomer spoločnosti vyšší ako priemer podobných spoločností v priemysle, spoločnosť je nadhodnotená. Ak je oceňovací pomer nižší ako priemer, spoločnosť je podhodnotená.

Pomer trhovej ceny k zisku P/E

Pomer P/E sa počíta ako pomer trhovej ceny akcie a zisku na akciu (EPS)

$$P/E \text{ Ratio} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{zisk na akciu (EPS)}}$$

Earnings-per-share EPS sa počítajú ako pomer čistý zisk a počet akcií v obehu, podľa vzorca

$$EPS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet akcií v obehu}}$$

Pomer trhovej ceny k účtovnej cene P/B

Pomer P/B sa počíta ako pomer trhovej ceny akcie a jej účtovnou hodnotou na akciu (BVPS).

⁴⁰ INVESTOPEDIA. [online] 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/articles/stocks/06/ratios.asp>

$$\text{P/B Ratio} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{účtovná hodnota na akciu (BVPS)}}$$

Book value per share (BVPS) sa počíta ako pomer vlastného kapitálu a počtu akcií v obehu, podľa vzorca:

$$\text{BVPS} = \frac{\text{vlastný kapitál}}{\text{počet akcií v obehu}}$$

Pomer trhovej ceny k tržbám P/S

Pomer P/S sa počíta ako pomer trhovej ceny akcie a tržbami na akciu (SPS)

$$\text{P/S Ratio} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{tržby na akciu (SPS)}}$$

Sales-per-share (SPS) sa počítajú ako pomer tržieb a počtu akcií v obehu, podľa vzorca:

$$\text{SPS} = \frac{\text{tržby za rok}}{\text{počet akcií v obehu}}$$

Pomer trhovej hodnoty spoločnosti k výsledku hospodárenia pred odpočítaním úrokov, daní a odpisov (EV/EBITDA)

Multiplikátor EV/EBITDA dáva do pomeru celkovú hodnotu spoločnosti a zisk pred zdanením, úrokmi, odpismi a pred amortizáciou (EBITDA). Celkovú hodnotu EV môžeme vypočítať ako:

$$EV = \text{trhová kapitalizácia} + \text{celkový dlh} - \text{hotovosť a jej ekvivalenty}^{41}$$

Postup ohodnotenia:

1. Výber druhu cenového násobku
2. Výber porovnateľnej skupiny podnikov a výpočet priemeru cenového násobku za porovnateľnú skupinu
3. Výpočet ceny daného podniku na základe priemeru cenových násobkov porovnateľných podnikov

Za porovnateľnú skupinu podnikov považujeme podniky pôsobiace v rovnakom priemysle alebo s podobnými prevádzkovými charakteristikami.⁴²

⁴¹ INVESTOPEDIA. [online] 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/articles/stocks/06/ratios.asp>

⁴² ProRate. Ohodnocovanie podnikov. 2018. [online]. Dostupné na: http://www.iam.fmph.uniba.sk/institute/melichercik/vyuka/PF2018/prednaska_ohodnocovanie_podnikov.pdf

Metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF)⁴³

DCF model je metóda oceňovania firiem, ktorá je jedna z najpoužívanejších metód pri odhadovaní hodnoty. Je založená na časovej hodnote peňazí. Táto metóda vychádza z predpokladu, že hodnota majetku je určená očakávaným dosiahnutým úžitkom. Zameriame sa na DCF nakoľko spoločnosť Alexion Pharmaceuticals Inc. nevypláca svojim investorom dividendy. Model DCF je skonštruovaný tak, aby nám pomohol vypočítať vnútornú hodnotu akcie. Túto vnútornú hodnotu možno jednoducho definovať ako súčasnú hodnotu všetkých očakávaných voľných peňažných tokov z budúcnosti. Na výpočet DCF budeme potrebovať vypočítať voľný peňažný tok do vlastného imania (FCFE). Voľný peňažný tok do vlastného imania predstavuje mieru, koľko hotovosti je k dispozícii akcionárom spoločnosti po zaplatení všetkých výdavkov, reinvestícií a dlhov.

Pre výpočet FCFE (free cash-flow to equity) budeme potrebovať poznať celkové cash-flow (TCF) z prevádzkovej činnosti, kapitálové náklady (CAPEX) pričom platí:

$$FCFE = TCF - CAPEX$$

Pre výpočet budúcich FCFE je potrebná projekcia *budúcich čistých príjmov* a *koeficient*, ktorým sa budú násobiť.

Na predikciu koeficientu je treba poznať podiel *čistých príjmov* na *celkových príjmoch* minulých rokov, pričom priemernú hodnotu minulých rokov budeme považovať za koeficient v budúcich rokoch.

$$\text{Koeficient } k = \text{Čistý príjem} / \text{Celkové príjmy}$$

Na predikciu budúcich čistých príjmov budeme potrebovať budúce celkové príjmy. Budúce celkové príjmy vypočítame na základe tempa rastu, ktoré predstavuje priemernú hodnotu tempa rastu minulých rokov. Vďaka tejto hodnote môžeme predikovať celkové príjmy budúcich rokov. Na výpočet budúcich čistých príjmov použijeme *budúce celkové príjmy* a *koeficient k* pričom:

$$\text{Čistý príjem} = \text{koeficient } k * \text{celkové príjmy}$$

⁴³ INVESTORSGROW. [online] 2019. Dostupné na: <https://investorsgrow.com/what-is-dcf-discounted-cash-flow-calculation-made-simple/>

Pre výpočet budúcich FCFE musíme poznať *budúci čistý príjem* a *koeficient j*, ktorý môžeme definovať ako pomer minulých FCFE na minulých čistých príjmoch spoločnosti, pričom platí, že najkonzervatívnejšia hodnota sa najviac približuje realite.

$$\text{Budúce FCFE} = \text{budúci čistý príjem} * \text{koeficient } j$$

Ďalší parameter na výpočet hodnoty spoločnosti metódou DCF, ktorý budeme potrebovať sú *vážené priemerné náklady na celkový kapitál (WACC)*. Jedná sa o priemernú mieru výnosu, ktorú požadujú investori, banky, majitelia dlhopisov a pod. V našom prípade pôjde o konštantu, ktorú vypočítali analytici na stránkach valueinvesting.io

Dlhodobý rast (Perpetual growth)

Jedná sa o abstraktný pojem, ktorý idealizuje nekonečný rast vo všetkých aspektoch. V našom prípade je perpetuita cenný papier, ktorý platí nekonečne dlho. Je to neustály prúd rovnakých peňažných tokov bez konca. V praxi sa využíva hodnota medzi 1-3%, v našom prípade použijeme priemernú hodnotu 2,5%.

Konečná hodnota (Terminal Value)

Konečná hodnota (TV) je hodnota aktíva, podniku alebo projektu nad rámec prognózovaného obdobia, kedy je možné odhadnúť budúce peňažné toky. Konečná hodnota predpokladá, že podnik bude rásť stanoveným tempom rastu navždy po prognózovanom období. Na jej výpočet použijeme vzorec:

$$TV_0 = \frac{FCFE_0 \times (1+g)}{r-g}, \text{ kde platí že:}$$

$FCFE_0$ - posledný FCFE (pre nás rok 2025)

g – dlhodobý rast

r – požadovaná návratnosť WACC⁴⁴

Súčasná hodnota budúcich peňažných tokov (PV FCFE)

Súčasná hodnota (present value PV) je súčasná hodnota budúcej sumy peňazí alebo peňažných tokov pri určitej miere návratnosti. Budúce peňažné toky sú diskontované

⁴⁴ INVESTORSGROW [online] 2019. Dostupné na: <https://investorsgrow.com/what-is-dcf-discounted-cash-flow-calculation-made-simple/>

diskontnou sadzbou a čím vyššia je diskontná sadzba, tým nižšia je súčasná hodnota budúcich peňažných tokov. PV môžeme vypočítať ako:

$$PV = \frac{FCFE}{(1+r)^t}, \text{ kde platí že:}$$

FCFE – free cash flow to equity

r – diskontná sadzba WACC

t – časové obdobie

Súčasná hodnota spoločnosti

Súčasnú hodnotu spoločnosti dostaneme sčítaním PV pre všetky budúce roky. ⁴⁵

⁴⁵ INVESTORSGROW. [online] 2019. Dostupné na: <https://investorsgrow.com/what-is-dcf-discounted-cash-flow-calculation-made-simple/>

3 Biofarmaceutický priemysel v súčasnosti

System zdravotnej starostlivosti je dôležitým pilierom procesu sociálno-ekonomického rozvoja každej krajiny a podporným politickým prostredím pre biofarmaceutický priemysel.

