

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

DIPLOMOVÁ PRÁCE



MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

NÁZEV DIPLOMOVÉ PRÁCE/TITLE OF THESIS

Ocenění podniku s využitím metody scénářů

TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)

Říjen/2016

JMÉNO A PŘÍJMENÍ / STUDIJNÍ SKUPINA

Ing. Michal Maštalír / MBA34

JMÉNO VEDOUCÍHO DIPLOMOVÉ PRÁCE

Doc. Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA

PROHLÁŠENÍ STUDENTA

Odevzdáním této práce prohlašuji, že jsem zadanou diplomovou práci na uvedené téma vypracoval samostatně a že jsem ke zpracování této diplomové práce použil pouze literární prameny v práci uvedené.

Jsem si vědom skutečnosti, že tato práce bude v souladu s § 47b zák. o vysokých školách zveřejněna, a souhlasím s tím, aby k takovému zveřejnění bez ohledu na výsledek obhajoby práce došlo.

Prohlašuji, že informace, které jsem v práci užil, pocházejí z legálních zdrojů, tj. že zejména nejde o předmět státního, služebního či obchodního tajemství či o jiné důvěrné informace, k jejichž použití v práci, popř. k jejichž následné publikaci v souvislosti s předpokládanou veřejnou prezentací práce, nemám potřebné oprávnění.

Datum a místo:

25. srpna 2016, Praha

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu diplomové práce za metodické vedení a odborné konzultace, které mi poskytli při zpracování mé diplomové práce.

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SOUHRN

1. Cíl práce:

Hlavním cílem práce bylo určení hodnoty společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. (BMS) k 31. prosinci 2014. Důvodem ocenění je poskytnout informaci o hodnotě společnosti z pohledu jejího managementu a zprostředkovat informaci pro možné majetkové změny, které by hypoteticky mohly nastat. Dílčí cíle představovalo stanovení nákladů na kapitál oceňovaného podniku a vytvoření prognózy pro oceňovaný podnik pomocí scénářového přístupu.

2. Výzkumné metody:

V jednotlivých částech využívá práce metodu pozorování a metodu srovnání zabývající se shodnými a rozdílnými charakteristikami dvou i více jevů. V praktické části jsou zastoupeny metody analýzy, syntézy a indukce. Příkladem využití těchto metod jsou scénáře a varianty finančního plánu vycházející jednak z detailních poznatků o dílčích složkách majetku podniku, ale také ze vzájemných souvislostí plánované majetkové a výnosové struktury. Metody syntézy a indukce jsou aplikovány při stanovení zobecňujících závěrů plynoucích z finančních a nefinančních informací o oceňovaném podniku. V části hodnocení rizik a stanovení pravděpodobnosti scénářů je využita expertní metoda, která je založena na využití kvalifikovaného názoru odborníka. Vlastní tvorba scénářů taktéž zahrnuje aplikaci modelování jako nepřímé poznávací metody, kdy dochází k vytvoření zjednodušeného zobrazení skutečnosti pro definování jedné z možných alternativ budoucího chování.

3. Výsledky výzkumu/práce:

Na základě celkových výsledků strategické a finanční analýzy je možné konstatovat, že pro společnost BMS existuje předpoklad pokračování hospodářské činnosti podniku v dohledné budoucnosti (going concern).

V rámci ocenění metodou DCF byly identifikovány dvě nejvýznamnější rizikové oblasti – vývoj ekonomického prostředí v České republice a budoucí relativní inovační síla společnosti BMS. Pro tyto oblasti byly zpracovány scénáře možného vývoje, kterým byla na základě expertního odhadu přidělena různá pravděpodobnost jejich realizace. Náklady na kapitál byly kalkulovány pomocí stavebnicové metody.

Pro vlastní ocenění byla použita metoda DCF equity, neboť společnost BMS nevyužívá cizí kapitál. Výsledkem je zjištěná hodnota společnosti BMS k 31. prosinci 2014 ve výši 350 139 tis. Kč. Výstupem metody kapitalizovaných čistých výnosů je hodnota společnosti ve výši 208 121 tis. Kč (při vyloučení ztrátového roku 2009 činí hodnota 306 392 tis. Kč). Použitím doplňkové metody ocenění založené na srovnatelných podnicích bylo za využití násobitelů vyplývajících z tržních hodnot dalších relevantních společností zjištěno ocenění v intervalu 363 359 tis. Kč až 596 753 tis. Kč. Ačkoliv použité násobitele vycházejí z pozice globálních mateřských společností, je dolní mez zjištěného intervalu blízká výnosovému ocenění metody DCF equity. Vzhledem k hlavnímu účelu ocenění z pohledu managementu je nejlépe vypovídající hodnota zjištěná metodou DCF equity, neboť vhodnějším způsobem vystihuje očekávaný přínos pro uživatele ocenění.

4. Závěry a doporučení:

Aplikace metody scénářů nastínila relativně vysoký rozptyl mezi možnými hodnotami ocenění v různých uvažovaných podmínkách a umožnila komplexnější pohled na dlouhodobé dopady odlišných variant budoucího vývoje. Jednotlivé scénáře však představují pouze omezené varianty a pracují jen s vybranými faktory.

Vzhledem ke specifickým farmaceutického odvětví v České republice je oceňovaná společnost předmětem cenové regulace, která limituje výši obchodní marže. Tato skutečnost je spojena s potřebou hledat další zdroje financování především poskytováním vnitroskupinových služeb a současně využíváním různých modelů přefakturace nákladů za podmínky dosahování přiměřené ziskovosti.

KLÍČOVÁ SLOVA

Oceňování podniku, finanční analýza

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SUMMARY

1. Main objective:

The main goal of this thesis was to determine the value of Bristol-Myers Squibb spol. s. r.o. (BMS) at December 31st, 2014. The reason for the business valuation is to provide information about the enterprise value from the management perspective and to provide indicative information for possible changes of ownership. Partial goals were to determine costs of capital and to formulate future prognosis using a scenario approach.

2. Research methods:

Observation and comparison methods are used in both parts of the thesis. Analysis, synthesis and induction methods are introduced in the practical part. Examples are present in the scenario analysis and different financial plans, which are based on the detailed outcomes of the partial asset structure and also on the mutual relations of planned asset and revenue structures. Synthesis and induction methods are applied to general outcomes of financial and non-financial information of the enterprise. An expert method is used in a risk assessment and also in a scenario analysis. The scenario analysis also contains an application of a modelling as an indirect scientific method, where a simplified picture is constructed to capture possible future alternatives.

3. Result of research:

Based on the overall outcomes of strategic and financial analyses it is possible to confirm a going concern concept for the BMS in the near future.

There were identified two major risks in the DCF valuation process – the general economic environment development in the Czech Republic and the future BMS innovation position. Four possible scenarios were developed for these risks and a different probability was assigned to them according to expert opinions. Costs of capital were calculated using the modular method.

The enterprise valuation was realized by DCF equity method as there is no external capital used by BMS. The outcome is represented by the enterprise value of CZK 350 139 ths at December 31st, 2014. The outcome of a capitalized net revenue method is the value of CZK 208 121 ths (CZK 306 392 ths, when excluding loss generated in 2009).

The additional valuation method was based on comparable businesses and market value multipliers of relevant companies. This method provided a valuation between CZK 363 359 ths and 596 753 ths. Even if this approach is based on the market position of corporate companies, the lower valuation limit is very close to the DCF equity value.

The most appropriate valuation outcome from the management perspective is provided by the DCF equity method, because it is focused to the expected business results.

4. Conclusions and recommendation:

Scenario methods provided relatively wide range of possible enterprise values under different considered environments. This approach also allowed a more complex view to the long-term impacts of the various future developments. But only limited possible variants could be represented by the scenarios as they could work only with selected factors.

Due to specifics of pharma industry in the Czech Republic, the BMS is a subject to price regulation, where local mark-up is limited. This condition is connected with a need for additional revenues represented by intercompany services and expense recharges under the condition of adequate profitability.

KEYWORDS

Business Valuation, Asset Pricing

JEL CLASSIFICATION

G12 – Asset Pricing, G32 – Value of Firms

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Jméno a příjmení:	Michal Maštaliř
Studijní program:	Master of Business Administration (MBA)
Studijní obor:	Master of Business Administration
Studijní skupina:	MBA 34
Název DP:	Ocenění podniku s využitím metody scénářů
Zásady pro vypracování (stručná osnova práce):	<ol style="list-style-type: none">1. Úvod2. Teoreticko-metodologická část – terminologie, metody oceňování podniku, metody scénářů při oceňování podniku3. Praktická část – tvorba scénářů vývoje, ocenění vybrané společnosti scénářovým přístupem, vyhodnocení4. Závěr
Seznam literatury: (alespoň 4 zdroje)	<ul style="list-style-type: none">• DAMODARAN, A. <i>Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset</i>. Third edition. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012. 974 p. ISBN 978-1-118-13073-5.• FOTR, J., HNILICA, J. <i>Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování</i>. 2. aktual. a rozš. vyd. Praha : Grada, 2014. 299 s. ISBN 978-80-247-5104-7.• KRABEC, T. <i>Oceňování podniku a standardy hodnoty</i>. Praha : Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-80-247-2865-0.• MAŘÍK, M. <i>Metody oceňování podniku pro pokročilé</i>. 1. vyd. Praha : Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.• WEHN, C. S., HOPPE, C., GREGORIOU, G. N. <i>Rethinking valuation and pricing models: lessons learned from the crisis and future challenges</i>. Oxford, UK : Elsevier/Academic Press, 2013. 622 p. ISBN 0124158757.
Harmonogram	<ul style="list-style-type: none">• Zpracování cílů a metodiky do 30. 4. 2016• Zpracování teoretické části do 31. 5. 2016• Zpracování výsledků do 31. 7. 2016• Finální verze do 1. 9. 2016
Vedoucí práce:	Doc. Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA

Prof. Ing. Milan Žák, CSc.
rektor

V Praze dne 16. 3. 2016

Prof. Ing.
Milan
Žák CSc.

Digitalně podepsal Prof. Ing. Milan Žák CSc.
DN: c=CZ, ou=Prof. Ing. Milan Žák CSc., o=Vysoká škola ekonomie a managementu, ou.p., title=Rektor, serialNumber=ICA-10390160,
serialNumber=DCCZ-113308766
Datum: 2016.03.16 09:22:42 +01'00'

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Obsah

1	Úvod.....	1
1.1	Cíle práce	1
1.2	Struktura práce a metody zkoumání.....	2
2	Teoretické přístupy k ocenění podniku.....	3
2.1	Hodnota podniku.....	3
2.2	Kategorie hodnoty.....	4
2.3	Koncepty ocenění podniku	6
2.4	Základní přístup k ocenění podniku.....	6
2.5	Strategická analýza	7
2.6	Finanční analýza	8
2.7	Postupy při ocenění podniku.....	8
2.7.1	Rozdělení aktiv	9
2.7.2	Generátory hodnoty	10
2.7.3	Kategorie rizika ve vztahu k oceňování.....	10
2.7.4	Metody scénářů ke stanovení rizik	11
2.7.5	Tvorba scénářů.....	12
2.7.6	Přednosti a omezení scénářových metod	13
2.7.7	Simulační přístupy	14
2.7.8	Diskontní sazba a její stanovení.....	14
2.7.9	Metoda diskontovaných peněžních toků.....	16
2.7.10	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	17
2.7.11	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	18
2.7.12	Metody založené na analýze trhu.....	20
3	Praktická část	21
3.1	Základní informace o společnosti	21
3.2	Strategická analýza	22
3.2.1	Analýza PEST	22
3.2.2	Specifika mikroekonomického prostředí léčivých přípravků	26
3.2.3	Vymezení trhu a nejvýznamnějších konkurentů.....	27
3.2.4	Analýza atraktivity trhu	32
3.2.5	Analýza tržního podílu, vnitřního potenciálu a faktorů konkurenční síly	34

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

3.3 Finanční analýza	38
3.3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	38
3.3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisků a ztrát	39
3.3.3 Ukazatele likvidity	40
3.3.4 Ukazatele rentability	42
3.3.5 Ukazatele aktivity	45
3.3.6 Pracovní kapitál	48
3.3.7 Ukazatele produktivity a vybavenosti práce	48
3.3.8 Syntetický pohled na finanční zdraví podniku.....	49
3.4 Ocenění společnosti Bristol-Myers Squib spol. s r.o.	51
3.4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	51
3.4.2 Generátory hodnoty	53
3.4.3 Prognóza vývoje trhu	54
3.4.4 Klíčové faktory rizika a jejich významnost	56
3.4.5 Charakteristiky scénářů a finanční plány	57
3.4.6 Náklady na vlastní kapitál.....	61
3.4.7 Ocenění metodou DCF equity	64
3.4.8 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů	66
3.4.9 Ocenění metodami založenými na analýze trhu	67
3.4.10 Účetní hodnota vlastního kapitálu	69
3.4.11 Shrnutí ocenění	69
4 Závěr	70
Literatura	
Přílohy	

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Seznam zkratek

AIFP	Asociace inovativního farmaceutického průmyslu
APV	Adjusted Present Value (Upravená současná hodnota)
BMS	Bristol-Myers Squibb spol. s r.o.
BMS Company	Bristol-Myers Squibb Company
CAPM	Capital Asses Pricing Model (Model oceňování kapitálových aktiv)
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Discounted Cash Flow (Metoda diskontovaných peněžních toků)
EAT	Earning After Tax (Zisk po zdanění)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Zisk před úroky a zdaněním)
EVS	European Valuation Standards (Evropské oceňovací standardy)
FCFF	Free Cash Flow to the Firm (Volný peněžní tok pro firmu)
FCFE	Free Cash Flow to the Equity (Volný peněžní tok pro vlastníky)
HDP	Hrubý domácí produkt
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer (Standardy německého ústavu auditorů IDW)
IFPMA	International Federation of Pharmaceutical Manufacturers & Associations (Mezinárodní federace farmaceutických výrobců a asociací)
IVS	International Valuation Standards (Mezinárodní oceňovací standardy)
KČV	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
NOA	Net Operating Assets (Čistá operační aktiva)
NOPAT	Net Operating Profit After Tax (Čistý operační zisk po zdanění)
NOZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění
NYSE	New York Stock Exchange (Burza cenných papírů v New Yorku)
PhRMA	Pharmaceutical Research and Manufacturers of America
SÚKL	Státní ústav pro kontrolu léčiv
UVH	Upravený výsledek hospodaření
ÚZIS	Ústav zdravotnických informací a statistiky ČR
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Průměrné vážené náklady kapitálu)
WHO	World Health Organization (Světová zdravotnická organizace)
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech, v platném znění