Biofarmaceutický priemysel zohráva zásadnú úlohu pri výskume a vývoji nových liekov a vakcín pre prevenciu a liečbu chorôb a zlepšovaní života pacientov na celom svete. Investovaním miliárd a tisícok hodín posúva hranice vedy, podporuje pokrok v medicíne a prispieva k prosperite spoločnosti.⁴⁶

3.1 Biofarmaceutický priemysel v kontexte farmaceutického priemyslu

Biofarmaceutický priemysel a odvetvie biotechnológií je jedno z investične najzaujímavejších odvetví. Na jednej strane ide o odvetvie, kde sa akcie firiem v prípade pozitívnych výsledkov môžu zo dňa na deň zdvojnásobiť. Na druhej strane však ide o odvetvie kde firmy investujú stovky miliónov do vývoja, ktorý sa nemusí vydať a v najhoršom prípade môže investor prísť o celú investíciu.⁴⁷

Odvetvie biotechnológií v číslach

- 70% klinických programov je pod vedením malých spoločností, ktoré sa spoliehajú na investície kapitálových investorov, business angels alebo na partnerstvo s väčšími farmaceutickými spoločnosťami
- 90% klinických programov v konečnom dôsledku nezíska schválenie od vládnych agentúr, ktoré spravujú liečivá
- 92% biofarmaceutických spoločností nedosahuje zisk⁴⁸

Obe spoločnosti, biofarmaceutické aj farmaceutické, vyrábajú lieky, ale lieky vyrábané biotechnologickými spoločnosťami pochádzajú zo živých organizmov, zatiaľ čo

⁴⁶ IFPMA. The Pharmaceutical Industry and Global Health: Facts and Figures 2021. [online]. 2021. Dostupné na <https://www.ifpma.org/wp-content/uploads/2021/04/IFPMA-Facts-And-Figures-2021.pdf>

⁴⁷ SIMPSON, Stephen D. – MURRY, Cierra. A Biotech Sector Primer. [online]. 2022. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/primer-on-biotech-sector.asp#citation-1>

⁴⁸ BIOTECHNOLOGY INNOVATION ORGANIZATION. The Biotechnology Ecosystem: By The Numbers. [online]. 2018. Dostupné na: https://archive.bio.org/sites/default/files/docs/toolkit/BIO_Ecosystem_infographic_2018.pdf

lieky vyrábané farmaceutickými spoločnosťami majú vo všeobecnosti chemický základ. Bežné produkty ako pivo a víno, pracie prostriedky a čokoľvek vyrobené z plastu, sú biotechnologické produkty. Biotechnologické spoločnosti skúmajú, vyvíjajú a vyrábajú širokú škálu komerčných produktov, aj keď väčšina sa zameriava na poľnohospodársky alebo farmaceutický priemysel – biofarmaceutický priemysel. Farmaceutické spoločnosti sa zameriavajú na výskum, vývoj a predaj liekov vyrobených predovšetkým z umelých zdrojov.

Z pohľadu investora je biotechnologická spoločnosť riziková, zatiaľ čo farmaceutická spoločnosť sa snaží diverzifikovať a riadiť riziko. Farmaceutická spoločnosť má na trhu úspešné lieky, nové lieky v rôznych štádiách vývoja a výskumnú zložku pracujúcu na dlhodobých projektoch. Taktiež kvôli nízkym ziskom je v biofarmaceutických spoločnostiach veľmi zriedkavé vyplácanie dividend, pričom v opačnom prípade vo farmaceutických spoločnostiach môžu dividendy tvoriť významnú časť očakávaného výnosu.

Ďalším rozdielom môže byť aj marketing spoločností. Mnohé biofarmaceutické spoločnosti sa sústreďujú hlavne na výskum a vývoj. Investori musia rozumieť zámerom a cieľom riadenia spoločnosti. Mnoho biofarmaceutických spoločností má v úmysle vyvíjať svoje lieky a potom ich predávať väčšej farmaceutickej spoločnosti za hotovosť vopred a budúce licenčné poplatky. Kdežto marketing v prípade veľkých farmaceutických spoločností predstavuje jednu z hlavných silných stránok.⁴⁹

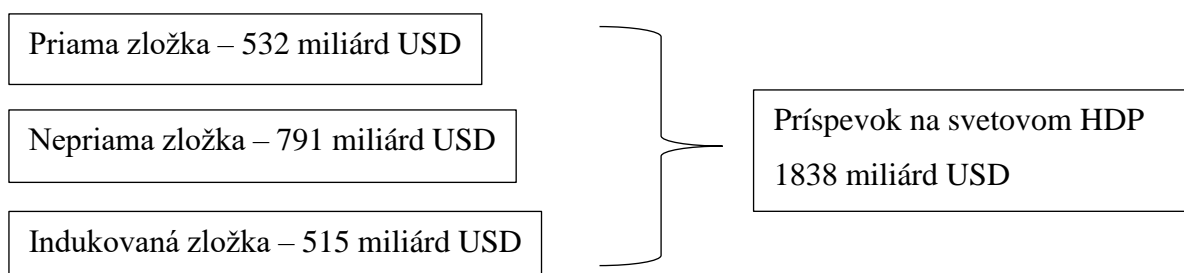
3.1 Vývoj biofarmaceutického priemyslu

Biofarmaceutický priemysel významne prispieva k prosperite svetovej ekonomiky. Jedná sa o jeden zo základných pilierov industrializovaných ekonomík a je stále viac považovaný za dôležitý priemysel aj vo svete rozvojových ekonomík.

V roku 2018 biofarmaceutický priemysel priamo aj nepriamo prispel do svetového HDP približne 1838 miliárd USD. Túto sumu môžeme rozdeliť na 3 zložky:

⁴⁹ SEGAL, Troy – CLARINE, Skylar. Pharmaceuticals: What's the Difference?. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/033115/what-difference-between-biotechnology-company-and-pharmaceutical-company.asp>

Schéma 8: Zložky príspevku biofarmaceutického priemyslu do svetového HDP



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe The Pharmaceutical Industry and Global Health: Facts and Figures 2021. [online]. Dostupné na: <https://www.ifpma.org/wp-content/uploads/2021/04/IFPMA-Facts-And-Figures-2021.pdf>

- Priama zložka predstavuje produkciu priamo v biofarmaceutickom priemysle
- Nepriama zložka predstavuje produkciu z iných sektorov, využívanú v biofarmaceutickom priemysle alebo B2B obchody v rámci globálnych hodnotových reťazcov
- Indukovanú zložku tvoria peniaze vygenerované spotrebou čistých miezd zamestnancov v rámci globálnych hodnotových reťazcov

Biofarmaceutický priemysel výrazne prispieva aj k zamestnanosti v rozvinutých aj rozvojových krajinách. V roku 2017 bolo priamo zamestnaných približne 5,5 milióna ľudí po celom svete. Prostredníctvom výdavkov na materiál a služieb iných sektorov, biofarmaceutický priemysel podporil ďalších 45,1 milióna nepriamych zamestnancov pracujúcich v iných sektoroch jeho globálnych hodnotových reťazcov. Okrem toho podporil aj 23,7 milióna pracovných miest v iných odvetviach ako je starostlivosť o deti, maloobchod a ďalšie. Dokopy sa teda podieľal v roku 2017 na zapojení až 74,3 milióna ľudí.

Globálny predaj biofarmaceutických výrobkov predstavuje medzinárodnú distribúciu zdravotníckej technológie, ktorá je výsledkom veľmi intenzívneho výskumu a vývoja exportujúcich krajín. Importujúce krajiny potom benefitujú prostredníctvom zlepšenia zdravia. Keďže sa inovácie v medicíne prenášajú po celom svete, značne prispievajú k rastu priemernej dĺžky a kvality života.⁵⁰

⁵⁰ IFPMA. The Pharmaceutical Industry and Global Health: Facts and Figures 2021. [online]. 2021. Dostupné na <https://www.ifpma.org/wp-content/uploads/2021/04/IFPMA-Facts-And-Figures-2021.pdf>

Trendy v biofarmaceutickom priemysle

Predpokladaný nárast biofarmaceutického trhu do roku 2023 je o 300-330 miliárd USD na hodnotu 1,505 bilióna USD oproti roku 2018 (1,2 bilióna USD). Tento rast je odôvodnený hlavne expanziou na trhy, na ktorých sa predpokladá rýchle tempo rastu ako napríklad Argentína, Mexiko, Poľsko a Pakistan. Kľúčovú úlohu ma zohrávať aj rastúci objem predajov v Afrike.

Umelá inteligencia

Za ďalší zdroj rastu sa považuje využívanie umelej inteligencie AI. Použitie AI vo farmaceutickom priemysle má umožniť zrýchlenie objavovania a vývoja nových liekov, ale uplatnenie si nájde aj v rámci klinického testovania, či odhaľovania podvodov.

Väčšia akceptácia lekárskej marihuany

V posledných rokoch sa lekárska marihuana stáva stále viac akceptovaná a tento trend sa predpokladá aj na nasledujúce roky. Využitie si nachádza hlavne pri znižovaní bolesti, regulácii nálady, regulácii tráviacich funkcií či cievneho zdravia a farmaceutické spoločnosti si sú vedomé obrovských príležitostí.⁵¹

Precízna medicína

Inak nazývaná aj personalizovaná medicína, kedy sa vyrábajú lieky na mieru na základe konkrétnej diagnózy pacienta. Aj keď výroba takýchto liekov spôsobuje výrobcom problémy hlavne z hľadiska nákladov (vysoko špecializované továrne, nízke úspory z rozsahu) tento trend by mal naďalej pokračovať.

Väčšie zameranie na výskum a vývoj

Farmaceutické spoločnosti sa viac ako kedykoľvek predtým zaujímajú o to, aby výskum a vývoj dosiahol požadovaný cieľ. Snahou je dosiahnuť väčšiu účinnosť a efektívnosť, aby boli uspokojené potreby pacientov a zároveň naplnené ciele spoločnosti.⁵²

3.2 Vývoj počas pandémie COVID-19

Pandémia COVID-19 zasiahla všetky aspekty života na celom svete. Od začiatku pandemickej krízy z nej biofarmaceutický priemysel urobil prioritu číslo 1 a venoval svoje zdroje, odborné znalosti, know-how na vývoj diagnostiky, liečby a vakcín bezprecedentným tempom, pričom sa zapájal do medzinárodných spoluprác. Biofarmaceutický priemysel je

⁵¹ LINCHPIN. Trends Transforming The Pharmaceutical Industry Outlook In 2022. [online]. 2021. Dostupné na: <https://linchpinseo.com/trends-pharmaceutical-industry/>

⁵² LINCHPIN. Trends Transforming The Pharmaceutical Industry Outlook In 2022. [online]. 2021. Dostupné na: <https://linchpinseo.com/trends-pharmaceutical-industry/>

lídrom vo vývoji vakcín, liečby a diagnostiky. Do februára 2021 sa uskutočnilo takmer 1000 klinických testovaní zameraných na COVID-19 a vakcíny. Zatiaľ čo biofarmaceutický priemysel je priamo v očiach verejnosti, pretože pracuje na vývoji vakcín a terapeutík pre nový vírus SARS CoV-2, existujú ďalšie významné oblasti jeho podnikania, ktoré sa museli prispôsobiť meniacemu sa svetu.

Predaj liekov počas pandémie

V prvých troch mesiacoch roku 2020 viedlo hromadenie liekov veľkoobchodníkmi, lekárnami a pacientmi k nárastu predaja o približne 1,2 miliardy USD u ôsmich hlavných výrobcov. Čo sa týka liekov na predpis, spoločnosti zaznamenali pokles predaja niektorých liekov, ktorých podávanie si vyžaduje návštevu nemocnice alebo kliniky, vrátane niektorých liekov na onkológiu a zriedkavé choroby. Pacienti sa buď príliš báli nákazy COVID-19 v klinickom prostredí, alebo nemali pocit, že ich stav je dostatočne zlý na to, aby vyhľadali liečbu a riskovali vystavenie sa vírusu.

Vývoj liekov počas pandémie

Najväčší dopad na vývoj liekov malo podľa lídrov výskumu a vývoja pozastavenie a oneskorenie klinických testovaní a to hlavne v počiatkových fázach. Je to predovšetkým preto, že miesta výskumu boli nútené uzavrieť z dôvodu prepuknutia choroby, prípadne na účasť nebolo možné získať pacientov, vrátane zdravých dobrovoľníkov, ktorí pravdepodobne nechceli cestovať na miesta výskumu a riskovať vystavenie vírusu.

Zatiaľ čo biofarmaceutické spoločnosti sa prispôbujú pandémie, povedať, že to prebehlo hladko, by bolo prehnané. Výrobcovia museli robiť rýchle rozhodnutia, ako aj prehodnotiť svoje priority a spôsob, akým oslovujú svojich zákazníkov. To bolo obzvlášť náročné pre spoločnosti so zložitou infraštruktúrou. V oblasti výskumu a vývoja museli spoločnosti prehodnotiť tradičný dizajn klinických skúšok a metódy nábora pacientov. Komerčné funkcie boli nútené digitalizovať svoje operácie a prehodnotiť svoju marketingovú stratégiu. Pred pandemiou COVID-19 považovali výrobcovia digitálnu transformáciu za dlhodobý cieľ no dnes je to nevyhnutnosť. Sme svedkami rýchleho zavádzania digitálnych technológií do biofarmaceutického priemyslu s cieľom uľahčiť interné a externé operácie.⁵³

⁵³ BUROWS, Ken et al. Breaking barriers to digitalization in biopharma. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/life-sciences/biopharma-strategy-after-covid.html>

3.4 Fúzie a akvizície v biofarmaceutickom priemysle

Biofarmaceutický priemysel sa neustále vyvíja a neustále posúva hranice. Výskum a vývoj, aktívne klinické pokusy a predaj liekov sú na historicky najvyšších hodnotách. Od roku 2010 do roku 2019 došlo až k 596 fúziám a akvizíciám v biofarmaceutickom priemysle, ktorých hodnota transakcií bola väčšia ako 100 miliónov USD v celkovej hodnote 1,6 bilióna dolárov (obr.4).

Za poslednú dekádu sme boli svedkami pôsobivej úrovne aktivity ako z hľadiska počtu obchodov, tak aj ich hodnoty, čo naznačuje zdravý tok kapitálu a ochotu investovať. Aj keď v roku 2020 sa objem veľkých M&As znížil, menšie a rýchle akvizície sa stávajú normou.

Tabuľka 1: Najpopulárnejšie zložky jednotlivých odvetví v rámci biofarmaceutického priemyslu z hľadiska M&A

Farmácia – generiká, zdravie spotrebiteľa, špeciálne lieky..
Biotechnológie – molekulárne biotechnológie, génová a bunková terapia, objavovanie liekov..
Služby
Zdravotnícke prístroje
Výskum, Toxikologické testovanie
Analytické vybavenie a potrebný materiál
In Vitro Diagnostika

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Pharma Intelligence – A Decade of Biopharma M&A and Outlook for 2020. Dostupné na: <https://pharmaintelligence.informa.com/~media/informa-shop-window/pharma/2020/files/whitepapers/ma-whitepaper.pdf>

K najúspešnejším kategóriám, ako uvádza tabuľka 1, patria kategórie generických liekov a zdravie spotrebiteľa, v oboch prípadoch šlo skoro o 100 uzavretých fúzií alebo akvizícií. Tretím úspešným sektorom bola výroba špeciálnych liekov, ktoré pochádzajú zo živých buniek a sú veľmi nákladné. Druhou kategóriou boli biotechnológie, kde najväčšiu časť tvorili molekulárne biotechnológie, génová a bunková terapia a spoločnosti zamerané na objavovanie liekov. Ďalšími dôležitými kategóriami bol sektor služieb a spoločnosti

produkuje zdravotnicke prístroje. Je veľmi ťažké určiť presný počet fúzií a akvizícií v jednotlivých odvetviach, keďže spoločnosť sa môže venovať viacerým odvetviam.⁵⁴

Obrázok 4: M&A v biofarmaceutickom priemysle s hodnotou nad 100 mil. USD za obdobie 2010-2019

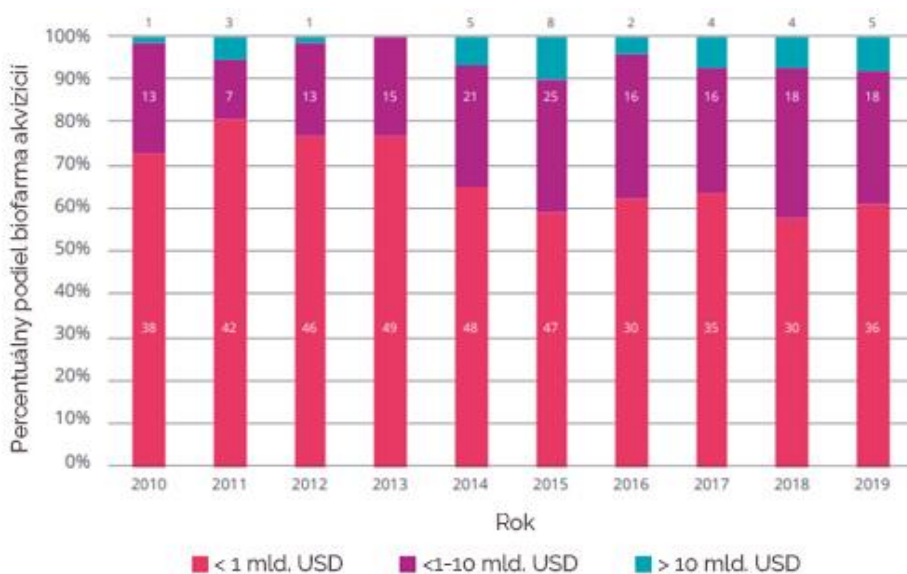


Zdroj: Pharma Intelligence – A Decade of Biopharma M&A and Outlook for 2020. Dostupné na: <https://pharmaintelligence.informa.com/~media/informa-shop-window/pharma/2020/files/whitepapers/ma-whitepaper.pdf>

Obrázok č.4 znázorňuje vývoj hlavných fúzií a akvizícií (hodnota nad 100 mil. USD). Čo si môžeme všimnúť je, že v druhej polovici dekády klesal počet uskutočnených M&A ale ich hodnota stále rástla.

⁵⁴ PHARMA INTELLIGENCE. A decade of Biopharma M&A and Outlook for 2020. [online] 2020. Dostupné na: <https://pharmaintelligence.informa.com/~media/informa-shop-window/pharma/2020/files/whitepapers/ma-whitepaper.pdf>

Obrázok 5: M&A dohody z pohľadu hodnoty transakcie v rokoch 2010-2019



Zdroj: Pharma Intelligence – A Decade of Biopharma M&A and Outlook for 2020. Dostupné na: <https://pharmaintelligence.informa.com/~media/informa-shop-window/pharma/2020/files/whitepapers/ma-whitepaper.pdf>

Na obrázku č.5 môžeme sledovať graf, v ktorom sú hlavné M&A rozdelené podľa hodnoty transakcie. Najväčšiu časť tvorili M&As pod 1 miliardu USD. Od začiatku druhej polovice dekády môžeme vidieť, že rástol počet M&As od 1 do 10 miliárd USD a taktiež nad hodnotu 10 miliárd USD, naopak počet M&As s hodnotou pod 1 mld. USD klesal. Z toho vyplýva podobne ako v predchádzajúcom obrázku č. 4, že síce klesal počet uskutočnených M&As, ale ich cena bola stále vyššia.

Tabuľka 2: Spoločnosti s najväčšou hodnotou a objemom M&A za 2010-2020

Spoločnosť	Objem	Hodnota v mld. USD
AbbVie	31	253
Takeda	27	153
Bristol-Myers Squibb	24	132
Merck	20	39
Novartis	15	66
Teva	15	61

Zdroj: Pharma Intelligence – A Decade of Biopharma M&A and Outlook for 2020. Dostupné na: <https://pharmaintelligence.informa.com/~media/informa-shop-window/pharma/2020/files/whitepapers/ma-whitepaper.pdf>

Medzi 6 najaktívnejších spoločností v odvetví z hľadiska počtu uzavretých fúzií a akvizícií patria spoločnosti uvedené v tabuľke č.2. Spoločnosť AbbVie, ktorá uzavrela najväčší počet fúzií a akvizícií a uzavrela taktiež v poradí šiestu najväčšiu akvizíciu za poslednú dekádu 2010-2020. Išlo o akvizíciu spoločnosti Allergan v júni 2019 v hodnote 63 mld. USD. Najväčšiu akvizíciu uskutočnila spoločnosť Takeda, keď v máji 2018 prevzala spoločnosť Shire za cenu 79,4 mld. USD.