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Seznam tabulek

Tabulka 1 Seznam léčivých přípravků Bristol-Myers Squibb spol. s r.o.....	22
Tabulka 2 Výdaje zdravotních pojišťoven a HDP v letech 2001–2013.....	23
Tabulka 3 Výdaje na zdravotní péči per capita	24
Tabulka 4 Základní informace o společnosti AstraZeneca Czech Republic s.r.o.....	28
Tabulka 5 Základní informace o společnosti Bayer s.r.o.	28
Tabulka 6 Základní informace o společnosti Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.....	30
Tabulka 7 Základní informace o společnosti Krka ČR, s.r.o.	30
Tabulka 8 Základní informace o společnosti Novartis s.r.o.....	31
Tabulka 9 Základní informace o společnosti Pfizer, spol. s r.o.	31
Tabulka 10 Vývoj trhu léčivých přípravků (2006–2015).....	32
Tabulka 11 Hodnocení atraktivity trhu léčivých přípravků	34
Tabulka 12 Vývoj tržního podílu společnosti BMS (2009–2014)	35
Tabulka 13 Přehled hrazených léčivých přípravků a průměrná výše úhrady.....	35
Tabulka 14 Počet registrovaných patentů a užitných vzorů.....	36
Tabulka 15 Hodnocení globálních značek	37
Tabulka 16 Celkové hodnocení vnitřního potenciálu	38
Tabulka 17 Běžná likvidita (2012–2014).....	40
Tabulka 18 Pohotová likvidita (2012–2014).....	41
Tabulka 19 Okamžitá likvidita (2012–2014)	42
Tabulka 20 Rentabilita celkového kapitálu	43
Tabulka 21 Čisté ziskové rozpětí a obrat aktiv – celkový kapitál.....	43
Tabulka 22 Rentabilita vlastního kapitálu.....	44
Tabulka 23 Čisté ziskové rozpětí a obrat aktiv – vlastní kapitál.....	44
Tabulka 24 Doba obratu zásob.....	45
Tabulka 25 Doba obratu pohledávek	46
Tabulka 26 Doba obratu závazků.....	47
Tabulka 27 Obchodní deficit.....	47
Tabulka 28 Pracovní kapitál.....	48
Tabulka 29 Produktivita práce z tržeb.....	48
Tabulka 30 Shrnutí finanční analýzy	49
Tabulka 31 Bodové hodnocení výsledků Kralickova rychlého testu	50
Tabulka 32 Aplikace bodového hodnocení výsledků Kralickova rychlého testu	51
Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál	52
Tabulka 34 Vývoj tržeb.....	53
Tabulka 35 Zisková marže	54
Tabulka 36 Čistý pracovní kapitál	54
Tabulka 37 Koeficienty determinace časových řad	55
Tabulka 38 Koeficienty determinace funkcí	55
Tabulka 39 Predikce vývoje HDP	56
Tabulka 40 Matice scénářů.....	57
Tabulka 41 Srovnání EBITDA s konkurencí	58
Tabulka 42 Základní údaje finančního plánu – scénář růst-vysoké inovace.....	59
Tabulka 43 Základní údaje finančního plánu – scénář růst-nízké inovace	59
Tabulka 44 Základní údaje finančního plánu – scénář stagnace-vysoké inovace.....	60
Tabulka 45 Základní údaje finančního plánu – scénář stagnace-nízké inovace	60
Tabulka 46 Riziková přírážka pro jednotlivé stupně rizika	61
Tabulka 47 Riziko oboru.....	62

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Tabulka 48 Riziko trhu.....	62
Tabulka 49 Konkurenční riziko.....	63
Tabulka 50 Riziko managementu.....	63
Tabulka 51 Ostatní rizikové faktory.....	63
Tabulka 52 Riziko financování	64
Tabulka 53 Náklady na vlastní kapitál	64
Tabulka 54 Volné peněžní toky	65
Tabulka 55 Pokračující hodnota.....	66
Tabulka 56 Výsledné ocenění metodou DCF equity	66
Tabulka 57 Upravený výsledek hospodaření	66
Tabulka 58 Trvale odnímatelný čistý výnos	67
Tabulka 59 Násobitel P/E.....	68
Tabulka 60 Násobitel Market Value/Book Value	68
Tabulka 61 Násobitel EV/EBIT	68
Tabulka 62 Ocenění metodou srovnatelných podniků	69

1 Úvod

Hledání optimální ceny je jedním z klíčových úkolů ekonomie. V případě podniku není většinou možné vycházet z podmínek prostředí dokonalé konkurence, předpokladů homogenního produktu a velkého množství nabízejících a poptávajících stran. Podnik je vždy tvořen unikátními vlastnostmi, zasazen do působení vnějších tržních vlivů a taktéž různí potenciální kupující přistupují k hodnotě na základě rozdílných východisek. Z těchto důvodů je zásadní aplikace vhodných metod pro zjištění hodnoty podniku, který se může stát předmětem vlastnických změn, nebo se sám zajímá o vlastní hodnotu a její další vývoj. Taktéž užitek plynoucí z podniku není představován jen jeho aktuálním stavem, ale vyplývá z pravděpodobné výkonnosti v budoucnosti, která je ovlivňována řadou vnějších i vnitřních faktorů. Mnohdy také vlastníci a manažeři nemají představu o hodnotě svého podniku a jejich očekávání při změnách vlastnické struktury mohou být nereálná.

Téma ohodnocení podniku nabývá na významu především v globalizovaném světě, který je charakteristický jednak konsolidacemi v různých tržních odvětvích, ale také akvizicemi nově vzniklých podniků. V neposlední řadě je právě sektor farmaceutických společností prostředím významných majetkových změn.

Téma hledání hodnoty podniků je aktuální také z důvodu, který uvádí Damodaran (2016, s. 1) – stále se zapomíná a opětovně nalézá fakt, že investoři neplatí více, než je skutečná hodnota a její vnímání musí být podloženo realitou a především očekávanými peněžními toky.

1.1 Cíle práce

Cílem práce je určení hodnoty společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. k 31. prosinci 2014. Dílčími cíli jsou stanovení nákladů na kapitál oceňovaného podniku a vytvoření prognózy pro oceňovaný podnik. Při ocenění jsou využity metody scénářů, které představují různé alternativy hodnoty podniku v kontextu vývoje celého odvětví. Zpracované scénáře jsou také základem pro různé varianty finančního plánu a oceňovacích metod.

Stanovení hodnoty podniku je provedeno z pohledu jeho managementu se záměrem poskytnout informace umožňující komplexnější pohled na aktuální hodnotu a její další předpokládaný vývoj. Ačkoliv je v případě veřejně obchodovatelné mateřské společnosti Bristol-Myers Squibb Company možné zjistit její tržní kapitalizaci¹, není z tohoto souhrnného údaje snadné vyvodit vývoj hodnoty jednotlivých poboček, jejich perspektivy a schopnost generovat hodnotu v budoucnosti. Mezi omezení hodnoty založené na tržní kapitalizaci patří například skutečnost, že je obchodováno pouze malé množství akcií, může existovat negativní či pozitivní trend celého trhu, který nereflktuje skutečný výkon a hodnotu konkrétní společnosti a v neposlední řadě se nemusí jednat o likvidní trh či konkrétní akci, a proto nemusí být její hodnota dostatečně vypovídající (Damodaran, 2012, s. 76). Provedení samostatného ocenění české pobočky Bristol-Myers Squibb spol. s r.o., tak může poskytnout nejen informaci o přínosu k celkové hodnotě mateřské společnosti, ale také zprostředkovat alternativní pohled pro vnitropodnikové plánování, strategické řízení a případné majetkové změny.

¹ Tržní kapitalizaci definuje například Hitchner (2011, s. 22) jako aktuální cenu veřejně obchodované akcie vynásobenou počtem akcií.

1.2 Struktura práce a metody zkoumání

V práci jsou využity zejména veřejně dostupné primární zdroje ve formě účetních výkazů uložených ve sbírce listin obchodního rejstříku, dále seznamy léčivých přípravků vedených Státním ústavem pro kontrolu léčiv, databáze Českého statistického úřadu, Ústavu zdravotnických informací a statistiky ČR a statistické údaje publikované Asociací inovativního farmaceutického průmyslu.

Teoretická část vymezuje jednotlivé části procesu ocenění – definice hodnoty podniku a její rozdílné kategorie, přibližuje odlišné přístupy k oceňování a charakterizuje doporučené postupy oceňovacích metod. Dále se teoretická část věnuje strategické a finanční analýze, základnímu ocenění prostřednictvím generátorů hodnoty, kategoriím rizika v oceňování a využitím scénářových metod.

Praktická část práce zpracovává vlastní ocenění v návaznosti na teoretickou část, doplňuje významné makroekonomické prognózy a na základě strategické analýzy přináší východiska pro scénáře ocenění a výslednou hodnotu.

V jednotlivých částech využívá tato práce metodu pozorování založenou na plánovitém vnímání skutečností a směřující ke zjištění významných souvislostí a vztahů. Příkladem využití pozorování je oblast strategické analýzy s účinky vnitřních a vnějších faktorů působících na podnik. Metoda srovnání zabývající se shodnými a rozdílnými charakteristikami dvou i více jevů je v teoretické části aplikována při hodnocení přístupů různých autorů k jednotlivým problematikám procesu ocenění a dále je použita v praktické části při zpracování účetních dat a zhodnocení výstupů finanční analýzy.

V praktické části jsou také zastoupeny metody analýzy (rozložení zkoumaného jevu na jednotlivé části a jejich další zkoumání s cílem poznat jev jako celek), syntézy (sjednocení dílčích částí zkoumaného jevu v celek při sledování významných vzájemných souvislostí) a indukce (vytvoření obecného závěru založeného na poznatcích o jednotlivých částech). Příkladem využití těchto metod jsou jednotlivé scénáře a varianty finančního plánu vycházející jednak z detailních poznatků o dílčích složkách majetku podniku, ale také ze vzájemných souvislostí vyplývajících z plánované majetkové a výnosové struktury. Metody syntézy a indukce jsou mimo jiné aplikovány při stanovení zobecňujících závěrů plynoucích z finančních a nefinančních informací o oceňovaném podniku, výstupů jednotlivých oceňovacích metod a jejich vzájemných souvislostí. V části hodnocení rizik a stanovení pravděpodobnosti scénářů je využita expertní metoda, která je založena na využití kvalifikovaného názoru odborníka (experta) nebo skupiny expertů pro odhad dalšího vývoje. Vlastní tvorba scénářů taktéž zahrnuje aplikaci modelování jako nepřímé poznávací metody, kdy dochází k vytvoření zjednodušeného zobrazení skutečnosti pro definování jedné z možných alternativ budoucího chování. Model i scénář vždy zachycují jen určité aspekty, které mají významný vliv na zkoumaný jev.

Závěr práce shrnuje výsledky jednotlivých postupů ocenění a sjednocuje dílčí závěry o dalším možném vývoji oceňovaného podniku. Taktéž poskytuje zhodnocení jeho pozice včetně případných doporučení vyplývajících z provedeného ocenění.

2 Teoretické přístupy k ocenění podniku

Rámcový pohled na vymezení podniku v kontextu stanovení jeho hodnoty nabízí například Anderson (2012, s. 48), který popisuje podnik jako:

- samostatnou právní formu odlišenou od zaměstnanců manažerů a vlastníků;
- mající motivaci vydělávat pro své investory zisk;
- set replikovatelných procesů (např. výroba, distribuce, prodej).

Podle Maříka (2011, s. 15) může být podnik vnímán jako jedinečné a méně likvidní aktivum nacházející se na velmi málo účinných trzích. Autor dále poukazuje, že největší praktický význam spatřuje v definici podniku uvedenou v § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, která charakterizovala podnik jako soubor hmotných, osobních i nehmotných složek podnikání a současně stanovující, že podnik je věc hromadná.

Vzhledem ke skutečnosti, že obchodní zákoník byl nahrazen s účinností od 1. ledna 2014 mimo jiné zákonem č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (nový občanský zákoník – NOZ), je možné nalézt obdobné vymezení především v § 501, který popisuje hromadnou věc jako soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení. Dále NOZ přináší definici obchodního závodu v § 502 jako organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti.

K pojetí podniku jako hromadné věci pro účely ocenění se přiklání také Krabec (2009, s. 17), který svůj pohled odvozuje z Coaseovy teorie firmy², a současně dodává, že podnik charakterizuje také přítomnost primárního goodwillu (vlastnost, která zvyšuje hodnotu celku nad realizační či likvidační hodnotu jednotlivých aktiv).

2.1 Hodnota podniku

Skutečnosti, že hodnota podniku může být vnímána z různých pohledů, si všímá Mařík (2011, s. 16), který rozlišuje dvě základní kategorie – hodnota brutto (hodnota podniku jako celku, pro vlastníky i věřitele) a hodnota netto (ocenění na úrovni vlastníků, vycházející především z ocenění vlastního kapitálu). Autor podotýká, že objektivní hodnota podniku neexistuje, a uvádí, že hodnota podniku je závislá na budoucím užítku plynoucím z držení podniku. Současně doporučuje omezit pohled na užitek jeho vyjádřením v penězích, a proto dovozuje, že hodnota podniku je závislá na očekávaných budoucích příjmech, resp. jejich diskontované hodnotě.

S výše uvedeným pohledem na hodnotu podniku odvozenou od diskontovaných budoucích příjmů souhlasí také Damodaran (2011, s. 1) a Mercer, Harms (2008, s. 2). Mařík (2011, s. 21) upozorňuje, že hodnota nepředstavuje skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny – tedy částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou. Dále Mařík (2011, s. 21) zdůrazňuje, že prodejní cena představuje historickou skutečnost a nemusí mít z důvodu různých motivací či zájmů kupujícího a/nebo prodávajícího přímý vztah k hodnotě, kterou by mohli přisoudit ostatní.

² Krabec (2009, s. 17) interpretuje Coaseovu teorii firmy jako vysvětlení existence firmy z důvodu úspor transakčních nákladů plynoucích z jednotné organizace a řízení oproti jiným formám organizace výrobního a podnikatelského procesu na mikroekonomické úrovni.

Z praktického pohledu na problematiku stanovení hodnoty shrnuje Mařík (2011, s. 18), že v současné době neexistuje v České republice při oceňování podniku žádný obecně závazný předpis, a dodává výčet předpisů a standardů, které se v rámci oceňování alespoň dílčím způsobem uplatňují:

- Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, a navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR (závazné pouze při ocenění v rámci specifických zákonů – např. zákona č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení; zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů; zákona č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty).
- Metodický pokyn České národní banky týkající se znaleckých posudků předkládaných České národní bance především při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů a vytěsnění (ČNB, 2010).
- Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards – IVS), které vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Council, 2016), a Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards – EVS), které publikuje Evropská skupina odhadcovských asociací (The European Group of Valuers' Associations, 2012). Mařík (2011, s. 19) dodává, že oba typy standardů obsahují definice hodnoty a rámcové zásady pro oceňování, avšak nemají podobu závazného předpisu.
- Národní standardy některých zemí – např. americké oceňovací standardy US PAP (The Appraisal Foundation, 2016) a německý standard IDW S1 (Institut der Wirtschaftsprüfer, 2016), který je dle Maříka (2011, s. 19) jako jediný z uvedených určen zvláště pro potřeby oceňování podniků.

Krabec (2009, s. 18) podotýká, že existují dvě různé ekonomické disciplíny – finanční oceňování aktiv vycházející z neoklasické teorie dokonalého kapitálového trhu a racionálního investora a teorie ohodnocování podniku založené na teorii investování v reálných podmínkách a subjektivním rozhodování. Krabec (2009, s. 19) poukazuje, že teorie ohodnocování podniku ve spojení s praxí zachycenou v oceňovacích standardech IVS a IDW nemusí pracovat s teoretickými kategoriemi jako vnitřní hodnota a teoretická rovnovážná cena.

2.2 Kategorie hodnoty

Mařík (2011, s. 21) se snaží nalézt odpovědi na praktické otázky týkající se tržního ocenění, hodnoty pro konkrétního kupujícího a nalezení nejméně sporné hodnoty, kdy jako východisko charakterizuje následující přístupy k oceňování podniku:

- *„tržní hodnota;*
- *subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota);*
- *objektivizovaná hodnota;*
- *komplexní přístup na základě Kolínské školy.“*

S uvedeným rozdělením souhlasí například Risius (2007, s. 9), který dokonce zužuje svůj pohled vynecháním přístupu Kolínské školy. V případě tržní hodnoty Risius (2007, s. 10) zmiňuje, že se jedná o hypotetické situace potenciálně schopných a ochotných zájemců o prodej a koupi, kteří se vyskytují na neregulovaném trhu a nejednají pod jakýmkoliv tlakem. Mařík (2011, s. 22) upřesňuje, že obdobnou definici obsahují Mezinárodní oceňovací standardy, a dovozuje, že tržní hodnota by měla představovat odhad rovnovážné ceny z pohledu ekonomické teorie. Zásadním závěrem vyplývajícím z Maříka (2011, s. 25) je zjištění, že vzhledem k fungování trhů, které se nepřetržitě mění, existuje pouze okamžitá

cena. Avšak v případě neexistence dostatečně fungujících trhů je možné reálně vnímat tržní cenu jako intervalový odhad (Mařík, 2011, s. 25).