4 Akvizícia Alexion Pharmaceuticals spoločnosťou AstraZeneca

Obe spoločnosti zdieľajú rovnakú oddanosť vede a inováciám s cieľom dodávať lieky, ktoré menia život. Schopnosti oboch organizácií vytvoria spoločnosť s veľkými silnými stránkami naprieč celým radom technologických platforiem, so schopnosťou prinášať inovatívne lieky miliónom ľudí na celom svete. Spojená spoločnosť bude mať tiež rozšírený globálny dosah a široké pokrytie trhu v rámci primárnej, špeciálnej a vysoko špecializovanej starostlivosti.

4.1 Charakteristika spoločnosti AstraZeneca PLC

AstraZeneca PLC so sídlom v Cambridge, Spojené kráľovstvo je britsko-švédska multinacionálna spoločnosť pôsobiaca vo farmaceutickom priemysle a v odvetví biotechnológií. PLC alebo public limited company je označenie pre britské obchodné spoločnosti, ktoré podliehajú britským zákonom.

Spoločnosť bola založená v roku 1999, kedy došlo k fúzii švédskej spoločnosti Astra AB a britskej Zeneca Group. Od tohto roku patrí AstraZeneca medzi najväčšie svetové farmaceutické spoločnosti.

AstraZeneca PLC funguje ako holdingová spoločnosť. Spoločnosť prostredníctvom svojich dcérskych spoločností skúma, vyrába a predáva farmaceutické a lekárske výrobky. AstraZeneca zameriava svoje operácie na osem terapeutických oblastí, vrátane gastrointestinálneho, onkologického, kardiovaskulárneho, respiračného ochorenia, ochorenia centrálného nervového systému, tlmenia bolesti, anestézie a infekcií.

Komerčne najúspešnejší liek spoločnosti je Nexium. Nexium sa primárne využíva na liečbu gastroezofageálnej refluxnej choroby, na liečbu erozívnej ezofagitídy, na liečbu dvanástnikových vredov a na prevenciu žalúdočných vredov. Momentálne sa však do povedomia spoločnosť dostala hlavne vďaka vývoji COVID-19 vakcíny.

Tabuľka 3: Základné informácie o spoločnosti

Typ spoločnosti:	PLC
NASDAQ:	AZN
Priemysel:	farmaceutický, biotechnológie
Sídlo:	Cambridge, Spojené kráľovstvo
Rok založenia:	1999
Počet zamestnancov:	83100

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe tradingview.com

Vývoj ceny akcií spoločnosti AstraZeneca PLC od roku 2011 po súčasnosť znázorňuje Obrázok č.6 . Firma má zdravý vývoj ceny smerom nahor, bez extrémnych odchýlok.

Obrázok 6: Vývoj ceny akcií spoločnosti AstraZeneca PLC za posledných 10 rokov



Zdroj: TradingView.com

Spoločnosť má bohatú históriu akvizícií. Ide o nadobúdané spoločnosti, ktorých hlavná činnosť je buď výskum a vývoj, výroba alebo marketing:

V roku 2005 AstraZeneca získala spoločnosť **KuDOS Pharmaceutical**, ktorá objavuje a vyvíja lieky na základe snímania, signalizácii a oprave poškodenia DNA, potrebné pri liečbe rakoviny za 210 miliónov USD v hotovosti⁵⁵

V roku 2006 AstraZeneca získala **MedImmune Biologics** za cenu 15,6 miliardy USD, ktorá celosvetovo vyvíja lieky pre neuspokojené medicínske potreby. MedImmune, ako globálne biologické výskumné a vývojové oddelenie spoločnosti AstraZeneca, je priekopníkom inovatívneho výskumu a skúma nové cesty v rámci kľúčových terapií, vrátane respiračných, zápalových a autoimunitných ochorení, kardiovaskulárne a metabolické ochorenia, onkológia, neuroveda, infekcie a vakcíny.⁵⁶

V roku 2015 kúpila spoločnosť **ZS Pharma**, ktorá vyvíja iónové pasce na liečbu život ohrozujúcich zdravotných stavov, ako je hyperkaliémia a ochorenia pečene za 2,7 miliardy USD⁵⁷

V roku 2020 ohlásila AstraZeneca akvizíciu **Alexion Pharmaceuticals**, čo sa pri cene 39,4 miliardy USD ukázalo ako najdrahšia ohlásená akvizícia za rok 2020.

4.2 Charakteristika spoločnosti Alexion Pharmaceuticals

Spoločnosť Alexion Pharmaceuticals bola založená v roku 1992 vo vedeckom parku v New Haven v štáte Connecticut Stevenom Squintom a Leonardom Bellom, lekárom z nemocnice Yale New Haven Hospital a odborným asistentom medicíny a patológie na Yale School of Medicine.

Alexion Pharmaceuticals, Inc., biofarmaceutická spoločnosť, skúma a vyvíja proprietárne imunoregulačné zlúčeniny na liečbu autoimunitných a kardiovaskulárnych ochorení. Spoločnosť vyvíja inhibítory komplementu C5 a apogény, čo sú dve triedy potenciálnych terapeutických zlúčenín navrhnutých tak, aby sa selektívne zamerali na špecifické segmenty imunitného systému spôsobujúce ochorenie.

⁵⁵ CRUNCHBASE. KuDOS Pharmaceuticals Ltd. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.crunchbase.com/organization/kudos-pharmaceuticals-ltd>

⁵⁶ MedImmune Biologics. [online]. Dostupné na: <https://www.crunchbase.com/organization/medimmune>

⁵⁷ ZS Pharma. [online]. Dostupné na: <https://www.crunchbase.com/organization/zs-pharma>

Tabuľka 4: Základné informácie o spoločnosti

Typ spoločnosti:	Inc.
NASDAQ:	ALXN
Priemysel:	farmaceutický, biotechnológia, imunológia
Sídlo:	Boston, Massachusetts
Rok založenia:	1992
Počet zamestnancov:	3000+

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa tradingview.com

Na obrázku č.7 môžeme vidieť vývoj ceny akcií spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. od septembra 2016 po rok 2021. Cena akcií fluktovala až do decembra 2020, kedy bola ohlásená akvizícia, čo spôsobilo okamžitý nárast ceny akcií. Jedná sa o bežný jav na akciových trhoch, že cena vyskočí, keď sú ohlásené nejaké zaujímavé udalosti, aj keď v tom momente ešte nie sú pravdivé a môže sa jednať iba o špekulácie.

Obrázok 7: Vývoj ceny akcií spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. za posledných 5 rokov



Zdroj: barchart.com

Alexion Pharmaceuticals má za sebou taktiež históriu akvizícií. V septembri 2000 Alexion získal **Proliferon**, biofarmaceutickú firmu zameranú na vývoj, za 41 miliónov dolárov v akciách. Spoločnosť bola premenovaná na Alexion Antibody Technologies.

V decembri 2011 Alexion získal **Enobia Pharma** so sídlom v Montreale, vývojár asfotázy alfa, lieku používaného na liečbu genetickej poruchy hypofosfatázie, za 1,08 miliardy dolárov.

V júni 2015 spoločnosť Alexion získala spoločnosť **Synageva**, zameranú na liečbu zriedkavých chorôb, v rámci obchodu s akciami a hotovosťou v hodnote 8,4 miliardy dolárov.

V novembri 2018 spoločnosť získala **Syntimmune** za 1,2 miliardy dolárov, čím rozšírila svoje pôsobenie v oblasti zriedkavých chorôb.

V januári 2020 spoločnosť získala **Achillion Pharmaceuticals** za 930 miliónov dolárov, čím posilnila svoje pôsobenie v oblasti imunitného systému.

V júli 2020 spoločnosť Alexion získala spoločnosť **Portola Pharmaceuticals**, čím diverzifikovala svoje komerčné portfólio v oblasti hematológie, neurológie a kritickej starostlivosti o činidlo na zvrátenie inhibítora faktora Xa od spoločnosti Portola.⁵⁸

4.3 Motívy akvizície

Biofarmaceutický svet je svet neustálych zmien. Ak chce spoločnosť uspieť na trhu, udržať si konkurencieschopnosť, musí neustále napredovať, či už z hľadiska technológií alebo v rámci vedy a výskumu.

Kroky AstraZeneca momentálne smerujú do oblasti imunológie. Z dlhodobého hľadiska je cieľom spoločnosti sústrediť sa na výskum a vývoj v oblasti vysokej neuspokojenej potreby v rámci niektorých chorôb. Druhým cieľom je doručiť na trh disruptívne technológie vo forme precíznej medicíny a personalizovaných liekov na mieru. Tretím cieľom spoločnosti je ďalej skúmať potenciál ich vyvinutej platformy na bunkovú terapiu.

Imunológii sa momentálne vo svete venuje približne 372 spoločností, no dôvodom, prečo si spoločnosť AstraZeneca vybrala práve spoločnosť Alexion Pharmaceuticals je viacero.

Stratégia Alexion Pharmaceuticals je v súlade so stratégiou AstraZeneca

Stratégia externého rastu AstraZeneca je ukotvená v jasných princípoch:

- Byť lídrom v oblasti terapie
- Urýchlenie inovatívnej vedy
- Podpora rastu

⁵⁸ ALEXION. [online]. 2022. Dostupné na: <https://alexion.com/our-company/history>

- Podpora atraktívnej návratnosti investícií

Ďalším dôvodom prečo si spoločnosť vybrala Alexion je, že Alexion je svetový líder v imunitne liečených zriedkavých chorobách, ktorý má 2 úspešné lieky v tretej fáze (Soliris a Ultomiris), ktoré vedela spoločnosť Alexion aj obchodne realizovať - zložená miera rastu príjmov 2017-2020 bola 20%

Komplementárne fakty o spoločnostiach

Jedná sa o dve spoločnosti so spoločným cieľom – vytvárať hodnotu pre pacientov prostredníctvom poskytovania inovatívnych liekov. Spoločnosti majú príležitosť zdieľať vedomosti a inovácie v rámci spektra primárnej starostlivosti, špeciálnej starostlivosti a zriedkavých chorôb.