Subjektivní (investiční) hodnota je dle Maříka (2011, s. 26) ovlivněna pohledem konkrétního kupujícího, neboť jedinečnost fixních aktiv či celého podniku přináší různé očekávané užítky pro odlišné kupující. Dále charakterizuje následující faktory ovlivňující investiční hodnotu – budoucí peněžní toky vychází z představ manažerů oceňovaného podniku, nebo investora, diskontní míra je determinována alternativními možnostmi subjektu, z jehož pohledu je ocenění prováděno. Hitchner (2011, s. 33) doplňuje, že investiční hodnota je ovlivněna také znalostmi, schopnostmi, očekávanými riziky a potenciální ziskovostí – buď z pohledu vlastního podniku, nebo potenciálního kupujícího. Konkrétním příkladem podle Hitchnera (2011, s. 33) může být zahrnutí přidané hodnoty horizontální nebo vertikální integrace – v případě výrobce se může jednat o akvizici distributora a zajištění přístupu k distribučnímu kanálu klíčových výrobků.

Objektivizovaná hodnota vychází podle Maříka (2011, s. 27) především z německých zdrojů a měla by se snažit o využití co největšího podílu všeobecně uznávaných dat při dodržení určitých zásad a požadavků tak, aby bylo možné dosáhnout co největší míry reprodukovatelnosti vlastního ocenění. Mezi zásady využívané v přístupu objektivizované hodnoty patří dle Maříka (2011, s. 28) například nezměněný podnikový koncept jako základ střednědobého plánování, výnosová síla podniku k rozhodnému dni a druhá fáze ocenění založená na prognóze trvalých přebytků. Vochozka, Mulač (2012, s. 121) shrnují, že objektivizovaná hodnota vychází především z analýzy minulosti a přítomnosti a projekce budoucnosti zahrnuje pouze prokazatelné skutečnosti, což vede k vyloučení strategických záměrů a opomenutí případných růstových příležitostí. Z těchto předpokladů vyvozují Vochozka, Mulač (2012, s. 121) závěr, že objektivizovaná hodnota představuje dolní mez ocenění, kterou by měla hodnota pro konkrétního vlastníka alespoň dosahovat či překračovat.

Přístup Kolínské školy vychází především z problematického určení tržní ceny ovlivněné omezeným rozsahem podobných transakcí, nízké transparentnosti a nejasnosti o skutečných důvodech ceny (Mařík, 2011, s. 30). Vochozka, Mulač (2012, s. 121) uvádí, že Kolínská škola stanoví funkce oceňování a z nich vyplývající subjektivní postoj a funkce oceňovatele. Autoři dále rozlišují v pořadí dle důležitosti následující funkce oceňování:

- *„poradenská;*
- *rozhodčí;*
- *argumentační;*
- *komunikační;*
- *daňová.“*

Mařík (2011, s. 31) shrnuje, že poradenská funkce poskytuje především hraniční hodnoty, které vymezují prostor pro cenové jednání – maximální cena (kterou může zaplatit kupující, aniž by prodělal) a minimální cena (kterou může prodávající přijmout, aniž by prodělal). Sharpe (2011, s. 20) označuje tyto ceny souhrnně jako reservation prices, kdy prostor mezi nimi tvoří zóna možné dohody.

Funkce rozhodčí a argumentační mají za cíl odhadnout hraniční hodnoty, nalézt spravedlivou hodnotu v daném rozpětí a nacházet argumenty pro zlepšení pozice dané strany v rámci vyjednávání (Mařík, 2011, s. 31).

2.3 Koncepty ocenění podniku

Mařík (2011, s. 37) uvádí, že při peněžním vyjádření ocenění podniku je vhodné použít více oceňovacích metod, a definuje jejich tři základní kategorie:

- metody vycházející z analýz výnosů (výnosové metody);
- metody analyzující aktuální tržní ceny (tržní metody);
- metody oceňující jednotlivé složky majetku podniku (nákladové metody).

S výše uvedeným rozdělením souhlasí například Anderson (2012, s. 201), který také pokládá tyto tři kategorie za všeobecně přijímané.

V rámci jednotlivých kategorií uvádí Mařík (2011, s. 37) konkrétní postupy, které však doporučuje modifikovat vzhledem k účelu, ke kterému je ocenění prováděno – například vycházet z očekávání konkrétního subjektu, nebo naopak z tržních očekávání a tedy určitého průměrného kupujícího. Nutnost vycházet při ocenění ze specifík každé společnosti uvádí Risius (2007, s. 145), který zmiňuje různou relativní váhu metod v závislosti na množství a kvalitě dostupných dat použitých v jednotlivých metodách.

Výnosové metody jsou dle Maříka (2011, s. 37) reprezentovány například metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) a metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Mezi tržní metody autor řadí ocenění na základě tržní kapitalizace, srovnatelných podniků a ocenění vycházející se srovnatelných transakcí a případně z údajů o podnicích vstupujících na burzu. V kategorii nákladových metod doporučuje Mařík (2011, s. 37) použít účetní hodnotu vlastního kapitálu vycházející z historických cen, substanční hodnoty založené na reprodukčních cenách či principu úspory nákladů a také zmiňuje ocenění vycházející z likvidační hodnoty.

Dalším faktorem vstupujícím do procesu ocenění je dle Maříka (2011, s. 36) skutečnost, zda dochází k ocenění samostatného podniku, nebo jsou do oceňování zahrnuty případné synergické efekty vycházející ze spojení s jinou firmou. Tyto skutečnosti podle autora nejen ovlivňují volbu metody ocenění, ale především vycházejí z výsledků strategické analýzy, kterou doporučuje zpracovat pro posouzení schopnosti dlouhodobého přežití a tvorby hodnoty.

V kontextu různých přístupů k ocenění si všimá Krabec (2009, s. 155), že výnosové oceňování na bázi DCF vychází z vlivů amerického kapitálového trhu a prostředí minoritních kotovaných akcií. Z tohoto důvodu varuje před mechanickou aplikací metody DCF na podniky vyskytující se na mimoamerických trzích, neboť není zaručen odhad libovolné kategorie hodnoty.

2.4 Základní přístup k ocenění podniku

Z předchozí kapitoly je patrné, že ocenění je třeba přizpůsobit konkrétnímu podniku a podmínkám, za kterých je ocenění prováděno. Mařík (2011, s. 53) doporučuje vycházet z obecného postupu zahrnujícího sběr vstupních dat, analytickou část se strategickou analýzou, finanční analýzu, rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, stanovení generátorů hodnoty, dále tvorbu finančního plánu a vlastní ocenění sestávající z volby metody, provedení dílčích ocenění a vlastního souhrnného ocenění.

V části sběru dat uvádí Mařík (2011, s. 54) nutnost získání ekonomických údajů jednak z oficiálních a veřejně dostupných zdrojů (např. obchodní rejstřík, auditované výroční zprávy) a zjištění informací o trhu, na kterém se podnik pohybuje. Autor zmiňuje, že se jedná nejen o informace o přímých konkurentech, ale také o případných substitutech a dalších obecných vlastnostech trhu spočívajících v možných bariérách vstupu, významné tržní síly odběratelů, dodavatelů a specifických požadavků na pracovní sílu.

2.5 Strategická analýza

Strategickou analýzu vnímá Mařík (2011, s. 57) jako klíčovou část procesu ocenění, které však není dle jeho názoru věnována dostatečná pozornost. V obecné rovině může být strategická analýza definována společně s formulací a implementací strategie jako součást procesu podnikového strategického managementu (Henry, 2011, s. 37). V kontextu ocenění podniku však Mařík (2011, s. 57) spatřuje význam strategické analýzy především pro vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, který závisí na potenciálu vnějším a vnitřním. Autor dále zdůrazňuje nutnost nalézt prostřednictvím strategické analýzy odpovědi alespoň na následující otázky:

- „*Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?*
- *Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?*
- *Jaká rizika jsou s podnikem spojena?*“

Hodnocením vlivu vnějšího prostředí se zabývá analýza PEST. Autoři Henry (2011, s. 48) a Sedláčková, Buchta (2006, s. 16) popisují PEST jako analýzu, kde jednotlivá písmena názvu tvoří počáteční písmena anglických výrazů political (politické), economic (ekonomické), social (sociální) a technological (technologické) faktory. Současně si autoři všimají, že analýza PEST je v některých přístupech rozšiřována na analýzu PESTLE či PESTEL, která je doplněna o legal (právní, legislativní) a environmental (environmentální, ekologické) faktory. Přesto Henry (2011, s. 48) shrnuje, že legislativní prostředí je možné včlenit do politických faktorů a environmentální faktory mohou být většinou zahrnuty v části sociálních faktorů, případně mezi všemi čtyřmi základními faktory.

Mezi další kroky strategické analýzy dle Maříka (2011, s. 59) patří stanovení relevantního trhu, analýza jeho atraktivity s přihlédnutím k růstovému potenciálu, celkové velikosti a citlivosti trhu na konjunkturu. Obdobný přístup k analýze mikroekonomického prostředí zaujímají i Sedláčková, Buchta (2006, s. 10), kteří doporučují zaměření na analýzu konkurenčních sil navazující na analýzu odvětví.

Pro hodnocení vnitřního potenciálu doporučuje Mařík (2011, s. 78) podrobnější zkoumání strategického a operativního řízení podniku včetně složení a motivace personálu, posouzení výsledků a perspektivy výzkumu a vývoje, zjištění úrovně technologie a investic. Některé části vnitřního potenciálu je vhodné hodnotit prostřednictvím bodové stupnice, která zachycuje spektrum od definovaného kritéria pro nepříznivé hodnocení ke kritériu pro dobré hodnocení – např. hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje, které stanoví minimální podíl na trhu nových produktů až po nadprůměrný podíl (Mařík, 2011, s. 86).

2.6 Finanční analýza

V případě analýzy finančního zdraví podniku navrhuje Mařík (2011, s. 96) nejen prověřit finanční zdraví s použitím finanční analýzy, ale především vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého vychází výnosová hodnota podniku. Finanční analýzou rozumí Sofat, Hiro (2011, s. 146) určení významných procesních a finančních charakteristik firmy, které vyplývají z účetních dat a finančních výkazů. Autoři uvádějí hlavní záměr finanční analýzy zjištění efektivity, s jakou jsou zdroje podniku ve formě investic a vlastního kapitálu zapojeny, a také změření efektivity, likvidity a odhad pravděpodobnosti dalšího bezproblémového fungování firmy.

V souvislosti s finanční analýzou si Damodaran (2016, s. 586) všímá velkého rozsahu dat a složitosti finančních výkazů, ze kterých je třeba vycházet – jako příklad uvádí, že rozsah údajů poskytovaných americkému regulátorovi burzovních trhů (U.S. Securities and Exchange Commission) se v případě 10 největších firem dle tržní kapitalizace běžně pohyboval mezi 200 a 1000 stranami. Komplexnost a spolehlivost účetních výkazů zmiňuje i Mařík (2011, s. 97) a dále uvádí, že je při ocenění většinou nutné spoléhat na závěry auditora a není-li to možné, považuje za vhodné alespoň vlastní orientační ověření stavu účetnictví. Současně podotýká, že finanční analýza vychází z rozvahy, výkazu zisků a ztrát a výkazu peněžních toků, kdy základní poměrové ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadlužení jsou podrobeny syntéze a vyhodnoceny prostřednictvím rychlého testu či Kralickova modelu. Jednotlivé ukazatele finanční analýzy jsou uvedeny a podrobněji komentovány v praktické části práce.

Knápková et al. (2013, s. 54) upozorňují, že vypovídací schopnost poměrových ukazatelů může být ovlivněna jejich chybnou interpretací – například vysoký poměr běžné likvidity může představovat skutečně vysokou likviditu, ale také velký rozsah nesplacených pohledávek. Také varují před mechanickým výpočtem a hodnocením v případě velkých podniků, které působí ve více oborech, kdy je obtížné získat srovnávací hodnoty vzhledem k jedinečnosti každého segmentu činnosti. Taktéž dle Maříka (2011, s. 109) je možné podlehnout účelovému vylepšení některých ukazatelů, a proto doporučuje porovnávat výsledky ukazatelů nikoliv s průměry, ale spíše s horními 2 až 3 decily právě z důvodu srovnání s podniky zaujímající přední místa.

2.7 Postupy při ocenění podniku

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku z pohledu jejího managementu a poskytnout komplexní pohled na hodnotu firmy v kontextu strategického a finančního plánování. Z těchto důvodů je možné vyloučit tržní ocenění, neboť Mařík (2011, s. 22) definuje tržní hodnotu za předpokladu existence nezávislého prodávajícího a kupujícího, kteří jednají informovaně, rozumně a bez nátlaku. Východiskem pro vlastní ocenění bude spíše subjektivní (investiční) hodnota, která vychází z očekávaných užitků konkrétního subjektu (Mařík, 2011, s. 26). Investiční hodnota je také vhodná na základě jejích charakteristik, které poskytuje Mařík (2011, s. 27) – odhad budoucích peněžních toků odráží představy manažerů oceňovaného podniku a diskontní míra reflektuje alternativní možnosti investic z pohledu oceňovaného subjektu.

Další alternativu pro ocenění může představovat objektivizovaná hodnota, neboť vychází především z historických dat a budoucí projekce založené na prokazatelných skutečnostech (Vochozka, Mulač, 2012, s. 121). Jejím smyslem je taktéž dosáhnout prostřednictvím

všeobecně uznávaných zásad co největší míry reprodukovatelnosti jejích výstupů (Mařík, 2011, s. 27). Taktéž aspekt objektivizované hodnoty jako dolní meze ocenění pro daného vlastníka, který uvádí Vochozka, Mulač (2012, s. 121), by mohl představovat vhodný důvod zahrnutí této metody.

V případě ocenění podniku z pohledu jejího managementu je také doporučeno vycházet u výnosových metod z peněžních toků, které jsou založeny na očekávání daného subjektu (Mařík, 2011, s. 37).

Metody ocenění na základě analýzy výnosů jsou dle Maříka (2011, s. 163) založeny na předpokladu, že hodnota podniku je určena očekávaným užitekem plynoucím z budoucích výnosů³, kdy za výnosy jsou považovány peněžní příjmy. Autor uvádí následující tři až čtyři základní výnosové metody:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF);
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů;
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA);
- kombinace výnosových ocenění s oceněním majetkovým.

Palepu et al. (2013, s. 278) taktéž zmiňují metodu diskontovaných neobvyklých výnosů a metodu diskontovaných růstů neobvyklých výnosů, které mimo standardní odhadované výnosy uvažují také zvláštní druhy příjmů jako samostatnou kategorii. Jako důvod pro použití těchto oceňovacích metod uvádí autoři především příliš konzervativní, nebo naopak agresivní přístupy k účtování současných výnosů, resp. dohadných položek. Naopak Hálek (2009, s. 164) uvažuje pouze varianty metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a metodu kapitalizovaných čistých výnosů.

2.7.1 Rozdělení aktiv

Počáteční částí ocenění navazující na finanční analýzu je dle Maříka (2011, s. 118) rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Jako důvody uvádí především vyčlenění aktiv, z nichž neplynou žádné nebo jen malé příjmy, nebo se jedná o aktiva, která nesou rizika odlišná od rizika hlavního provozu. Současně Mařík (2011, s. 122) doporučuje stanovit provozně nutný investovaný kapitál, kdy jsou z aktiv vyjmuty provozně nepotřebné položky, a dále jsou oběžná aktiva ponížena o závazky, u kterých jsou obtížně stanovitelné náklady (např. úroky) či se jedná o závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům a státu. Výsledkem je dle Maříka (2011, s. 123) provozně nutný investovaný kapitál jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu, který vede nakonec k určení korigovaného provozního výsledku hospodaření. Koncept provozně potřebných a nepotřebných aktiv uvádí i Damodaran (2012, s. 423) a poskytuje další příklady provozně nepotřebných aktiv – hotovost a hotovosti podobné likvidní investiční nástroje, akcie a dluhopisy a majetkové účasti v jiných společnostech. Damodaran (2012, s. 439) však dodává, že přesné vyloučení provozně nepotřebných investic a majetkových účastí může být v případě složitých holdingových struktur obtížné, nebo dokonce nevhodné. Nadměrné hotovosti jako významné položky provozně nepotřebných aktiv si všímají i Palepu et al. (2013, s. 334) a upozorňují, že právě hotovost může být v budoucím finančním plánu výrazně snížena, a může tak ovlivnit výsledné ocenění.

³ Mařík (2011, s. 57) uvádí, že předpoklad trvalého pokračování podniku (tzv. going concern) je často automaticky přijímán. Z tohoto důvodu poukazuje na nutnost tuto skutečnost konkrétně doložit, neboť má i zásadní vliv na volbu oceňovací metody.

2.7.2 Generátory hodnoty

Následující fází ocenění je analýza generátorů hodnoty, které vycházejí z konceptu akcionářské hodnoty a rozumí se jimi soubor několika základních veličin určujících hodnotu podniku – například velikost tržeb a míra jejich růstu, provozní marže, investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého provozně nutného majetku, použitá diskontní míra, způsob financování a také doba předpokládaného generování pozitivního peněžního toku (Mařík, 2011, s. 125). Obdobné kategorie generátorů hodnoty uvádí také Hood, Lee (2013, s. 33) a Richards, Marse (2013, s. 79). Damodaran (2012, s. 659) varuje před zjednodušeným použitím generátorů hodnoty u nových a vysoce růstových společností dosahujících ztráty, kde doporučuje spíše pracovat s hodnotou růstového potenciálu.

Na základě generátorů hodnoty uvádí Mařík (2011, s. 147) předběžné ocenění podniku vycházející z následujícího vzorce:

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

Kde:

H_b	výnosová hodnota podniku jako celku,
X	velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,
g	tempo růstu tržeb,
r_{ZPx}	provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,
d	sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,
k_{WC}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,
k_{DMn}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,
t	rok,
i_k	průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra).

Již v této předběžné části ocenění navrhuje Mařík (2011, s. 148) uvažovat více variant ocenění dle očekávaného vývoje nejvýznamnějších generátorů hodnoty – např. prognóza pesimistická, střední, optimistická vztahující se k různým tempům růstu tržeb, ziskové marže a rozdílné náročnosti pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

2.7.3 Kategorie rizika ve vztahu k oceňování

Riziko v kontextu hospodářského výsledku definují Fotr, Hnilica (2014, s. 17) jako následující možnosti:

- vznik ztráty;
- výskyt událostí ohrožujících dosažení cílů;
- nebezpečí negativních odchylek.

Na rizika nahlízejí autoři především jako na rizika podnikatelská s negativní i pozitivní stránkou způsobenou odchylkami a variabilitami skutečných výsledků od plánovaných. S uvedeným pohledem souhlasí v případě oceňování podniku i Mařík (2011, s. 41), který dále doplňuje dělení podnikatelského rizika na finanční riziko a obchodní riziko, které je ovlivňováno prodejním rizikem a provozním rizikem.

Mezi další základní členění rizika patří pohled na systematické (tržní) riziko, které je způsobené společnými faktory a v různé míře se týká všech subjektů či oblastí,

a nesystematické (jedinečné) riziko, které je specifické pro konkrétní podniky a jejich aktivity (Fotr, Hnilica (2014, s. 17). Jako příklad systematického rizika uvádí autoři legislativní změny, hospodářský cyklus a ceny surovin a v případě nesystematického rizika selhání klíčového dodavatele, havárie výrobního zařízení či vstup nového konkurenta na trh. Důležitým poznatkem podle Fotr, Hnilici (2014, s. 17) je skutečnost, že tržní riziko není možné diverzifikovat.

Špaček (2014, s. 18) upozorňuje na rozdílný obsah termínů riziko a nejistota a uvádí, že rozhodování za nejistoty je charakteristické znalostí příčin a současně neznalostí síly jejich vlivu (vyjádřené pravděpodobností). Naopak rozhodováním za rizika je dle Špačka (2014, s. 21) situace, kdy známe všechny příčiny působící na výsledky a také známe jejich pravděpodobnosti.

Kvantifikace rizika představuje podle Maříka (2011, s. 41) základní předpoklad pro schopnost kalkulovat v rámci ocenění diskontní míru. Autor následně formuluje variační koeficient provozních výsledků hospodaření jako nástroj pro zjištění celkového obchodního rizika:

Obchodní riziko = variační koeficient provozního výsledku hospodaření = směrodatná odchylka provozních výsledků hospodaření : střední hodnota provozních výsledků hospodaření.

Doporučeným postupem je dle Maříka (2011, s. 43) použít místo provozního výsledku hospodaření zisk před úroky a daněmi (EBIT) a případně aplikovat ve jmenovateli vhodnou trendovou funkci.

Variantní pohled reprezentují jistotní ekvivalenty, kdy hodnota čistého peněžního toku dosaženého s jistotou je stejně cenná jako hodnota plánovaná (Fotr, Souček, 2011, s. 130). V takovém případě se dle autorů diskontují jistotní ekvivalenty čistého peněžního toku sazbou, která je stanovena při nákladech vlastního kapitálu s nulovou rizikovou prémieí.

Finanční riziko definuje Mařík (2011, s. 44) jako určité zjednodušení vyplývající z volatility celkových výsledků hospodaření způsobených úhradami fixních nákladových úroků. Praktické měření navrhuje autor buď prostřednictvím stupně finanční páky (procentní změna výsledku hospodaření z běžné činnosti : procentní změna provozního výsledku hospodaření), nebo s použitím různých ukazatelů zadlužení a likvidity.

Výsledný pohled na celkové podnikatelské riziko popisuje Mařík (2011, s. 45) jako variační koeficient výsledku hospodaření za běžnou činnost = směrodatná odchylka výsledku hospodaření za běžnou činnost : střední hodnota výsledku hospodaření za běžnou činnost.

2.7.4 Metody scénářů ke stanovení rizik

Špaček (2012) si všímá, že oceňovací metody založené na budoucích diskontovaných peněžních tocích (DCF) nemusí vést k všeobecně přijímaným výstupům, neboť vychází z pouze z jednoho scénáře, který je oceňovatelem považován za nejpravděpodobnější. Určitým východiskem je dle autora použití scénářových přístupů, které pracují s větší variabilitou budoucího vývoje. Podle Špačka (2012) je vhodné stanovit hodnotu podniku pro každý jednotlivý scénář a s použitím expertního odhadu jejich pravděpodobného vzniku spočítat výsledné ocenění jako střední hodnotu.

Metodami scénářů se zabývají i Fotr, Hnilica (2014, s. 192), kteří uvádějí jako podnět pro vznik a rozvoj používání scénářů neúspěchy strategických rozhodnutí vycházejících pouze z jedné verze budoucnosti. Podle Fotra, Hnilici (2014, s. 192) není pojetí scénářů jednotné, ale je obvykle chápáno jako konzistentní obrazy budoucnosti, které vychází z určité množiny vzájemně propojených faktorů – např. trendů i klíčových nejistot. Fotr, Hnilica (2014, s. 193) dělí scénáře na:

- kvalitativní scénáře ve formě dlouhodobějších vizí v podobě slovních popisů, které rozšiřují okruh myšlení mimo současné stereotypy a podporují tvorbu nových strategií;
- kvantitativní scénáře představující konzistentní kombinace klíčových faktorů rizika a sloužící ke stanovení dopadů a výběru rizikových rozhodnutí.

Kvantitativní přístup ke scénářům přináší také Wehn et al. (2013, s. 32), kteří uvažují scénáře jako proměnné (faktory rizika) měnící se stochasticky v čase, rovnice popisující dynamiku zněn proměnných a modelové parametry dané rovnice.

2.7.5 Tvorba scénářů

Špaček (2009, s. 72) upozorňuje, že scénáře musí být prakticky realizovatelné a jednotlivé rizikové faktory musí být vzájemně konzistentní, aby jim bylo možné přidělit nezanedbatelnou pravděpodobnost vzniku. Autor zdůrazňuje, že na rozdíl od vize je kladen důraz na dopad klíčových faktorů rizika.

Vlastní proces tvorby scénářů shrnuje Špaček (2012, s. 39) do následujících pěti kroků:

- identifikace základních trendů vyplývajících z analýz PEST a SWOT;
- zjištění postojů klíčových zájmových skupin;
- identifikace klíčových faktorů rizika včetně odhadu pravděpodobností;
- formulování scénářů a testování jejich konzistence;
- nakonec stanovení pravděpodobnosti scénářů.

Uvedený proces popisuje obdobně i Damodaran (2012, s. 895), který doporučuje uvažovat i scénáře s velmi malou pravděpodobností realizace, neboť nutí nalézat odlišné pohledy.

Na výše uvedené rozdělení scénářů podle Fotra, Hnilici (2014, s. 193) navazuje Špaček (2012, s. 39) a navrhuje pro stanovení trendů v makro a mikrookolí provést kvantitativní analýzu s využitím historických dat v matematicko-statistickém aparátu například prostřednictvím trendových křivek, exponenciálního vyrovnávání či regresní analýzy. Dále Špaček (2012, s. 40) uvádí, že kvalitativní analýza slouží především jako diagnostický nástroj posuzující, zda se daný proces vyvíjí v souladu s očekáváním.

Identifikaci klíčových faktorů rizika v jednotlivých scénářích je podle Špačka (2012, s. 40) možné provést buď pomocí expertní diskuze, nebo prostřednictvím matice rizik, která pomůže odlišit nejisté faktory od ostatních.

Pro vlastní formulaci základních scénářů doporučuje Špaček (2009, s. 74) dva až čtyři scénáře, které popisují různé varianty budoucího vývoje podnikatelského prostředí i vlastní firmy. Špaček (2012, s. 40) dále uvádí možnost konstruovat dvourozměrnou matici pro dvě či více hodnot rizikových faktorů či rozdělit rizikové faktory do dvojic a použít několik dvourozměrných matic. Fotr, Hnilica (2014, s. 196) poznamenávají, že uvedených výsledků je možné dosáhnout také pomocí pravděpodobnostních stromů v podobě grafů se situačními

uzly a hranami, které zachycují rizikové faktory a jejich možné výsledky. Autoři doporučují využití pravděpodobnostních stromů především v případech dvou až čtyř rizikových faktorů, a to v situaci, kdy jsou tyto faktory realizovány v časovém sledu.

Pro stanovení pravděpodobnosti scénářů navrhuje Špaček (2009, s. 86) vycházet z počtu rizikových faktorů a jejich odhadované pravděpodobnosti. Podle autora je vhodné využít scénářové matice a pravděpodobnostní stromy, kdy v případě matic pravděpodobnost scénáře vychází ze součinu hodnot pravděpodobností jednotlivých rizikových faktorů. Jsou-li využity pravděpodobnostní stromy, je nutné dle Špačka (2009, s. 86) vycházet ze součinu hodnot rizikových faktorů na konkrétní větvi. Fotr, Hnilica (2014, s. 199) dále uvádějí, že pravděpodobnost faktorů rizika nemá obvykle objektivní rozdělení vycházející z historických dat, ale spíše subjektivní rozdělení založené na určitém přesvědčení, resp. víře expertů z dané oblasti. Výslednou hodnotu tvoří střední hodnota scénářů získaná jako vážený aritmetický průměr dílčích hodnot a přiřazených pravděpodobností (Špaček, 2012, s. 42).

2.7.6 Přednosti a omezení scénářových metod

V souvislosti s počtem scénářů varuje Damodaran (2012, s. 895) před použitím pouze dvou scénářů (nejlepší/nejhorší varianta), neboť nejsou příliš informativní a v konečném důsledku může být velmi obtížné učinit na jejich základě dobré rozhodnutí. Fotr, Hnilica (2012, s. 198) uvádějí, že v praxi jsou nejčastěji používány tři scénáře – základní, optimistický a pesimistický, kdy základní scénář popisují jako kombinaci nejpravděpodobnějších hodnot. Dále Fotr, Hnilica (2012, s. 199) poznamenávají, že zvláště v případě investičních projektů je možné pracovat s varovným scénářem, který je sice realistický, ale současně vychází z nejvíce nepřátelského vývoje rizikových faktorů.

V návaznosti na volbu více scénářů si Damodaran (2012, s. 897) všímá následujících problémů:

- scénáře musí být realistické, avšak stále musí pokrýt dostatečně široké spektrum pravděpodobného vývoje včetně odhadu peněžních toků, což představuje nutnost nalézt rovnováhu mezi množstvím scénářů a rozsahem variant;
- scénáře jsou vhodné především pro diskrétní varianty vývoje, a proto v případě velkého množství (téměř spojených) rizikových faktorů může být velmi obtížné scénáře vytvořit;
- zdvojené zahrnutí rizika vyplývající ze skutečnosti, že rizikové faktory jsou již zahrnuty v jednotlivých scénářích, avšak kupující taktéž pracuje s vlastním rizikovým hodnocením výstupu scénářových metod, které již riziko obsahují.

Fotr, Hnilica (2014, s. 208) hodnotí přednosti scénářů především v nahrazení deterministického pohledu na budoucnost variantním přístupem, který respektuje klíčové faktory a jejich nejistoty. Dále pozitivně vnímají širokou aplikační oblast scénářů a možnost integrace s dalšími nástroji (např. simulace, metody operační analýzy, metody vícekritériálního hodnocení). Naopak omezeními scénářových přístupů jsou dle Fotra, Hnilici (2014, s. 209) diskrétní charakter a monokriteriálnost.

Špaček (2012, s. 43) shrnuje, že význam scénářů spočívá především v podrobném identifikování vlivů podnikatelského prostředí a umožnění nahlízet na ocenění mnohotvárně, a tím vytvářet alternativu pro komplexnější chápání budoucnosti. Špaček (2012, s. 43) mimo jiné zdůrazňuje výhodnost scénářových přístupů především v situacích, kdy existuje malý počet rizikových faktorů, které současně nabývají nízkého počtu hodnot. Jako nejjednodušší

uvádí případ, kdy rizikové faktory nabývají dvou hodnot, tudíž se jedná o tzv. přirozené scénáře.

Nedostatky scénářů vnímá Špaček (2012, s. 43) v situacích s velkým počtem faktorů rizika, které nabývají většího počtu hodnot a vedou k tvorbě menšího počtu scénářů neposkytujících úplný obraz o celkové rizikovosti. Dále Špaček (2012, s. 43) popisuje jako nevýhodu absenci validačního nástroje umožňujícího vyhodnocení navrženého scénáře. Taktéž mohou dle Špačka (2012, s. 43) scénáře postrádat vnitřní logiku, důvěryhodnost a dynamiku. Určitá východiska v testování historických scénářů popisují Wehn et al. (2013, s. 345), avšak zabývají se především obligacemi či portfolii finančních aktiv. Špaček (2012, s. 44) v souvislosti se scénáři také zdůrazňuje podmínku jejich využitelnosti spočívající ve snadné komunikovatelnosti ve vztahu ke skupinám, které rozhodují o jejich aplikaci.