Spoločnosť AstraZeneca PLC je spoločnosť so silnou históriu a pôsobením v primárnej starostlivosti, s rastúcim zameraním sa na špeciálnu starostlivosť a precíznu medicínu. Spoločnosť má za sebou bohatú históriu vedeckých inovácií v rámci vývoja liekov.

Spoločnosť Alexion Pharmaceuticals Inc. Je spoločnosť, ktorá sa špecializuje na zriedkavé choroby a ktorá poskytuje vysoko kvalitné služby svojim pacientom. Výhodou tejto spoločnosti je, že má rozvinutý komplexný dodávateľský reťazec, ku ktorému AstraZeneca získa prístup a taktiež spoločnosť využíva inovatívne technológie na vyhľadávanie pacientov a pre diagnostiky, ktoré sú rozhodujúce pri liečbe zriedkavých chorôb. Spoločnosť je taktiež líder v komplementárnej biológii a v liečení zriedkavých chorôb.

Kombinácia spoločností vytvorí „biofarmaceutického inovátora“ s diverzifikovaným portfóliom a s väčším kapitálom pre výskum a vývoj liekov.⁵⁹

⁵⁹ ASTRAZENECA. Accelerating AstraZeneca's strategic and financial development. [online]. 2021. Dostupné na: https://www.astrazeneca.com/content/dam/az/PDF/2020/20201212_Call_Alxn_Cmb_prsn.pdf

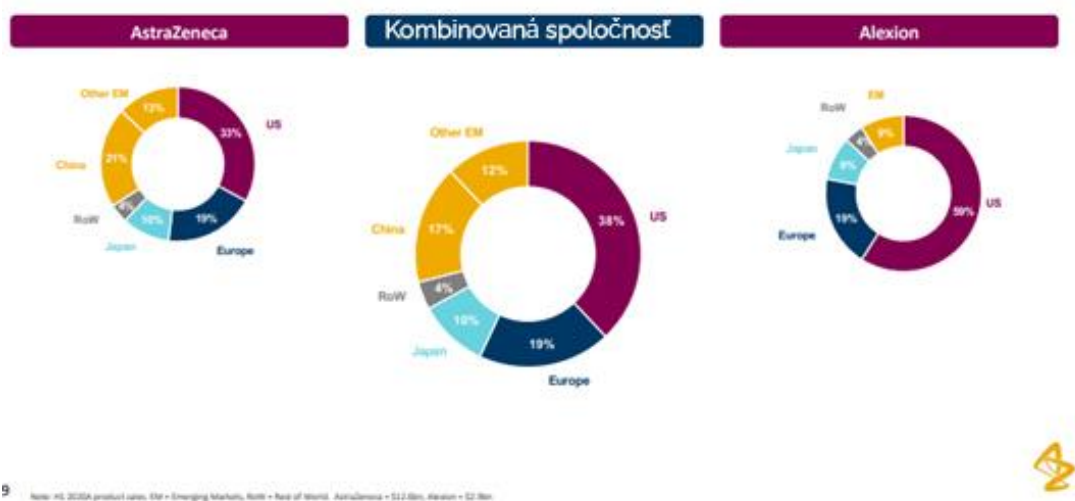
Obrázok 8: Kombinácia upevní prvenstvo v oblasti rastu príjmov AstraZeneca



Zdroj: ASTRAZENECA. Accelerating AstraZeneca’s strategic and financial development. [online]. 2021. Dostupné na: https://www.astrazeneca.com/content/dam/az/PDF/2020/20201212_Call_Alxn_Cmb_prsn.pdf

Podľa obrázku č.8 AstraZeneca predpokladá, že po akvizícii bude spoločnosť dosahovať dvojciferný medziročný nárast príjmov medzi rokmi 2021 až 2024, čo spoločnosti zabezpečí postavenie na čele odvetvia. Kombinovaná spoločnosť akvizíciou taktiež zvýši trhovú podiel hlavne na americkom ale aj na globálnom trhu.

Obrázok 9: Posilnenie prítomnosti na americkom a globálnom trhu



Zdroj: ASTRAZENECA. Accelerating AstraZeneca’s strategic and financial development. [online]. 2021. Dostupné na: https://www.astrazeneca.com/content/dam/az/PDF/2020/20201212_Call_Alxn_Cmb_prsn.pdf

Detaily akvizície

- Cena 175\$ za akciu spoločnosti Alexion
- Investor dostane 60\$ hotovosť + 2,1243 akcií AstraZeneca
- Celková cena akvizície 39,4 mld. \$ (13,5 mld. \$ hotovosť + 25,9 mld. \$ v akciách AstraZeneca)
 - Po predpokladanom uzavretí akvizície v Q3 2021, budú akcionári Alexion vlastniť približne 15% zlúčenej spoločnosti
 - Transakcia podlieha obvyklým schváleniam, vrátane schváleniam od oboch skupín akcionárov v Q2 2021
 - Do uzatvorenia budú obe spoločnosti naďalej fungovať ako samostatné entity

4.4 Ocenenie spoločnosti Alexion Pharmaceuticals

Je viacero spôsobov ako určiť hodnotu spoločnosti. V prvej časti využijeme porovnávaciu metódu, kde budeme porovnávať rôzne ukazovatele s konkurenčnými spoločnosťami a na základe toho vypočítame hodnotu spoločnosti, ktorá by sa podľa nás mohla približovať reálnej súčasnej hodnote. V druhej časti využijeme výnosovú metódu, ktorá zohľadňuje budúce výnosy spoločnosti.

4.4.1 Porovnávacια metóda

V tejto časti sa pozrieme na to, či je spoločnosť podhodnotená v porovnaní s jej reálnou hodnotou a jej cenou vzhľadom na trh. Na určenie tejto hodnoty použijeme metódu cenových násobkov. Na začiatok si určíme 8 spoločností v rovnakom priemysle v akom pôsobí naša spoločnosť – imunológia, biopharma. Vybrané spoločnosti na amerických burzách NASDAQ, NYSE, OTC:

- F. Hoffmann-La Roche Ltd (RHHVF)
- Novartis AG (NVS)
- Amgen Inc (AMGN)
- Biogen Inc (BIIB)
- Merck & Co Inc (MRK)
- Sanofi India Ltd. (SNY)
- Teva Pharmaceutical Industries Ltd (TEVA)
- Bristol-Myers Squibb Co (BMY)

Medzi najbežnejšie oceňovacie spôsoby používané pri cenových násobkoch sú pomery:

- trhovej ceny k zisku (P/E),
- trhovej ceny k účtovnej cene (P/B),
- trhovej ceny k tržbám (P/S),
- trhovú hodnotu spoločnosti k výsledku hospodárenia pred odpočítaním úrokov, daní a odpisov (EV/EBITDA)

Ak je oceňovací pomer spoločnosti vyšší ako priemer podobných spoločností v priemysle, spoločnosť je nadhodnotená. Ak je oceňovací pomer nižší ako priemer, spoločnosť je podhodnotená.

V nasledujúcom kroku aplikujeme nami zvolené multiplikátory na nami zvolené spoločnosti. Priemerné hodnoty následne porovnáme s hodnotami vypočítanými pre našu spoločnosť Alexion Pharmaceuticals Inc..

Tabuľka 5: Cenové násobky spoločností v biofarmaceutickom priemysle 2020

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
RHHVF	17,83	7,01	4,37	12,28
NVS	25,49	3,64	4,22	14,07
AMGN	18,24	14,08	5,24	12,58
BIIB	9,29	3,47	2,99	10,41
MRK	28,18	7,86	4,14	14,31
SNY	8,67	1,58	2,96	11,21
TEVA	-	1,06	0,64	7,66
BMY	-	3,68	3,27	11,63
ALXN	56,81	2,96	5,65	11,23
Priemer	23,50	5,04	3,72	11,71

Zdroj: Vlastné spracovanie

P/E Price to Earnings Ratio

Pomer ceny a zisku (P/E ratio) je pomer pre ocenenie spoločnosti, ktorý meria jej aktuálnu cenu akcií v pomere k jej zisku na akciu (earnings-per-share EPS). Vysoký pomer P/E môže znamenať, že akcie spoločnosti sú nadhodnotené, alebo že investori v budúcnosti očakávajú vysoké miery rastu. V opačnom prípade nízky pomer P/E môže znamenať, že akcie spoločnosti sú podhodnotené, alebo že investori nemajú vysoké očakávania

v budúcnosti. Spoločnosti, ktoré nemajú žiadne zárobky alebo sú stratové, nemajú pomer P/E.⁶⁰

$$\text{P/E Ratio} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{zisk na akciu (EPS)}}$$

Earnings-per-share EPS sa počítajú ako pomer čistý zisk / počet akcií v obehu, podľa vzorca

$$\text{EPS} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet akcií v obehu}}$$

Tabuľka 6: P/E Multiplikátor pre hodnoty ku dňu 28.12.2020

	Hodnota akcie (v USD)	Čistý zisk (v mld. USD)	Počet akcií v obehu (v mld.)	EPS v USD	P/E
RHHVF	338,05	16,17	0,853	18,96	17,83
NVS	91,03	8,07	2,260	3,57	25,49
AMGN	229,10	7,26	0,578	12,56	18,24
BIIB	243,45	4,00	0,152	26,32	9,29
MRK	78,62	7,07	2,530	2,79	28,18
SNY	48,65	14,04	2,500	5,61	8,67
TEVA	9,65	-3,99	1,100	-	-
BMJ	62,09	-9,02	2,240	-	-
ALXN	156,23	0,60	0,219	2,75	56,81
Priemer					23,50

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa tradingview.com

V tabuľke č.6 sa nachádzajú vstupné údaje potrebné na výpočet pomeru P/E. Pomer P/E spoločnosti Alexion Pharmaceuticals je vysoko nad priemerom a teda spoločnosť je nadhodnotená. Ak vynásobíme priemernú hodnotu P/E hodnotou EPS spoločnosti

⁶⁰ FERNANDO, Jason. P/E Ratio. [online].2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

a následne počtom akcií v obehu (219,1 mil.), dostaneme odhadovanú skutočnú hodnotu spoločnosti v roku 2020, približne 14,16 mld. USD.

P/B Price to Book ratio

Ukazovateľ P/B meria trhové ocenenie spoločnosti vo vzťahu k jej účtovnej hodnote. Porovnáva trhovú cenu spoločnosti s jej účtovnou hodnotou, pričom v podstate ukazuje hodnotu danú trhom za každý dolár čistého majetku spoločnosti. Spoločnosti s vysokým rastom často vykazujú pomer ceny k účtovnej hodnote výrazne nad hodnotu 1, zatiaľ čo spoločnosti, ktoré čelia vážnym problémom, príležitostne vykazujú pomery nižšie ako 1. Trhová hodnota vlastného imania je zvyčajne vyššia ako účtovná hodnota spoločnosti. Vypočítava sa vydelením ceny akcií spoločnosti na akciu jej účtovnou hodnotou na akciu (BVPS).

$$\text{P/B Ratio} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{účtovná hodnota na akciu (BVPS)}}$$

Book value per share (BVPS) sa počítajú ako pomer vlastného kapitálu a počtu akcií v obehu, podľa vzorca:

$$\text{BVPS} = \frac{\text{vlastný kapitál}}{\text{počet akcií v obehu}}$$

Tabuľka 7: P/B Multiplikátor pre hodnoty ku dňu 28.12.2020

	Hodnota akcie v USD	Vlastný kapitál (v mld. USD)	Počet akcií v obehu (v mld.)	BVPS v USD	P/B
RHHVF	338,05	41,11	0,853	48,19	7,01
NVS	91,03	56,60	2,260	25,04	3,64
AMGN	229,10	9,41	0,578	16,27	14,08
BIIB	243,45	10,7	0,152	70,21	3,47
MRK	78,62	25,32	2,530	10,00	7,86
SNY	48,65	77,08	2,500	30,83	1,58
TEVA	9,65	10,03	1,100	9,12	1,06
BMJ	62,09	37,82	2,240	16,88	3,68
ALXN	156,23	11,65	0,219	53,20	2,96

Priemer					5,04
----------------	--	--	--	--	------

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa tradingview.com

Vlastný kapitál spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. dosiahol v roku 2020 hodnotu 11,65 mld. Podľa P/B je spoločnosť podhodnotená. Ak vynásobíme priemerné P/B účtovnou hodnotou na akciu a potom počtom akcií v obehu, dostaneme odhadovanú skutočnú hodnotu spoločnosti 58,72 mld. USD.

P/S Price to Sales Ratio

Pomer ceny a predaja (P/S) je pomer ocenenia, ktorý porovnáva cenu akcií spoločnosti s jej výnosmi. Nízky pomer by mohol znamenať, že akcia je podhodnotená, zatiaľ čo pomer, ktorý je vyšší ako priemer, môže naznačovať, že akcia je nadhodnotená.

$$\text{P/S Ratio} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{tržby na akciu (SPS)}}$$

Sales-per-share (SPS) sa počítajú ako pomer tržieb a počtu akcií v obehu, podľa vzorca:

$$\text{SPS} = \frac{\text{tržby za rok}}{\text{počet akcií v obehu}}$$

Tabuľka 8: P/S Multiplikátor pre hodnoty ku dňu 28.12.2020

	Hodnota akcie v USD	Tržby za rok 2020 (v mld. USD)	Počet akcií v obehu (v mld.)	SPS v USD	P/S
RHHVF	338,05	65,98	0,853	77,35	4,37
NVS	91,03	48,66	2,260	21,53	4,22
AMGN	229,10	25,25	0,578	43,69	5,24
BIIB	243,45	12,36	0,152	81,32	2,99
MRK	78,62	48,01	2,530	18,98	4,14
SNY	48,65	41,09	2,500	16,44	2,96
TEVA	9,65	16,66	1,100	15,15	0,64
BMJ	62,09	42,52	2,240	18,98	3,27
ALXN	156,23	6,06	0,219	27,67	5,65

Priemer					3,72
----------------	--	--	--	--	------

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa tradingview.com

Tržby spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. v roku 2020 predstavovali 6,06 mld. USD. Spoločnosť dosiahla najväčší pomer P/S a teda je nadhodnotená oproti priemeru v priemysle. Hodnotu spoločnosti vypočítame vynásobením priemernej hodnoty P/S hodnotou tržieb na akciu a následným vynásobením počtom akcií v obehu. Trhová hodnota spoločnosti v tomto prípade vyšla 22,54 mld. USD.

EV/EBITDA

Multiplikátor EV/EBITDA dáva do pomeru celkovú hodnotu spoločnosti a zisk pred zdanením, úrokmi, odpismi a pred amortizáciou (EBITDA). Celkovú hodnotu EV môžeme vypočítať ako:

$$EV = \text{trhová kapitalizácia} + \text{celkový dlh} - \text{hotovosť a jej ekvivalenty}$$

Tabuľka 9: Multiplikátor EV/EBITDA

	EV (v mld. USD)	EBITDA (v mld. USD)	EV/EBITDA
RHHVF	288,99	23,53	12,28
NVS	210,67	14,97	14,07
AMGN	145,87	11,60	12,58
BIIB	47,17	4,53	10,41
MRK	206,97	14,46	14,31
SNY	152,1	13,57	11,21
TEVA	33,91	4,43	7,66
BMY	162,67	13,99	11,63
ALXN	39,76	3,54	11,23
Priemer			11,71

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa tradingview.com

Pre určenie hodnoty spoločnosti vynásobíme priemerný pomer EV/EBITDA hodnotou EBITDA pre Alexion Pharmaceuticals Inc.. Ďalej treba odpočítať hodnotu celkového dlhu, úroky a pripočítať hotovosť a jej ekvivalenty, aby sme dostali hodnotu akcie.

Tabuľka 10: Hodnoty pre Alexion Pharmaceuticals Inc. (v mld. USD)

Celkový dlh	2,562
Hotovosť a jej ekvivalenty	2,964
Úrokové náklady	0,104

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa financialmodelingprep.com

Podľa získaných údajov sme vypočítali hodnotu akcie 36,03\$. Pri momentálnom počte akcií v obehu (219 mil.), nám podľa tohto multiplikátory vyšla trhovú hodnotu spoločnosti 7,89 mld. USD.

Výsledná trhovú hodnotu spoločnosti

Na konečné vyhodnotenie spoločnosti použijeme výsledky získané v predchádzajúcej časti, pri čom každému z multiplikátorov priradíme inú váhu. Najväčšiu váhu priradíme multiplikátoru EV/EBITDA, nakoľko je jedným z najpoužívanejších ukazovateľom a veľmi dôležitým meradlom ziskovosti. Zvyšnú váhu rozdelíme rovnomerne medzi ostatné použité multiplikátory.

Tabuľka 11: Výsledná hodnota spoločnosti

Multiplikátor	Váha	Trhovú hodnota spoločnosti (v mld. USD)	Váha * trhovú hodnota spoločnosti
P/E	16,66%	14,16	2,36
P/B	16,66%	58,72	9,78
P/S	16,66%	22,54	3,76
EV/EBITDA	50,00%	7,89	3,95
Trhovú hodnota spoločnosti	100%		19,85

Zdroj: Vlastné spracovanie

Prvá časť nášho procesu oceňovania bola zameraná na určenie trhovej hodnoty spoločnosti na základe cenových multiplikátorov. Vypočítali sme, že trhovú hodnotu spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. predstavuje približne 19,85 mld. USD, čo je približne 90,64 USD za akciu.

4.4.2 Výnosová metóda

V rámci výnosovej metódy sme sa rozhodovali medzi dividendovým diskontným modelom a výpočtom diskontovaných cashflows (DCF). Diskontované cashflows je metóda oceňovania firiem, ktorá je jedna z najpoužívanějších metód pri odhadovaní hodnoty. Je založená na časovej hodnote peňazí. Táto metóda vychádza z predpokladu, že hodnota majetku je určená očakávaným dosiahnutým úžitkom. Zameriame sa na DCF nakoľko spoločnosť Alexion Pharmaceuticals Inc. nevypláca svojim investorom dividendy. Na výpočet DCF budeme potrebovať vypočítať voľný peňažný tok do vlastného imania (FCFE).

Voľný peňažný tok do vlastného imania (FCFE)

Pre výpočet FCFE (free cash-flow to equity) budeme potrebovať poznať celkové cash-flow (TCF) z prevádzkovej činnosti, kapitálové náklady (CAPEX) pričom platí:

$$FCFE = TCF - CAPEX$$

Tabuľka 12: Výpočet FCF v mil. USD

	2018	2019	2020
TCF	1563,80	2749,50	2999,40
CAPEX	213,00	170,70	106,70
FCFE	1350,80	2578,80	2892,7

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa valueinvesting.io/ALXN/financials

Projekcia FCFE

Tabuľka 13: FCFE / Čistý príjem

	2018	2019	2020
Čistý príjem	77,60	2404,30	603,40
FCFE	1350,80	2578,80	2892,7
FCFE/Čistý príjem	1740%	107%	479%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa valueinvesting.io/ALXN/financials

Ako môžeme vidieť v tabuľke, čistý príjem sa každoročne drasticky mení. Dôvodov môže byť viacero, napríklad výška čistého dlhu. Čistý dlh v roku 2018 dosiahol 1,48 mld. USD. Vplyv môže mať aj vývoj nových liekov. Nový produkt uvedený na trh môže mať vplyv na celkový cashflow. Pre naše budúce výpočty a predikcie si zvolíme konzervatívnejší prístup a budeme rátať s pomerom 107%.