Vacík et al. (2014, s. 130) doplňují možnost využití scénářů mimo jiné v managementu rizik, výzkumu, vývoji a klinickém testování léčivých přípravků a modelování organizačních změn. K nejvýznamnějším nevýhodám scénářových metod dodávají autoři především určitý tunelový pohled na zkoumanou problematiku vycházející z již známých faktorů (například ceny, poptávka, měnové kurzy) a nižší vnímavosti na nové podněty, dosud neznámé rizikové faktory nebo případně snahu kvantifikovat málo významná či nerelevantní rizika.

2.7.7 Simulační přístupy

Simulační přístupy považuje Špaček (2014, s. 76) za určitou nadstavbu scénářových přístupů a citlivostních analýz, jejímž smyslem je zkvalitnit rozhodování v obtížných případech.

V případě existence rizikových faktorů se spojitými hodnotami doporučují Fotr, Hnilica (2014, s. 200) využít simulaci Monte Carlo. Tento názor sdílí také Thomas, Gup (2010, s. 355), kteří navíc doporučují využití simulace Monte Carlo i pro běžné prognózování faktorů ovlivňující peněžní toky v rámci standardního fungování podniku. Špaček (2014, s. 76) přibližuje Monte Carlo jako výpočetní algoritmy, které simulují chování fyzikálních a matematických veličin a sloužící jako nástroj k řešení pravděpodobnostních modelů, které lze řešit s použitím analytických metod jen s obtížemi, nebo vůbec. Špaček (2014, s. 76) uvádí, že se jedná o stochastický model, jehož výsledkem je pravděpodobnostní rozdělení a statistické charakteristiky výstupních veličin simulačního modelu. Shrnutí podmínek pro využití simulace metodou Monte Carlo nabízí Špaček (2014, s. 77), kdy mimo jiné uvádí – kritéria musí být realistická, musí existovat možnost přiřadit vstupním datům skutečnou distribuční funkci a dostatečný počet iterací pro popis veličiny pomocí statistických charakteristik. Špaček (2014, s. 77) si taktéž všímá společných rysů metody Monte Carlo a scénářů, které spatřuje například v identifikaci rizikových faktorů projektu, jejich vyhodnocení a stanovení omezenému počtu klíčových rizikových faktorů. Odlišnosti spatřuje v rozdílném rozsahu analyzovaného rizika – selektivní riziko u scénářů vs. úhrnné riziko v případě metody Monte Carlo.

2.7.8 Diskontní sazba a její stanovení

Pro vlastní ocenění s použitím výnosových metod je nutné nejprve určit náklady na vlastní kapitál, které Mařík (2011, s. 236) navrhuje stanovit pomocí stavebnicové metody založené na výnosnosti bezrizikových cenných papírů a přírážky za riziko. Mařík (2011, s. 236) však pro praktické využití doporučuje spíše komplexní stavebnicovou metodu využívající následující tři kroky:

- nalezení podstatných faktorů rizika;
- ohodnocení stupně rizika pro dílčí faktory;
- převod stupně rizika na rizikovou přírážku.

Mařík (2011, s. 238) zavádí veličinu X pro stupně rizika nabývající hodnot 0 (nulové riziko) až 4 (vysoké riziko), kdy předpokládá obecně rizikový postoj, a proto definuje následující exponenciální funkci:

$$\text{Riziková přírážka } RP = a^X$$

kde a je konstanta a X představuje stupeň rizika.

Pro stanovení limitů rizikové přírážky uvádí Mařík (2011, s. 239) dolní hranici na úrovni bezrizikové výnosové míry (např. státních dluhopisů) a horní hranici stanovenou maximálními náklady vlastního kapitálu při nejvyšším stupni rizika. Mařík (2011, s. 251) taktéž poznamenává, že stavebnicová metoda se snaží o zachycení úplného rizika, avšak je založena na subjektivním ocenění rizika, a proto je stavebnicová metoda především nástrojem investičního ocenění podniku.

Alternativními metodami pro zjištění nákladů na vlastní kapitál mohou být dle Maříka (2011, s. 252) například dividendový model vycházející z předpokladu, že hodnota akcie je určena současnou hodnotou příjmů, dále určení diskontní míry prostřednictvím průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví a na závěr odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu.

Mezi široce přijímané základní postupy k určení nákladů na kapitál patří především WACC (weighted average cost of capital – průměrné vážené náklady kapitálu), které je možné nalézt například u Palepu et al. (2013, s. 335), Damodarana (2012, s. 14) a Hálka (2009, s. 166).

Obecný vzorec výpočtu pro průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) uvádí například Palepu et al. (2013, s. 335):

$$WACC = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Cizí kapitál} + \text{Vlastní kapitál}} * (1 - \text{Sazba daně}) * \text{Náklady na cizí kapitál} \\ + \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Cizí kapitál} + \text{Vlastní kapitál}} * \text{Náklady na vlastní kapitál}$$

Náklady na cizí kapitál je možné vypočítat jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z různých druhů cizího kapitálu, zatímco náklady na vlastní kapitál jsou ovlivněny kategorií zjišťované hodnoty včetně zahrnutí jen systematického rizika (veřejně obchodovatelné společnosti) nebo zohlednění systematického i nesystematického rizika u ostatních společností (Mařík, 2011, s. 215). Tradičním přístupem pro zjištění nákladů na vlastní kapitál je model CAPM (Capital Asses Pricing Model), který je možné nalézt v doporučených postupech ocenění již ve starších publikacích – například Copeland et al. (1994, s. 178) uvádějí následující vzorec:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] * (\text{beta})$$

Kde:

r_f	bezriziková výnosová míra,
$E(r_m)$	střední očekávaná míra návratnosti cenného papíru,
$E(r_m) - r_f$	prémie za tržní riziko,
beta	koeficient rizika daného cenného papíru.

K vlastní využitelnosti modelu CAPM dodává Mařík (2011, s. 217) několik důležitých předpokladů:

- jedná se o plán vztažený k jednomu období;
- existuje dokonalý trh;
- hodnoty představují rovnovážný stav na trhu založený především na budoucích hodnotách;
- minulá data obvykle nevedou ke správným výsledkům modelu.

2.7.9 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků je dle Maříka (2011, s. 165) dále rozdělena na metody DCF entity (ocenění vycházející z hodnoty podniku jako celku a peněžních toků pro vlastníky a věřitele), DCF equity (ocenění vycházejí z hodnoty a peněžních toků pro vlastníky) a DCF APV (ocenění založené na upravené současné hodnotě s vyčleněním daňového štítu). Shodný přístup k variantám DCF je možné nalézt u Hálek (2009, s. 165), který si dále všimá možného rozdílu plynoucí z kalkulace v cenách k datu ocenění (stálých cenách), nebo v běžných cenách obsahujících prognózovanou inflaci.

Důležitým rozdílem mezi metodami DCF entity a DCF equity je odlišná hodnota peněžních toků, které jsou zahrnuty do výpočtů (Kislingerová, 2001, s. 160). Jedná se o volný peněžní rok pro vlastníky a věřitele (FCFF – free cash flow to the firm), kdy je v metodě DCF entity zjištěna hodnota podniku celkem, a volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE – free cash flow to the equity), který je aplikován pro zjištění hodnoty vlastního jmění u metody DCF equity (Kislingerová, 2001, s. 160; Hálek, 2009, s. 166).

Při použití metody DCF entity doporučují Mařík (2011, s. 165) i Hálek (2009, s. 168) provést výpočet ve dvou krocích, kdy jsou nejprve uvažovány diskontované peněžní toky pro vlastníky i věřitele a následně odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění. V případě metody DCF equity Mařík (2011, s. 165) uvádí, že nejsou nutné při výpočtu založeném na peněžních tocích pro vlastníky již další úpravy. Metoda DCF APV je podle Maříka (2011, s. 165) podobná postupu při DCF entity – v prvním kroku je uvažována hodnota podniku při nulovém zadlužení a současné hodnotě daňových úspor z úroků a v druhém kroku je odečten cizí kapitál.

Při ocenění prostřednictvím dvoufázové metody vychází první fáze z prognózy volných peněžních toků pro jednotlivé roky a druhá fáze tvoří pokračující hodnotu až do nekonečna (Mařík, 2011, s. 178). Autor uvádí pro dvoufázové ocenění následující vzorec (zde ve variantě DCF entity):

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

Kde:

H_b	výnosová hodnota podniku jako celku,
T	délka první fáze v letech,
t	rok,
$FCFF_t$	volné cash flow do firmy v roce t,
i_k	kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu,
PH	pokračující hodnota,
g	tempo růstu tržeb.

Metody DCF hodnotí Palepu et al. (2013, s. 280) jako dobře odrážející základní finanční principy a taktéž Thomas, Gup (2010, s. 316) vyzdvihují její výhodu spočívající v jednoduchém konceptu, který nepotřebuje ke stanovení hodnoty firmy srovnání s jinými podniky. Přesto Damodaran (2012, s. 17) nalézá řadu případů, ve kterých je nutné základní přístup metod DCF upravit. Jedná se například o následující podniky – ve finančních potížích, silně závislé na hospodářském cyklu, s nevyužitými aktivy, procházející restrukturalizací a podniky, které jsou předmětem akvizic. Mařík (2011a, s. 21) taktéž uvádí podstatné omezení metod DCF (týkající se především verze DCF entity) – struktura kapitálu musí odpovídat výslednému ocenění, a tedy promítnuta do počtu nákladů vlastního kapitálu i do celkových průměrných nákladů kapitálu.

Ze vzorce pro výpočet hodnoty podniku je zřejmý významný vliv pokračující hodnoty, která je založena na dlouhodobě uvažovaném tempu růstu. Této skutečnosti si všimá ve své dřívější práci i Kislingerová (2001, s. 202), která uvádí možnost stanovení tempa růstu především od historických dat, vnitřních parametrů fungování podniku nebo kvalifikovaného názoru například analytika. Mařík (2011a, s. 19) problematiku dlouhodobého tempa růstu dále rozpracovává a dochází k závěru, že tempo růstu nemá dlouhodobě předvídatelný charakter. Přesto formuluje některá základní doporučení:

- vztáhnout tempo růstu k tržbám z důvodu jejich větší stability ve srovnání s výsledky hospodaření a volných peněžních toků;
- projektovat volné peněžní toky na základě ziskové marže a investic ve vztahu k růstu tržeb;
- výsledek hospodaření posledního roku první fáze nemusí představovat trvale udržitelnou hodnotu;
- tempo růstu HDP představuje záchytný bod pro tempo růstu v ocenění podniku, ale některá odvětví mohou růst rychleji i pomaleji;
- základem pro parametr g je především dlouhodobý růst relevantního trhu.

2.7.10 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů podle Maříka (2011, s. 264) vychází především z účetních výkazů minulých let upravených s cílem dosažení kontinuity mezi minulostí a budoucností. Autor zmiňuje dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů – varianta vycházející z peněžních toků (podobná metodě DCF equity) a varianta založená na upravených výsledcích hospodaření, která vychází z německých Standardů IDW a má širokou tradici především v německy mluvících zemích (Mařík, 2011, s. 258).

Odlišnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů jsou patrné podle Maříka (2011, s. 271) především při použití paušální metody, která je založená na prognóze budoucnosti vycházející z analýzy minulých výsledků a pracující s trvale odnímatelnými výnosy (hospodářskými výsledky, které je možné rozdělit bez narušení majetkové podstaty podniku. Mařík (2011, s. 272) doporučuje pro paušální metodu použití následujícího postupu:

- analýza a úprava minulých výsledků hospodaření;
- nahrazení odpisů z historických cen odpisy z cen reprodukčních;
- kalkulace daňového dopadu úprav včetně případné změny daňové sazby;
- úprava minulých hospodářských výsledků na aktuální cenovou hladinu ke dni ocenění;
- výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu jako váženého průměru minulých upravených čistých výnosů;
- výpočet výnosové hodnoty podniku spočívající v diskontování trvale odnímatelného čistého výnosu kalkulovanou úrokovou mírou.

Výše uvedený postup navrhuje i Hálek (2009, s. 169), který uvádí, že právě odpisy představují nejvýznamnější položku vyžadující změnu. Dále si autor všímá i dalších faktorů, které je třeba v metodě kapitalizovaných čistých výnosů zohlednit – např. v případě menších firem započítat mzdu podnikatele, průměrovat nepravidelné, avšak opakující se výnosové a nákladové položky a upravené hospodářské výsledky přepočítat na srovnatelné ceny ke dni ocenění.

2.7.11 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Poslední ze základních výnosových metod představuje metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA), která byla dle Thomase, Gupa (2010, s. 173) vytvořena a rozpracována J. Sternem a G. B. Stewartem a vychází ze zbylého příjmu po odečtení nákladů na kapitál od provozního zisku – formalizovaný zápis je následující:

$$EVA = NOPAT - C * TC$$

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

Kde:

NOPAT čistý operační zisk po zdanění,
 C náklady na kapitál (v %),
 TC celkový kapitál.

Mařík (2011, s. 284) upozorňuje, že se jedná o náklady na vlastní a cizí kapitál, a proto náklady na kapitál vymezuje WACC (weighted average cost of capital – průměrné vážené náklady kapitálu), kapitál vnímá jako čistá operační aktiva NOA (net operating assets) a čistý operační zisk po zdanění by měl obsahovat právě výnosy a náklady související s aktivy zahrnutými v NOA. Pro praktický výpočet ekonomické přidané hodnoty navrhuje Mařík (2011, s. 285) následující postupy:

- vzorec nákladů na kapitál;

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

- vzorec hodnotového rozpětí.

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) * NOA_{t-1}$$

Výše uvedené vzorce poskytnou stejný výsledek, avšak výhodou přístupu hodnotového rozpětí jsou mezivýsledky ve formě ukazatelů operační rentability (NOPAT/NOA) a ekonomická rentabilita jako rozdíl mezi operační rentabilitou a náklady kapitálu (Mařík, 2011, s. 285).

Vlastní ocenění s využitím metody ekonomické přidané hodnoty ve dvoufázové metody je následující (Mařík, 2011, s. 197):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

Kde:

H_n	hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto),
EVA_t	EVA v roce t,
NOA_0	čistá operační aktiva k datu ocenění,
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu (popsány v následující kapitole),
D_0	hodnota úročených dluhů k datu ocenění,
A_0	ostatní neoperační aktiva k datu ocenění.

V souvislosti s metodou EVA uvádí Mařík (2011, s. 286), že účetní výkazy musí být pro výpočet NOA upraveny například o vydělení neoperačních aktiv, sníženy o neúročený cizí kapitál a mimořádné položky. V případě výpočtu NOPAT doporučuje autor vycházet z výsledku hospodaření za běžnou činnost po odečtení zaplacených úroků včetně úroků zahrnutých v leasingových splátkách, vyloučení mimořádných položek (např. náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku, rozpuštění rezerv, mimořádné odpisy) a zahrnout změny vlastního kapitálu (např. aktivace investičních nákladů, změna opravných položek) a posoudit operační charakter dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku.

Thomas, Gup (2010, s. 251) vnímají pozitivní přínos metody EVA spočívající v přímém způsobu hodnocení čisté současné hodnoty firmy založeném jak na stávajících aktivech, tak na budoucích růstových příležitostech. Autoři však upozorňují na značnou citlivost tohoto modelu na vstupní data, kdy jakákoliv drobná změna v nákladech na kapitál může způsobit významnou změnu hodnoty firmy.

V návaznosti na metodu EVA a k výnosovým metodám obecně si Damodaran (2012, s. 891) všímá skutečnosti, že metody založené na zvyšování hodnoty mohou generovat hodnotu v podniku pouze v případě, že je management k tomu zavázán a je to pro něj primární cíl. Současně autor zdůrazňuje, že v případě, kdy je management odměňován podle určitého ukazatele spojeného s hodnotou firmy, může to v konečném důsledku vést ke snaze zlepšovat svůj obraz za každou cenu v kontextu pouze daného ukazatele i přes možné snížení hodnoty firmy jako celku.

Na závěr je možné shrnout, že stejný výsledek ocenění pomocí metody EVA a metody DCF je možné získat, pokud jsou v obou metodách použity stejné vážené náklady kapitálu, je kalkulováno se stejným ziskem a je stanoven stejný provozně nutný investovaný kapitál u metody DCF jako NOA u metody EVA (Mařík, 2011, s. 298).

2.7.12 Metody založené na analýze trhu

V případě, kdy jsou akcie společnosti běžně obchodovány, je možné použít přímé ocenění založené na datech získaných z kapitálového trhu (Mařík, 2011, s. 303). Jak již bylo uvedeno dříve – vynásobením aktuální ceny akcie a jejím množstvím je možné získat aktuální tržní kapitalizaci, avšak nikoliv skutečnou tržní hodnotu celého podniku. Mařík (2011, s. 303) uvádí, že na vyspělých trzích je běžné, že větší podíl akcií je oceněn proti běžné hodnotě s premií cca 20–50 %, která vychází například z možnosti větší kontroly nad chodem společnosti, dále souvisí s náklady zastoupení (oddělení výkonu vlastnických práv a řízení společnosti) a také může vyjadřovat hodnotu možných synergií.

Alternativním přístupem založeným na tržních datech je ocenění metodou tržního porovnání (Mařík, 2011, s. 305). Autor uvádí jako variantu tohoto ocenění metodu srovnatelných podniků, která se uplatní v případě, kdy jsou dostupné informace o ceně obchodovatelných akcií podobných podniků. V dřívějších publikacích je tento přístup popisován jako metoda relativního oceňování (Kislingerová, 2001, s. 242), ale základní předpoklady jsou stejné – podniky by měly být srovnatelné:

- předmětem podnikání;
- oborem, ve kterém působí;
- velikostí (např. tržby, kapitál);
- obdobně dlouhou historií;
- kapitálovou strukturou.

Autorka dále definuje praktický přístup k ocenění jako stanovení násobitele, který je poměrem tržní ceny k nějaké vztahové veličině. Mařík (2011, s. 306) uvádí některé základní postupy – například:

- cena akcie/zisk na akcii (P/E – Price/Earning);
- cena akcie/účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii (Market Value/Book Value);
- tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu/zisk před úroky a daní (Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes).

V souvislosti s možnými problémy tržních přístupů upozorňují Thomas, Gup (2010, s. 202) na rozdílná očekávání kapitálových trhů a individuálního kupujícího a zmiňují problémy vyplývající z omezeně vypovídající hodnoty akcií na málo likvidních trzích. Hálek (2009, s. 172) s uvedenými problémy souhlasí a dodává praktické doporučení využít místo aktuálního kurzu akcie průměrnou hodnotu za delší období. Mařík (2011, s. 319) také podporuje použití průměru za delší období a dodává, že další analytické postupy mohou vést k vyššímu vstupu subjektivních faktorů a snížení transparentnosti původního záměru ocenění založeného na tržních datech. Autor shrnuje, že se v praxi může nakonec vrátit většina problémů spojených s výnosovým oceněním.

3 Praktická část

Rozhodným dnem pro ocenění společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. je 31. prosinec 2014. Důvodem ocenění je stanovení hodnoty oceňované společnosti z pohledu jejího managementu.

3.1 Základní informace o společnosti

Předmětem ocenění je společnost Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. (dále také jako BMS), která sídlí v Praze 4, Budějovická 778/3, PSČ 140 00, vedená Městským soudem v Praze pod spisovou značkou C 480. Úplný výpis z obchodního rejstříku je dostupný v příloze 1. Výroční zprávy společnosti BMS byly ve sledovaných letech 2009–2014 auditovány společností Deloitte Audit s.r.o.

Společnost Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. byla založena 1. listopadu 1991 společností E.R. SQUIBB & SONS, INC. se sídlem v New Jersey, USA. Tehdejší obchodní jméno ConvaTec, spol. s r.o. reprezentovalo jednu z divizí, které působily v rámci mateřské společnosti Bristol-Myers Squibb Company (dále také jako BMS Company) a která se zabývala především zdravotnickými prostředky v oblasti péče o stomie a hojení ran (BMS Company, 2016).

Bristol-Myers Squibb Company ve své současné misi uvádí, že je globální biofarmaceutickou společností zaměřenou na výzkum, vývoj a dodávky inovativních léčivých přípravků pacientům s vážnými onemocněními (BMS Company, 2016a) a působící především v imun-onkologii, léčbě hepatitidy C a kardiovaskulárních onemocnění (BMS Company, 2016b).

V České republice působí Bristol-Myers Squibb Company prostřednictvím své pobočky, která importuje léčivé přípravky na český trh (především v oblastech onkologie, virologie, hematologie, revmatologie a imunologie) a je odpovědná za splnění zákonných požadavků souvisejících s registrací a monitoringem léčivých přípravků. Jako součást aktivit v oblasti výzkumu a vývoje provádí také klinické studie zjišťující účinky nových léčiv. Z pohledu zákona č. 378/2007 Sb., o léčivech, je BMS registrovaným distributorem s kvalifikovanou osobou Mgr. Petrou Havlínovou (SÚKL, 2016).

Z veřejně dostupných zdrojů (Bloomberg, 2016) vyplývá, že společnost E.R. SQUIBB & SONS L.L.C. je dceřinou společností BRISTOL-MYERS SQUIBB COMPANY, která je veřejně obchodována na burze cenných papírů v New Yorku (New York Stock Exchange, NYSE) pod označením BMY (NYSE, 2016).

Organizační struktura společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. se dělí na následující oddělení – prodejní a marketingové, personální, ekonomické, logistika, medicínský dohled, regulatorní záležitosti (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016a).

Produktové portfolio

Z veřejně přístupné odborné informační služby BMS (BMS, 2016) zřízené dle zákona č. 378/2007 Sb., o léčivech, vyplývá, že v České republice je společností BMS registrováno 19 léčivých přípravků ve 40 lékových formách, avšak dostupných na trhu je pouze 13 léčivých přípravků ve 20 lékových formách.

Z analýzy hrazených léčivých přípravků k 1. prosinci 2014 je patrné, že jsou v České republice dostupné také léčivé přípravky, u kterých jsou držitelé rozhodnutí o registraci další

společnosti skupiny Bristol-Myers Squibb Company. Jedná se zejména o léčivé přípravky uvedené v tabulce 1.

Tabulka 1 Seznam léčivých přípravků Bristol-Myers Squibb spol. s r.o.

Název léčivého přípravku	Kód ATC skupiny	Název ATC skupiny	Označení referenční skupiny	Indikace/oblast
Amikin	J01GB06	Amikacin	N/A	závažné infekce
Baraclude	J05AF10	Entekavir	60/2	hepatitida B
CeeNU Lomustine	L01AD02	Lomustin	N/A	onkologie
Eliquis	B01AF02	Apixaban	13/2	žilní tromboembolické příhody
Komboglyze	A10BD10	Metformin saxagliptin	N/A	diabetes mellitus 2. typu
Litalir	L01XX05	Hydroxymočovina	N/A	onkologie
Maxipime	J01DE01	Cefepim	N/A	závažné infekce
Onglyza	A10BH03	Saxagliptin	9/5	diabetes mellitus 2. typu
Orencia	L04AA24	Abatacept	70/3	revmatoidní artritida
Perfalgan	N02BE01	Paracetamol	79/2	středně silné bolesti
Prostaphlin	J01CF04	Oxacilin	N/A	závažné infekce
Reyataz	J05AE08	Atazanavir	N/A	HIV
Sprycel	L01XE06	Dasatinib	N/A	onkologie
Taxol	L01CD01	Paklitaxel	63/1	onkologie
Yervoy	L01XC11	Ipilimumab	N/A	onkologie

Zdroj: SÚKL (2014), vlastní zpracování

V tabulce 1 je uvedeno zařazení léčivých přípravků do konkrétních ATC⁴ skupin, které je možné využít pro pozdější identifikaci konkurentů a zjištění velikosti trhu. Dále jsou zobrazeny případné referenční skupiny, které jsou podrobněji popsány v následující kapitole.

3.2 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy je zkoumáno makroekonomické prostředí pomocí analýzy PEST, mikroekonomické okolí je podrobena rozboru oborových specifik a je vymezen trh včetně charakteristiky nejvýznamnějších konkurentů. Dále je analyzována atraktivita trhu, tržní podíl a vnitřní potenciál oceňované společnosti.

3.2.1 Analýza PEST

Politické faktory

Zdravotnictví v České republice je založeno na všeobecném zdravotním pojištění a úhradách z něj poskytovaných. Legislativní rámec je obsažen v zákoně č. 48/1997 Sb., o veřejném zdravotním pojištění, ve znění pozdějších předpisů, a dále jsou v samostatných právních předpisech upraveny činnosti zdravotních pojišťoven a regulace reklamy a v podzákoných normách je definována správná distribuční praxe, výroba a zacházení s léčivými přípravky.

⁴ ATC skupiny představují standardizované rozdělení léčiv na anatomicko-terapeuticko-chemické skupiny, které definuje Světová zdravotnická organizace (WHO, 2016) a které jsou využívány pro výměnu a srovnání dat o lécivech na národní i mezinárodní bázi.

Nejvýznamnějšími státními institucemi v oblasti léčivých přípravků jsou především:

- Ministerstvo zdravotnictví – mezi klíčové kompetence patří například povolení použít léčivé látky neuvedené v seznamu léčivých látek, vydává opatření pro zajištění dostupnosti léčivých přípravků důležitých pro poskytování zdravotních služeb, vydává dočasná opatření k povolení distribuce, výdeje a používání neregistrovaného léčivého přípravku.
- Státní ústav pro kontrolu léčiv – mezi pravomoci stanovené zákonem č. 37/2007 Sb., o léčivech, ve znění pozdějších předpisů, patří například vydávání rozhodnutí o registraci léčivých přípravků, povolení k výrobě léčivých přípravků, povoluje klinické hodnocení, provádí monitoring nežádoucích účinků, vede evidenci registrovaných léčivých přípravků. Dále na základě zákona č. 48/1997 Sb., o veřejném zdravotním pojištění, vydává SÚKL prostřednictvím správních řízení rozhodnutí o maximálních cenách hromadně vyráběných léčivých přípravků a rozhoduje o výši úhrady z veřejného zdravotního pojištění.

Praktickým problémem fungování Státního ústavu pro kontrolu léčiv je průměrná délka správních řízení především v oblasti stanovení a revizí úhrad. Od platnosti nových postupů pro stanovení úhrad v roce 2008 činila do konce roku 2014 průměrná délka správních řízení 329 dnů (SÚKL, 2016d). Ačkoliv v roce 2014 a 2015 byla již průměrná délka 150 dnů (SÚKL, 2016d), jedná se stále o významnou překážku pro rychlý vstup nových léčivých přípravků do systému úhrad a také negativní faktor zvyšující nejistotu pro další strategické podnikové plánování.

Specifickou roli zaujímá ve farmaceutickém průmyslu propagace a reklama, která je regulována zejména zákonem č. 37/2007 Sb., o léčivech, a zákonem č. 40/1995 Sb., o regulaci reklamy, ve znění pozdějších předpisů. Významné je především rozlišení reklamy zaměřené na odbornou veřejnost (zdravotnické profesionály) a laickou veřejnost. Poslední novela zákona o reklamě z ledna 2013 dále omezila podporu kongresů a odborných akcí, dary zdravotnickým profesionálům, poskytování vzorků a upravila navštěvování zdravotnických profesionálů obchodními reprezentanty farmaceutických firem.

Další regulací nad rámec zákonných požadavků představuje dobrovolná iniciativa Asociace inovativního farmaceutického průmyslu (AIFP) s názvem Transparentní spolupráce (AIFP, 2016), která má za cíl zveřejňovat aktivity členských firem se zdravotnickými profesionály – např. účasti na klinických studiích, přednášky a konzultace, účasti na kongresech a sponzorování. První data za rok 2015 by měla být poskytnuta firmami do 30. června 2016, a proto je zatím obtížné hodnotit míru dodržování požadavků na zveřejnění a také reakce dotčené odborné veřejnosti.

Ekonomické faktory

Mezi základní relevantní makroekonomické ukazatele patří hrubý domácí produkt a struktura výdajů na zdravotnictví. Základní přehled a vývoj v letech 2001–2013 přináší tabulka 2.

Tabulka 2 Výdaje zdravotních pojišťoven a HDP v letech 2001–2013

Segment zdravotní péče	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ambulantní péče celkem	39,6	43,4	48,2	54,4	55,5	58,0	58,8	60,1
Ústavní péče celkem	83,7	92,4	99,2	108,0	111,8	113,1	113,8	112,7

Segment zdravotní péče	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Léky na recept	33,9	33,6	32,7	36,7	34,3	34,1	36,1	34,6
Zdrav. prostředky na poukazy	4,5	5,2	5,6	6,0	6,0	6,3	6,2	6,1
Náklady na zdravotní péči celkem	174,2	183,7	197,3	217,7	222,5	225,5	231,3	229,9
HDP (běžné ceny)	3 507,1	3 831,8	4 015,3	3 921,8	3 953,7	4 022,5	4 041,6	4 077,1
Zdravotní péče (podíl na HDP)	4,97 %	4,79 %	4,91 %	5,55 %	5,63 %	5,61 %	5,72 %	5,64 %
Léky na recept (podíl na HDP)	0,97 %	0,88 %	0,82 %	0,93 %	0,87 %	0,85 %	0,89 %	0,85 %

Zdroj: ÚZIS (2016), ČSÚ (2016), vlastní zpracování
Údaje jsou uvedeny v mld. Kč.

Z tabulky 2 výdajů na zdravotnictví jsou patrné následující trendy:

- Celkové náklady na zdravotnictví vzrostly mezi roky 2001 a 2013 o 80 %, avšak výdaje na léky na recept pouze o 30 %, což je nejméně ze všech uvedených skupin zdravotní péče.
- Od roku 2010 je zřejmý absolutní pokles výdajů na léky na recept, který byl způsoben účinností revizí úhrad v souvislosti s novým systémem stanovení úhrad přijatým v roce 2008. Mezi roky 2009 a 2013 poklesly výdaje na léky na recept o 6 %, avšak celkové náklady na zdravotnictví vzrostly o 4 %.
- Podíl výdajů na léky na recept na celkových výdajích klesl v letech 2001 až 2013 z 21,7 % na 15,6 %.
- Podíl výdajů pojišťoven na zdravotní péči k HDP vzrostl v letech 2001–2013 o 0,6 procentního bodu, avšak v letech 2009–2013 dosahoval stabilního podílu v rozmezí 5,44–5,54 %.
- Podíl nákladů na léky na recept k HDP byl v letech 2007–2013 relativně stabilní v rozmezí 0,82–0,93 %.
- Část výdajů na léčivé přípravky je zahrnuta v části ústavní péče, a proto není možné považovat výdaje na léky na recept za jediný ukazatel hodnocení velikosti farmaceutického trhu.