V nasledujúcom kroku sa pozrieme na tempo rastu príjmov. Pre projekciu použijeme priemer tempa rastu z predchádzajúcich rokov. Po získaní odhadov príjmov, použijeme získané dáta na predikciu budúcich čistých príjmov.

Tabuľka 14: Projekcia celkových príjmov a čistých príjmov v mld. USD

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Celkové príjmy	3,55	3,77	4,60	5,52	6,40	7,42	8,62	9,99	11,59
Tempo rastu		6,2%	22%	20%	16%	16%	16%	16%	16%
Čistý príjem	0,44	0,078	2,404	0,603	1,216	1,410	1,638	1,898	2,202
Podiel ČP/CP	12%	2%	52%	11%	19%	19%	19%	19%	19%

Zdroj: Vlastné spracovanie

Po spriemerovaní podielov čistého príjmu na celkových príjmoch sme dostali priemer 19%, ktorý sme použili pre predikciu budúcich čistých príjmov. V nasledujúcej tabuľke vďaka budúcim čistým príjmom vypočítame budúce voľné cash flows. Počítať budeme s priemerným predpokladaným koeficientom 1,07, ktorý sme si zvolili v tabuľke č.13.

Tabuľka 15: Budúce FCFE v mld. USD

	2021	2022	2023	2024	2025
Čistý príjem	1,216	1,410	1,638	1,898	2,202
Koeficient	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Budúce FCFE	1,301	1,509	1,753	2,031	2,356

Zdroj: Vlastné spracovanie

WACC

Ďalší parameter na výpočet hodnoty spoločnosti metódou DCF, ktorý budeme potrebovať sú vážené priemerné náklady na celkový kapitál (WACC). Jedná sa o priemernú mieru výnosu, ktorú požadujú investori, banky, majitelia dlhopisov a pod. Do našich výpočtov zvolíme hodnotu 7,3%, ktorú zvolili analytici na stránkach valueinvesting.io

Dlhodobý rast (Perpetual growth)

Jedná sa o abstraktný pojem, ktorý idealizuje nekonečný rast vo všetkých aspektoch. V našom prípade je perpetuita cenný papier, ktorý platí nekonečne dlho. Je to neustály prúd rovnakých peňažných tokov bez konca. V praxi sa využíva hodnota medzi 1-3%, v našom prípade použijeme priemernú hodnotu 2,5%.

Konečná hodnota (Terminal Value)

Konečná hodnota (TV) je hodnota aktíva, podniku alebo projektu nad rámec prognózovaného obdobia, kedy je možné odhadnúť budúce peňažné toky. Konečná hodnota predpokladá, že podnik bude rásť stanoveným tempom rastu navždy po prognózovanom období. Na jej výpočet použijeme vzorec:

$$TV_0 = \frac{FCFE_0 \times (1+g)}{r-g}, \text{ kde platí že:}$$

$FCFE_0$ - posledný FCFE (pre nás rok 2025)

g – dlhodobý rast

r – požadovaná návratnosť WACC

Po dosadení hodnôt dostaneme:

$$TV_0 = \frac{2,356 \times (1+0,025)}{0,073-0,025} = 50,31 \text{ mld. USD}$$

Súčasná hodnota budúcich cash flows (PV FCF)

Súčasná hodnota (PV) je súčasná hodnota budúcej sumy peňazí alebo cash flows pri určitej miere návratnosti. Budúce peňažné toky sú diskontované diskontnou sadzbou a čím vyššia je diskontná sadzba, tým nižšia je súčasná hodnota budúcich peňažných tokov. PV môžeme vypočítať ako:

$$PV = \frac{FCFE}{(1+r)^t}, \text{ kde platí že:}$$

FCFE – free cash flow to equity

r – diskontná sadzba WACC

t – časové obdobie

Tabuľka 16: Ohodnotenie prostredníctvom DCF modelu v mld. USD

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TV
FCFE	1,351	2,579	2,893	1,301	1,509	1,753	2,031	2,356	50,31
(1+r)^t				1,073	1,151	1,235	1,326	1,422	1,422
PV FCFE				1,212	1,311	1,419	1,532	1,657	35,38

Zdroj: Vlastné spracovanie

Súčasná hodnota spoločnosti

Súčasnú hodnotu spoločnosti dostaneme sčítaním všetkých PV FCFE a dostaneme hodnotu 42,51 mld. USD. To pri počte akcií v obehu 0,219 mld. vychádza na 194,11 USD za akciu.

5 Diskusia

Biofarmaceutický priemysel a odvetvie biotechnológií je jedno z investične najzaujímavejších odvetví. Na jednej strane ide o priemysel, kde sa akcie firiem v prípade pozitívnych výsledkov môžu zo dňa na deň zdvojnásobiť. Na druhej strane však ide o priemysel, kde firmy investujú stovky miliónov do vývoja, ktorý sa nemusí vydať a v najhoršom prípade môže investor prísť o celú investíciu. Práve kvôli vysokým kapitálovým nákladom je častokrát hlavným cieľom spoločností v tomto priemysle byť odkúpený väčšou spoločnosťou a zároveň investorov láka vysoká návratnosť investícií. Z toho dôvodu sa fúzie a akvizície v tomto priemysle dejú často.

Stanovenie trhovej hodnoty spoločnosti predstavuje komplexný problém, na ktorý neexistuje stopercentná odpoveď. Existuje mnoho spôsobov výpočtov ako súčasnej, tak aj budúcej hodnoty firmy. V rámci tejto práce sme sa venovali dvom metódam a to porovnávacej metóde, kde sme skúmali postavenie spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc. z pohľadu priemyslu, v ktorom pôsobí, konkrétne odvetvie biotechnológií a imunológie a z hľadiska jej konkurencie v tomto priemysle. V závislosti od vybraných cenových multiplikátorov a ich rôznou váhou relevantnosti sme dospeli k záveru, že v súčasnosti je firma nadhodnotená a mala by mať hodnotu 19,85 mld. USD, čo je približne 90,64 USD za akciu. Jedná sa o subjektívne ohodnotenie spoločnosti, nakoľko každý môže používať iné multiplikátory a taktiež im môže priradiť inú váhu. Podľa týchto výpočtov spoločnosť AstraZeneca Plc., nadobúda spoločnosť za takmer dvojnásobok súčasnej ceny. Nesmieme však zabudnúť na synergické efekty, ktoré táto akvizícia vytvorila a na ich hodnotu, ktorú spoločnosti vygenerujú v budúcnosti. AstraZeneca Plc. touto akvizíciou nadobúda aj všetky budúce produkty a technológie v rámci imunológie, ktoré sú možno zatiaľ len v počiatočných fázach a tak isto aj zisky z týchto potencionálnych produktov. Preto sme v ďalšom kroku použili metódu, ktorá zohľadňuje aj budúcu hodnotu. Vybrali sme si výnosovú metódu konkrétne metódu diskontovaných peňažných tokov, nakoľko dividendový diskontný model sme nemohli použiť, pretože spoločnosť Alexion Pharmaceuticals Inc. nevypláca dividendy svojim akcionárom. Pri tomto výpočte sme sa zamerali na ďalších 5 rokov, čo je štandardná doba, na ktorú sa robia predikcie, pretože každým ďalším rokom by boli stále viac skreslené. V tomto prípade nám vyšla hodnota 42,51 mld. USD, čo pri počte akcií v obehu 0,219 mld. vychádza na 194,11 USD za akciu, čo sa už veľmi približuje realite. Opäť aj v prípade DCF modelu sa jedná o subjektívne ohodnotenie, dokonca ešte viac ako v prípade metódy cenových násobkov, nakoľko do

výpočtu DCF vstupuje viacej hodnôt, ktoré závisia od názorov a presvedčení jednotlivca. Napríklad hodnota WACC závisí od investorov, a od výšky návratnosti ich investícií, ktorú očakávajú. Takisto v prípade dlhodobého rastu, počítame s 2,5% nekonečným každoročným rastom, čo je takisto čisto subjektívny názor. Ak by sme mali pokračovať vo výskume, museli by sme výpočty opakovať pre rôzne vstupné údaje aby sme zistili ako sa hodnota spoločnosti mení, ak by sa zmenila hodnota WACC alebo perpetuita napríklad o 1%. Z dosiahnutých hodnôt môžeme usúdiť, že stanovená akvizičná cena 39,4 mld. USD je výhodná pre nadobúdateľa AstraZeneca Plc.. Rozdiel medzi reálnou a nami vypočítanou hodnotou je „iba“ 3,11 mld. USD. Za dôvod môžeme považovať, že spoločnosti majú 100% prístup k pravdivým informáciám a údajom, na oceňovaní sa podieľalo veľké množstvo analytikov a taktiež sa hodnota určovala väčším množstvom metód ako v našom prípade, kde už napríklad zaokrúhľovanie hodnôt mohlo spôsobiť odchýlenie od reálnej ceny. Rozdiel očakávanej a súčasnej hodnoty, ktorú sme vypočítali je 22,66 mld. USD. Túto hodnotu môžeme považovať za hodnotu synergického efektu a hodnotu, ktorú nadobúdateľ AstraZeneca Plc. očakáva, že v blízkej budúcnosti vygeneruje. Nadobúdateľ taktiež získa trhovú podiel v oblasti imunológie. Nadobúdaná spoločnosť Alexion Pharmaceuticals Inc, na druhej strane získa kapitál, ktorý je veľmi potrebný a vďaka ktorému môže ďalej pokračovať vo výskume a vývoji liekov a taktiež bude mať za sebou giganta, ktorý je jednou z popredných farmaceutických spoločností.

Záver

Cieľom záverečnej práce je zhodnotiť akvizíciu na základe vybraných ekonomických ukazovateľov spoločností, konkrétne akvizíciu spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc., spoločnosťou AstraZeneca Plc.

Teoretická časť bola zameraná na definovanie a objasnenie problematiky fúzií a akvizícií a taktiež pomohla zdefinovať biofarmaceutický priemysel. Za hlavný motív akvizície môžeme považovať potrebu nadobúdateľa AstraZeneca Plc. rozšíriť svoje pôsobenie na trh imunológie a získanie úspešných existujúcich a potenciálnych budúcich liekov, ktoré sú výsledkom vedy a výskumu nadobúdanej spoločnosti Alexion Pharmaceuticals Inc.. Na druhej strane motív nadobúdanej spoločnosti je získanie kapitálu na vedu a výskum, ktorý je v biofarmaceutickom priemysle, vo vedecko-výskumných spoločnostiach nevyhnutný viac, ako kdekoľvek inde. V súčasnosti predstavuje biofarmaceutický priemysel jedno z najzaujímavejších priemyslov a jeho spoločnosti sú čoraz častejšie cieľom nadobudnutia mnohých globálnych spoločností. Dôvodom je potenciálna vysoká návratnosť investícií avšak pri vysokej návratnosti existuje aj vysoké riziko. Pandémia COVID-19 priniesla ešte viac svetla na tento priemysel, keďže podľa mnohých vírusové ochorenia budú čoraz viac súčasťou bežného života a budeme ako ľudstvo musieť vedieť rýchlo reagovať. V praktickej časti, sme si charakterizovali cieľové spoločnosti výskumu, nadobúdateľa AstraZeneca Plc. a nadobúdanú spoločnosť Alexion Pharmaceuticals Inc., ktoré taktiež majú bohatú históriu integračných procesov s inými firmami v priemysle. Následne sme si prostredníctvom metódy cenových násobkov a porovnania podobných spoločností v priemysle určili súčasnú hodnotu nadobúdanej spoločnosti na základe dostupných ekonomických údajov o spoločnosti. Potom prostredníctvom výnosovej metódy diskontovaných peňažných tokov sme určili budúcu hodnotu spoločnosti a na základe rozdielu týchto dvoch hodnôt sme určili potenciálnu hodnotu synergického efektu akvizície cieľových spoločností nášho výskumu. Zo získaných údajov sme vyhodnotili, že podľa nášho názoru je stanovená nákupná cena správna a teda žiadna zo strán nie je znevýhodnená. O tom, či je táto akvizícia úspešná alebo či je nevýhodná pre niektorú zo strán je momentálne ťažko hovoriť keďže od akvizície neubehol ani jeden rok. Avšak z hľadiska momentálne dostupných údajov a získaných výpočtov predstavuje akvizícia týchto dvoch spoločností správny krok vpred.

Zoznam použitej literatúry

1. ALEXION [online]. 2022. Dostupné na: <https://alexion.com/our-company/history>
2. ASTRAZENECA. Accelerating AstraZeneca's strategic and financial development [online]. 2021. Dostupné na: https://www.astrazeneca.com/content/dam/az/PDF/2020/20201212_Call_Alxn_Cm_b_prsn.pdf
3. BELYH, Anastasia. A historical analysis of M&A Waves [online] 2019 Dostupné na: <https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>
4. BIOTECHNOLOGY INNOVATION ORGANIZATION. The Biotechnology Ecosystem: By The Numbers. [online]. 2018. Dostupné na: https://archive.bio.org/sites/default/files/docs/toolkit/BIO_Ecosystem_infographic_2018.pdf
5. BUROWS, Ken et al. Breaking barriers to digitalization in biopharma [online]. 2021. Dostupné na: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/life-sciences/biopharma-strategy-after-covid.html>
6. CRUNCHBASE. KuDOS Pharmaceuticals Ltd. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.crunchbase.com/organization/kudos-pharmaceuticals-ltd>
7. DEALROOM. The Ultimate Guide to Horizontal Mergers [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-horizontal-mergers>
8. DEALROOM. The Ultimate Guide to Congeneric Mergers [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-congeneric-mergers>
9. DEALROOM. The Ultimate Guide to SPACs [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-spacs>
10. DELOITTE. M&A and COVID-19: Charting New Horizons [online].2021. Dostupné na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/COVID-19/gx-COVID-19-Mergers-Acquisitions-Charting-New-Horizons.pdf>
11. FERNANDO, Jason. P/E Ratio [online].2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>
12. GANTI, Akhilesh – JAMES, Margatet. Hostile Takeover [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/h/hostiletakeover.asp>

13. GLOVER, Stephen I. Stock-for-Stock Mergers During the Coronavirus (COVID-19) Crisis – A potential Strategic Solution [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.gibsondunn.com/stock-for-stock-mergers-during-the-coronavirus-covid-19-crisis-a-potential-strategic-solution/>
14. GUERARD Jr., John B. – SCHWARTZ, Eli. Quantitative Corporate Finance. New York : Springer, 2007. s. 451. ISBN-13: 978-1-4020-7019-8
15. HARROCH, Richard D. – a kol. The Impact Of The Coronavirus Crisis On Mergers And Acquisitions [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2020/04/17/impact-of-coronavirus-crisis-on-mergers-and-acquisitions/?sh=1fd7629e200a>
16. HART, Abigall. The Ultimate Guide to Conglomerate Merger [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/faq/guide-to-conglomerate-merger>
17. HART, Abigall. The Ultimate Guide to Vertical Merger [online]. 2021. Dostupné na: <https://dealroom.net/blog/definition-of-vertical-mergers-and-examples-of-vertical-m-a-deals>
18. HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice – Proces nákupu a prodeje firem. 2. vydanie. Praha : Oeconomica, 2020. ISBN 978-80-245-2159-6.
19. CHEN, James – JAMES, Margaret. Principal-Agent Relationship. [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/p/principal-agent-relationship.asp>
20. IFPMA. The Pharmaceutical Industry and Global Health: Facts and Figures 2021 [online]. 2021. Dostupné na <https://www.ifpma.org/wp-content/uploads/2021/04/IFPMA-Facts-And-Figures-2021.pdf>
21. INVESTOPEDIA [online] 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/articles/stocks/06/ratios.asp>
22. INVESTORSGROW [online] 2019. Dostupné na: <https://investorsgrow.com/what-is-dcf-discounted-cash-flow-calculation-made-simple/>
23. JUNNI, Paulina – TEERIKANGAS, Satu. Mergers and Acquisitions [online]. 2019. s. 3. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/333389497_Mergers_and_acquisitions
24. KENTON, Will – JAMES, Margaret. Acquisition Definition [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp>
25. KENTON, Will. Friendly Takeover [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/f/friendly-takeover.asp>

26. KENTON, Will – JAMES, Margaret. Leveraged Buyout (LBO) [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>
27. KENTON, Will – BROCK, Thomas. Vertical Merger [online]. 2020. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/v/verticalmerger.asp>
28. KOOLI, Chokri – LOCK SON, Melanie. Impact of COVID-19 on mergers, acquisitions & corporate restructurings. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.econbiz.de/Record/impact-of-covid-19-on-mergers-acquisitions-corporate-restructurings-kooli-chokri/10012605840>
29. LINCHPIN. Trends Transforming The Pharmaceutical Industry Outlook In 2022 [online]. 2021. Dostupné na: <https://linchpinseo.com/trends-pharmaceutical-industry/>
30. MACMILAN, Iain – a kol. In the Coming Economy, M&A Strategies Emerging as a Big Deal [online]. 2021. Dostupné na: <https://www2.deloitte.com/za/en/pages/finance/articles/cfo-insights-preparing-for-the-next-virtual-financial-close.html>
31. MedImmune Biologics. [online]. Dostupné na: <https://www.crunchbase.com/organization/medimmune>
32. PHARMA INTELLIGENCE. A decade of Biopharma M&A and Outlook for 2020. [online] 2020. Dostupné na: <https://pharmaintelligence.informa.com/~-/media/informa-shop-window/pharma/2020/files/whitepapers/ma-whitepaper.pdf>
33. ProRate. Ohodnocovanie podnikov. 2018 [online]. Dostupné na: http://www.iam.fmph.uniba.sk/institute/melichercik/vyuka/PF2018/prednaska_ohodnocovanie_podnikov.pdf
34. ROBERTS A. a kol. Mergers and Acquisitions. Edinburgh : Pearson Education, 2003. ISBN: 978-0273675099.
35. SEGAL, Troy – CLARINE, Skylar. Pharmaceuticals: What's the Difference? [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/033115/what-difference-between-biotechnology-company-and-pharmaceutical-company.asp>
36. SIEBECKER, Michael R. – LOZANO, Iris. Cultural Due Diligence and M&A in the Wake of a Pandemic [online]. 2020. Dostupné na: <https://kb.osu.edu/handle/1811/92248>

37. SIMPSON, Stephen D. – MURRY, Cierra. A Biotech Sector Primer [online]. 2022. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/primer-on-biotech-sector.asp#citation-1>
38. TARVER, Evan. Horizontal Integration vs. Vertical Integration: What's the Difference? [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/051315/what-difference-between-horizontal-integration-and-vertical-integration.asp#toc-horizontal-integration-vs-vertical-integration-examples>
39. YOUNG, Julie – ANDERSON, Somer. Special Purpose Acquisition Company: SPAC. [online]. 2021. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp>
40. ZS Pharma. [online], Dostupné na: <https://www.crunchbase.com/organization/zs-pharma>