Národní statistiku je vhodné doplnit o srovnání s celkovými zahraničními výdaji na zdravotní péči a dále zkoumat související trendy. Údaje za vybrané země jsou zobrazeny v následující tabulce 3.

Tabulka 3 Výdaje na zdravotní péči per capita

	2002	2006	2011	2012	2013	2014	2014 vs. 2002	2014 vs. 2006
Česká republika	1 195	1 565	2 041	2 058	2 064	2 146	79,6 %	37,2 %
Slovensko	730	1 356	1 963	2 065	2 080	2 179	198,5 %	60,7 %
Velká Británie	2 201	2 972	3 255	3 323	3 374	3 377	53,4 %	13,6 %
Německo	2 959	3 587	4 610	4 710	4 837	5 182	75,1 %	44,5 %
Rakousko	3 136	3 795	4 677	4 863	4 889	5 039	60,7 %	32,8 %
USA	5 576	7 122	8 524	8 790	8 988	9 403	68,6 %	32,0 %
Japonsko	2 137	2 604	3 457	3 622	3 713	3 727	74,4 %	43,1 %

	2002	2006	2011	2012	2013	2014	2014 vs. 2002	2014 vs. 2006
Evropská unie	2 120	2 692	3 351	3 390	3 437	3 524	66,2 %	30,9 %
Vysokopříjmové země: OECD	3 153	4 018	4 959	5 098	5 204	5 389	70,9 %	34,1 %
Vysokopříjmové země: nonOECD	653	950	1 466	1 567	1 681	1 764	170,1 %	85,7 %

Zdroj: The World Bank (2016), vlastní zpracování

Údaje jsou uvedeny v USD, konstantní kurzy roku 2011.

Stručná analýza údajů z tabulky 3 poskytuje tyto závěry:

- Růst výdajů na zdravotní péči v České republice ve sledovaných letech předstihl všechny uvedené vyspělé země, průměr zemí Evropské unie i vysokopříjmových zemí OECD.
- Určitou anomálii představuje Slovensko, neboť výdaje na zdravotní péči byly v roce 2002 neobvykle nízké v porovnání s ostatními zeměmi. Vysoký růst tak spíše představuje vyrovnání s hladinou výdajů srovnatelnou například s Českou republikou.
- Výdaje na zdravotní péči v České republice roce 2014 dosahovaly 61 % výdajů v EU a 40 % výdajů vysokopříjmových zemí OECD.

Na základě identifikovaných skutečností je možné učinit následující dílčí závěry:

- Vzhledem k systému cenového referencování léčivých přípravků při stanovení maximální ceny v České republice není možné očekávat výrazné zvyšování podílu léčiv na celkových výdajích na zdravotnictví. Očekávaný podíl léčiv na výdajích zdravotnictví je možné vyvodit z trendů let 2009–2013 tedy přibližně 34–35 % resp. podíl 0,85–0,93 % na HDP.
- Na základě přetrvávajících významných rozdílů v celkových výdajích na zdravotní péči a rychlosti růstu výdajů per capita v České republice není zřejmý trend vedoucí k omezení celkových výdajů na zdravotní péči i léčiva v následujících letech za předpokladu, že nedojde k významnému ekonomickému zaostávání České republiky za vyspělým světem.
- Z výše uvedených závěrů je možné dovodit jako vhodnou aproximaci budoucích výdajů na léčivé přípravky fixní podíl ve výši 0,88 % na HDP (průměr let 2009–2014) a očekávané tempo růstu HDP.

V rámci ekonomických faktorů působících na farmaceutické odvětví v České republice představuje zvláštní ekonomickou činnost paralelní obchod s léčivými přípravky, který existuje v situaci, kdy se ceny léčivých přípravků významně liší v různých zemích. Cenová diferenciací je způsobena především rozdílnými národními regulacemi cen léčivých přípravků, kurzovými rozdíly, nebo odlišnými prodejními strategiemi farmaceutických společností a distributorů. Vzhledem ke skutečnosti, že cenová regulace v České republice vychází ze tří nejnižších cen referenčních zemí Evropské unie, je trh České republiky spíše zdrojem pro paralelní export do jiných zemí. Dle údajů Asociace inovativního farmaceutického průmyslu (AIFP, 2016a) se v roce 2014 jednalo o vývoz v hodnotě přibližně 5 mld. Kč (6 mil. balení), což činí téměř 15 % celkových výdajů na léčiva na recept v České republice. Výsledkem je nejen nedostupnost léků pro pacienty v České republice, ale také deformace trhu a tlak na klesající ziskovost českých poboček a distributorů.

Sociální faktory

Pozitivní vliv inovativních léčiv je možné spatřovat především ve zvyšování kvality a prodlužování délky života populace (AIFP, 2016b). Také v České republice je zřejmý rostoucí trend v očekávané době dožití, kdy na základě údajů Českého statistického úřadu (2016) za posledních dvacet let vzrostl očekávaný věk u mužů na 75,8 let (nárůst o 6,2 roku) a u žen na 81,7 let (nárůst o 5,1 let).

Prodlužující se průměrná očekávaná doba dožití může v kombinaci s nezdravým životním stylem souviset s častějším výskytem kardiovaskulárních onemocnění, rakoviny, diabetu, obezity a mnoha dalších závažných chorob (PhRMA, 2014). Je tedy možné očekávat, že demografický a sociální vývoj spíše přispívá k rozvoji potenciálu farmaceutického trhu i poptávce po léčivých přípravcích společnosti BMS, neboť incidence onemocnění, na které je zaměřena významná část portfolia společnosti, je právě spojena s vyšším věkem.

Technologické faktory

Inovativní léčivé přípravky nejen poskytují pacientům léčbu dosud obtížně léčitelných onemocnění, ale také nižší výskyt nežádoucích účinků a vyšší bezpečnost léčby (PhRMA, 2014). Dále inovativní farmaceutický průmysl podporuje ekonomiku a zaměstnanost v České republice a jen členské firmy Asociace inovativního farmaceutického průmyslu (AIFP, 2016b) investují v České republice do výzkumu a vývoje ročně přibližně 1 mld. Kč. V celosvětovém měřítku se jednalo v roce 2014 o investice ve výši zhruba 141,6 mld. USD (IFPMA, 2016).

Mezi základní fáze výzkumu a vývoje léčivého přípravku patří objev nové sloučeniny, preklinická fáze (např. informace o chování látky v organismu, toxicita, tolerance), fáze klinického vývoje (je zkoumána účinnost a bezpečnost na lidech – nejčastěji rozdělena do tří fází), registrační fáze u státních autorit a uvedení léčiva na trh, postregistrační fáze a dlouhodobé studie shromažďující informace např. o nežádoucích účincích, interakcích s jinými léky a také vliv na délku a kvalitu života pacientů (IFPMA, 2016).

Vlastní farmaceutický výzkum je však nákladný, časově náročný a rizikový, neboť jen jedna z deseti tisíc nových molekul úspěšně projde celým procesem a je uvedena na trh v době trvající průměrně 12–16 let (IFPMA, 2016). Je možné shrnout, že farmaceutické odvětví je velmi dynamické a vysoce inovativní, neboť právě výzkum a vývoj přináší konkurenční výhody.

Shrnutí analýzy PEST

Z provedené analýzy vyplývá existence řady vnějších faktorů s významným vlivem na oceňovanou společnost. Jedná se především o oblast legislativní regulace a restrikce cenotvorby, úhrad a marketingových a reklamních aktivit. Dále je vývoj odvětví úzce spojen s celkovým ekonomickým vývojem a další dynamikou podílu výdajů na zdravotní péči a léčivé přípravky. V neposlední řadě je také patrný spíše pozitivní vliv demografických trendů a naopak negativně působící rizika spojená s dlouhodobým a náročným charakterem výzkumu a vývoje.

3.2.2 Specifika mikroekonomického prostředí léčivých přípravků

Na základě zákona č. 47/1997 Sb., o veřejném zdravotním pojištění, ve znění pozdějších předpisů, jsou léčivé přípravky v České republice regulovány maximální cenou a výší úhrady. Proces cenotvorby a kategorizace je od roku 2008 svěřen Státnímu ústavu pro kontrolu léčiv (dále také jako SÚKL).

Maximální cena léčivého přípravku je nejvyšší možná cena výrobce, za kterou je konkrétní léčivý přípravek dodáván dalším článkům distribučního řetězce. V České republice je maximální cena stanovena jako průměr tří nejnižších cen daného léčivého přípravku v 18 referenčních zemích Evropské unie. Maximální cena je stanovena pro každou velikost balení a sílu konkrétního léčivého přípravku.

V případě úhrady poskytované z veřejného zdravotního pojištění je rozhodující, zda je daná léčivá látka zařazena do referenční skupiny zahrnující léčivé přípravky, které jsou v zásadě terapeuticky zaměnitelné a v nich obsažené léčivé mají obdobnou nebo blízkou účinnost, bezpečnost a klinické využití. Konkrétní referenční skupiny definuje vyhláška č. 386/2011 Sb., kterou se mění vyhláška č. 384/2007 Sb., o seznamu referenčních skupin.

Současně jsou stanoveny Státním ústavem pro kontrolu léčiv ke každé léčivé látce v referenční skupině obvyklé denní terapeutické dávky. Jednotlivá léčiva následně získají identickou výši i podmínky úhrady na základě obvyklé denní terapeutické dávky pro určitou léčivou látku.

Specifickou kategorií dočasné úhrady představuje statut vysoce inovativního léčivého přípravku, kdy konkrétní přípravek musí splňovat kvalitativní i kvantitativní podmínky vyšší účinnosti nebo bezpečnosti definované vyhláškou. Takto stanovená úhrada může fungovat nejdéle tři roky a léčivý přípravek je hrazen pouze v centrech se speciální smlouvou a evidován v registru, který ověřuje účinnost a bezpečnost v běžné klinické praxi. Tento způsob úhrady je typický především pro onkologické přípravky.

3.2.3 Vymezení trhu a nejvýznamnějších konkurentů

Trh, na kterém působí společnost BMS je možné charakterizovat následujícím způsobem:

- Trh léčivých přípravků pro specifická onemocnění resp. ATC či referenční skupiny (funkční vymezení).
- Trh České republiky (geografické vymezení).
- Zákazníky jsou poskytovatelé zdravotnických služeb, pacienti a zdravotní pojišťovny.
- Konkurenti jsou ostatní výrobci a distributoři léčivých přípravků pro daná onemocnění působících na území České republiky.

Identifikace hlavních konkurentů

V této části analýzy konkurenční síly je identifikováno šest konkurenčních farmaceutických společností, které mají podobnou strukturu portfolia i obdobný obchodní model. Jednotlivé společnosti jsou doplněny o stručné představení a základní finanční údaje (zisk před odpisy, úroky a zdaněním – EBIT, zisk po zdanění – EAT) Souhrnné hodnocení nejvýznamnějších faktorů je uvedeno v závěru této podkapitoly.

AstraZeneca Czech Republic s.r.o.

AstraZeneca je mezinárodní farmaceutická společnost s výzkumným programem zaměřeným na gastroenterologii, anesteziologii, kardiovaskulární onemocnění, onkologii, onemocnění centrální nervové soustavy, infekční onemocnění a další oblasti (AstraZeneca, 2016). Společnost uvádí tržby roku 2015 ve výši přes 25 mld. USD, náklady na výzkum a vývoj přes 4 mld. USD a celosvětový počet zaměstnanců více než 51 tis. lidí. V České republice působí dceřiná společnost od 13. června 1995 (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016b) a vybrané informace o jejím hospodaření jsou zobrazeny v tabulce 4.

Tabulka 4 Základní informace o společnosti AstraZeneca Czech Republic s.r.o.

	2012	2013	2014
Tržby (tis. Kč)	1 738 353	1 567 144	1 593 554
EBIT (tis. Kč)	15 631	45 354	-11 010
EAT (tis. Kč)	12 720	43 649	-6 930
Bilanční suma (tis. Kč)	891 633	592 757	477 597
Vlastní kapitál (tis. Kč)	624 879	218 529	211 599
Podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě	70,08 %	36,87 %	44,30 %
Počet zaměstnanců	119	106	108

Zdroj: (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016b), vlastní zpracování

Z přehledu tabulky 4 vyplývá klesající zisk zisk a bilanční suma. AstraZeneca však ve své výroční zprávě za rok 2014 uvádí splnění interního plánu tržeb na 103,2 % a zmiňuje rozšiřování produktového portfolia především v oblasti onkologie a plicních onemocnění. Z tohoto důvodu není možné učinit jednoznačný závěr o dalším očekávaném vývoji hospodářských výsledků.

Bayer s.r.o.

Společnost Bayer se označuje za globální společnost působící v oblastech péče o zdraví a zemědělství (Bayer, 2016). Společnost uvádí, že ve farmacii působí v segmentu léčivých přípravků na předpis také v oblasti volně prodejných léčiv a veterinárních přípravků. V roce 2015 zaměstnávala přibližně 117 tis. lidí, dosáhla celosvětových tržeb ve výši 46,3 mld. EUR a investovala do výzkumu a vývoje 4,3 mld. EUR. V České republice podniká dceřiná společnost Bayer s.r.o. od 31. října 1990 (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016c). Základní informace o ní shrnuje tabulka 5.

Tabulka 5 Základní informace o společnosti Bayer s.r.o.

	2012	2013	2014
Tržby (tis. Kč)	3 245 228	3 437 669	4 054 221
EBIT (tis. Kč)	104 096	127 049	136 851
EAT (tis. Kč)	83 405	96 199	106 997
Bilanční suma (tis. Kč)	572 421	698 361	682 417
Vlastní kapitál (tis. Kč)	289 309	285 507	242 504
Podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě	50,54 %	40,88 %	35,54 %
Počet zaměstnanců	170	178	181

Zdroj: (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016c), vlastní zpracování

Tržby, zisk i bilanční suma uvedené v tabulce 5 rostly v roce 2013 i 2014 a společnost Bayer se vyšší tržeb řadí na druhé místo mezi vybranými konkurenčními firmami.

Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.

Boehringer Ingelheim vznikla v roce 1885 jako rodinná firma v německém Ingelheimu a v současné době má 145 poboček po celém světě s více než 44 tis. zaměstnanci (Boehringer Ingelheim, 2016). Věnuje se výzkumu, vývoji, výrobě a prodeji originálních humánních a veterinárních přípravků. V roce 2011 vykázala tržby ve výši 13,2 miliardy eur a 23,5 % čistého zisku směřovala do výzkumu a vývoje léčivých přípravků na předpis. V České republice působí pobočka Boehringer Ingelheim, spol. s r.o. od 30. října 1992 (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016d). Stručné hrnutí hospodářských ukazatelů je uvedeno v tabulce 6.

Tabulka 6 Základní informace o společnosti Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.

	2012	2013	2014
Tržby (tis. Kč)	2 075 972	2 070 495	2 027 626
EBIT (tis. Kč)	46 866	52 038	53 224
EAT (tis. Kč)	35 373	40 377	42 319
Bilanční suma (tis. Kč)	697 378	534 232	513 191
Vlastní kapitál (tis. Kč)	107 816	112 820	155 139
Podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě	15,46 %	21,12 %	30,23 %
Počet zaměstnanců	87	90	100

Zdroj: (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016d), vlastní zpracování

Tržby společnosti Boehringer Ingelheim vykazují v tabulce 6 spíše stagnující až mírně klesající trend, avšak zisk je mírně rostoucí. Vzhledem k velikosti tržeb se řadí společnost ve srovnávané skupině mezi středně velké.

Krka ČR, s.r.o.

Skupina Krka sídlí ve Slovinsku a zabývá se především vývojem, výrobou, prodejem a marketingem léčivých přípravků na předpis (např. onkologie, léčba infekcí, léčba Parkinsonovy choroby a schizofrenie), volně prodejných léčiv, kosmetiky a veterinárních přípravků. Výroba probíhá ve Slovinsku, v Polsku, Ruské federaci, Chorvatsku a v Německu (Krka, 2016). V České republice vznikla společnost Krka ČR, s.r.o. dne 26. března 1996 (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016e). Přehled vybraných ukazatelů je dostupný v tabulce 7.

Tabulka 7 Základní informace o společnosti Krka ČR, s.r.o.

	2012	2013	2014
Tržby (tis. Kč)	446 014	414 297	384 047
EBIT (tis. Kč)	20 309	17 505	16 142
EAT (tis. Kč)	12 365	11 667	10 923
Bilanční suma (tis. Kč)	122 639	94 761	78 278
Vlastní kapitál (tis. Kč)	100 800	71 384	54 899
Podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě	82,19 %	75,33 %	70,13 %
Počet zaměstnanců	225	232	212

Zdroj: (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016e), vlastní zpracování

Ve sledovaném období v tabulce 7 klesaly společnosti Krka ČR tržby, zisk, bilanční suma i vlastní kapitál. I přes tyto skutečnosti společnost ve výroční zprávě za rok 2014 zmiňuje svoji silnou pozici náležící mezi deset nejvýznamnějších farmaceutických společností v České republice.

Novartis s.r.o.

Společnost Novartis sídlí od roku 1996 v Basileji a v současné době zaměstnává 135 tis. lidí ve 140 zemích (Novartis, 2016). Společnost dle vlastního vyjádření investovala v roce 2013 do výzkumu a vývoje nových léčiv částku 9,6 mld. USD a zaměřovala se mimo jiné léčbu srdečního selhání, onemocnění kůže, roztroušené sklerózy a onkologická onemocnění. V České republice je společnost přítomna prostřednictvím pobočky Novartis s.r.o. založené 22. listopadu 1995 (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016f) a její základní ekonomické údaje shrnuje tabulka 8.

Tabulka 8 Základní informace o společnosti Novartis s.r.o.

	2012	2013	2014
Tržby (tis. Kč)	2 942 445	2 922 620	3 034 934
EBIT (tis. Kč)	53 581	52 455	89 479
EAT (tis. Kč)	54 041	48 334	82 230
Bilanční suma (v tis. Kč)	1 513 627	1 507 095	1 646 223
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	292 053	340 387	422 617
Podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě	19,29 %	22,59 %	25,67 %
Počet zaměstnanců	255	216	276

Zdroj: (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016f), vlastní zpracování

I přes mírný nárůst tržeb vykazuje zisk společnosti Novartis v tabulce 8 významný nárůst. Společnost ve výroční zprávě za rok 2014 uvádí růst tržeb za zboží především v divizi Pharma a za poskytnuté služby divizí IT Hub.

Pfizer, spol. s r.o.

Společnost Pfizer byla založena v roce 1849 a v současné době je výzkum a vývoj zaměřen na 10 hlavních terapeutických oblastí – mj. v segmentech kardiovaskulární a nádorová onemocnění, diabetes, osteoporóza, infekční onemocnění, onemocnění zraku a centrálního nervového systému (Pfizer, 2016). Společnost v roce 2013 zaměstnávala přibližně 80 tis. lidí, dosáhla tržeb ve výši 51,6 mld. USD a investovala do výzkumu a vývoje 6,7 mld. USD. Společnost Pfizer, spol. s r.o. působí v České republice od 28. května 1993 (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016g). Stručné shrnutí vybraných ekonomických ukazatelů přináší tabulka 9.

Tabulka 9 Základní informace o společnosti Pfizer, spol. s r.o.

	2012	2013	2014
Tržby (tis. Kč)	3 118 050	5 406 949	4 946 388
EBIT (tis. Kč)	59 933	177 866	165 379
EAT (tis. Kč)	48 056	144 218	133 765
Bilanční suma (tis. Kč)	2 529 916	2 811 782	2 921 640
Vlastní kapitál (tis. Kč)	1 042 633	1 562 356	1 696 121
Podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě	41,21 %	55,56 %	58,05 %
Počet zaměstnanců	203	183	170

Zdroj: (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016g), vlastní zpracování

Společnost Pfizer představuje výši tržeb i bilanční sumou v roce 2014 (uvedeno v tabulce 9) největší společnost ze srovnávaných konkurentů. Její hospodářské výsledky a ziskovost jsou však poměrně volatilní.

Z výše uvedených základních údajů o konkurenčních společnostech je zřejmé, že BMS je z pohledu počtu zaměstnanců nejmenší (36 zaměstnanců v roce 2014). Také při srovnání absolutní výše tržeb je společnost BMS druhou nejmenší po společnosti Krka. Ostatní srovnávané společnosti dosahují zhruba 3–10násobně vyššího obrátu. Avšak dosažené tržby na zaměstnance i ziskovost patří k lepším ve skupině. Podrobnější zkoumání finanční pozice je dostupné v kapitole věnující se finanční analýze.

3.2.4 Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu je založena na klíčových charakteristikách trhu, které jsou jednotlivě hodnoceny na stupnici 0 (neatraktivní trh) až 6 (velmi atraktivní trh). Následně jsou dílčí hodnocení s přiřazenou váhou shrnuta do celkového posouzení trhu.

Růst trhu

Míru růstu trhu je možné hodnotit prostřednictvím počtu balení, celkových výdajů a případně množství doporučených denních dávek léčivých přípravků. Shrnutí vývoje v období 2006–2015 je uvedeno v tabulce 10 níže.

Tabulka 10 Vývoj trhu léčivých přípravků (2006–2015)

Rok	Počet balení (mil. ks)	Změna (%)	Výdaje (mil. Kč)	Změna (%)	Počet DDD (mil. ks)	Změna (%)	Průměrná cena balení (Kč)
2006	320	-13 %	43 658	-7 %	5 030	-7 %	136
2007	343	7 %	50 113	15 %	5 806	15 %	146
2008	318	-7 %	52 799	5 %	5 516	-5 %	166
2009	312	-2 %	58 307	10 %	5 774	5 %	187
2010	305	-2 %	59 037	1 %	6 053	5 %	194
2011	297	-3 %	58 710	-1 %	6 083	0 %	198
2012	280	-6 %	58 627	0 %	6 125	1 %	209
2013	269	-4 %	55 251	-6 %	6 141	0 %	206
2014	264	-2 %	56 462	2 %	6 295	3 %	214
2015	267	1 %	61 979	10 %	6 481	3 %	232
2015 vs. 2006	-17 %	-	42 %	-	29 %	-	70 %

Zdroj: SUKL (2016b), vlastní zpracování
DDD – doporučená denní dávka

Z přehledu tabulky 10 je v období 2006–2015 patrný pokles v počtu balení (-17 %), nárůst v počtu doporučených denních dávek (29 %) a celkových výdajů (42 %). Je proto zřejmé, že spotřeba léčiv roste, ačkoliv nominální počet balení klesá. Průměrný roční růst výdajů ve sledovaném období činil 4 %, růst doporučených denních dávek představoval 2,9 %. Specifickým obdobím je rok 2015, kdy došlo k nárůstu výdajů o 10 % při zachování 3% růstu denních dávek. Při vyloučení roku 2015 by činil průměrný roční růst 3,3 % (výdaje) a 2,8 % (denní dávky). Průměrné hodnoty růstu trhu v kontextu jednotlivých meziročních změn představují spíše průměrnou míru atraktivity trhu se stupněm 3.

Velikost trhu

Hodnocení velikosti trhu je možné založit na srovnání výdajů na léčiva v rámci zemí Evropské unie a dalších vybraných vyspělých zemí. Z přehledu uvedeného v příloze 2 vyplývá, že Česká republika s podílem 19 % výdajů na léčiva z celkových výdajů na zdravotnictví (dle metodiky OECD) patří spíše k průměrným zemím. Proto je atraktivita trhu hodnocena stupněm 3.

Intenzita konkurence

Na českém trhu působí 493 subjektů registrovaných jako distributor léčivých přípravků (SÚKL, 2016c). Ačkoliv je možné předpokládat, že se nejedná ve všech případech o aktivní společnosti, je možné charakterizovat míru konkurence jako velmi silnou a z toho důvodu míru atraktivity jako podprůměrnou s hodnotícím stupněm 1.

Průměrná rentabilita

Ziskovost farmaceutického odvětví je v České republice ovlivněna cenovou a úhradovou regulací, která omezuje lokální ziskovost. Také degresivní výše maximální obchodní přírážky působí negativně na ziskovost vysoce hodnotných léčivých přípravků. Závěrem je podprůměrné hodnocení atraktivity trhu na stupni 2.

Bariéry vstupu do odvětví

Farmaceutický trh je významně regulovaný ve všech částech výrobního i distribučního řetězce, a proto atraktivita trhu z pohledu subjektů, které jsou schopny naplnit veškeré legislativní požadavky vstupu, je relativně nadprůměrná (hodnoceno stupněm 4), neboť legislativní bariéry chrání trh před další konkurencí.

Možnost substituce

V obecném hodnocení substituce léčivých přípravků je možné vycházet z rozdělení na originální a generická léčiva, nebo se lze zaměřit podrobněji na jednotlivé ATC skupiny či referenční skupiny. BMS dodává léčivé přípravky celkem v 15 ATC skupinách, avšak pouze ve dvou (J01GB06 – Amikacin, L01CD01 – Paklitaxel) existuje více konkurenčních přípravků. Dalších 5 ATC skupin je sdruženo do referenčních skupin, které představují možnost další substituce. Z uvedeného vyplývá, že 7 z 15 ATC skupin, ve kterých je společnost BMS přítomna, umožňuje určitou míru substituce, a proto je hodnocení tohoto faktoru průměrné se stupněm 3.

Patentová ochrana

Farmaceutické odvětví je významně závislé na vysoce nákladných inovacích, které vyžadují patentovou ochranu, aby bylo možné zajistit alespoň po omezený čas ziskovost nového produktu a získat zdroje na výzkum a vývoj. Z tohoto důvodu je velmi důležitá ochrana duševního vlastnictví, která je v České republice na vysoké úrovni odpovídající standardům v Evropské unii, a proto je možné hodnotit stupněm 6.

Citlivost na konjunkturu

Výdaje na zdravotnictví by měly souviset s vývojem HDP, neboť systém financování veřejného zdravotního pojištění je odvozen od mzdových nákladů a zdravotně pojistné plány zdravotních pojišťoven předpokládají dlouhodobě vyrovnané bilance. Z korelační analýzy mezi hrubým domácím produktem a výdaji na léčiva v letech 2006–2015 je zřejmý koeficient 0,8, který vypovídá o relativně silné pozitivní závislosti. Ačkoliv léčiva nejsou zbytným statkem, výsledek korelační analýzy spíše vypovídá o schopnosti systému veřejného zdravotního pojištění hradit vyšší náklady související s další léčbou v situaci, kdy jsou dostupné finanční zdroje. Z tohoto důvodu je možné hodnotit atraktivitu trhu z pohledu citlivosti na konjunkturu podprůměrně stupněm 2.

Legislativní omezení

Farmaceutický trh je silně regulován ve fázi výzkumu a vývoje, výroby, distribuce i výdeje léčivých přípravků. Zákon č. 378/2007 Sb., o léčivech, v platném znění, a navazující právní předpisy stanoví řadu specifických požadavků, které mohou být často velmi nákladné

(například zajištění správné distribuční praxe v podmínkách různých teplotních zón, proces reportingu a vedení dokumentace, zajištění systému monitoringu nežádoucích příhod). Rozsah a míra legislativních omezení a související náklady představují spíše nižší míru atraktivity trhu hodnocenou stupněm 2.

Souhrnné hodnocení atraktivity trhu

Následující tabulka shrnuje bodová hodnocení přidělená v předchozí části kapitoly doplněná o individuální váhy, které přiřazují jednotlivým kritériím relativní význam. Za nejdůležitější charakteristiky trhu jsou považovány kritéria růstu a velikosti trhu, neboť přímo souvisí s velikostí tržeb oceňované společnosti. Méně významná kritéria jsou intenzita konkurence, průměrná rentabilita a legislativní omezení, která mají také silný vliv na tržby, avšak patří spíše k druhotným faktorům. Ostatní kritéria mají přidělenou nejnižší váhu z důvodu jejich předchozího zobrazení v celkovém růstu a velikosti trhu. Souhrnné hodnocení dílčích kritérií atraktivity trhu léčivých přípravků shrnuje tabulka 11.

Tabulka 11 Hodnocení atraktivity trhu léčivých přípravků

	Váha	Bodové hodnocení jako kritérium atraktivity							Celkem body	Váha * body
		Negativní		Průměrné			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				3				3	9
Velikost trhu	3				3				3	9
Intenzita konkurence	2		1						1	2
Průměrná rentabilita	2			2					2	4
Bariéry vstupu	1					4			4	4
Možnosti substituce	1				3				3	3
Patentová ochrana	1							6	6	6
Citlivost na konjunkturu	1		2						2	2
Legislativní omezení	2		2						2	4
Celkem	16	-	-	-	-	-	-	-	26	43

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce 11 je celková atraktivita trhu stanovena jako = získané body / možné body celkem = 43 / (16*6) = 44,79 %. Z vypočtené hodnoty je patrné, že se jedná o lehce podprůměrně atraktivní trh, kdy hlavními příčinami je relativně průměrný růst trhu, průměrná velikost trhu a spíše průměrné až podprůměrné hodnocení ostatních faktorů.

3.2.5 Analýza tržního podílu, vnitřního potenciálu a faktorů konkurenční síly

Nejdříve je společnost BMS podrobena zkoumání vývoje tržního podílu a následně je provedena analýza vnitřního potenciálu, která využívá přímé a nepřímé faktory s vlivem na rozvoj oceňovaného podniku. Bodová hodnocení faktorů jsou stanovena na stupnici 0–6 bodů, kde nula znamená nejméně vyhovující, stupeň tři průměrné a stupeň šest nejvíce vyhovující hodnocení.

Stanovení současných tržních podílů

Tržní podíl společnosti BMS je určen jako poměr tržeb a celkových výdajů na léčiva, které jsou dostupné ze statistik Státního ústavu pro kontrolu léčiv. Takto definovaný trh je relativně

široce vymezen, neboť společnost BMS není přítomna ve všech tržních segmentech reprezentovaných ATC skupinami či referenčními skupinami. Avšak celková velikost farmaceutického trhu představuje skutečný tržní potenciál v České republice. Následující tabulka 12 zobrazuje vývoj v letech 2009–2014 (po odprodeji divize zdravotnických prostředků ConvaTec v roce 2008).

Tabulka 12 Vývoj tržního podílu společnosti BMS (2009–2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výdaje bez obchodní přírážky a DPH (mil. Kč)	58 306,7	59 037,4	58 710,3	58 627,0	55 251,1	56 461,8
Tržby BMS	335,0	325,7	350,2	441,8	501,1	529,8
Tržní podíl BMS	0,575 %	0,552 %	0,596 %	0,754 %	0,907 %	0,938 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnost ČR (2016a), SÚKL (2016b), vlastní zpracování

Z vypočtených hodnot tržního podílu v tabulce 12 je zřejmé, že tržní podíl společnosti BMS je vzhledem k celkovým výdajům na léčiva relativně malý. Avšak ve sledovaném období dokázala společnost při poklesu celkového trhu o 3,8 % zvýšit tržby o 58,2 % (průměrný roční růst 9,6 %), a tak navýšit svůj tržní podíl o 63,3 % (průměrný roční růst 10,3 %). Důvodem jsou inovace v portfoliu a poměrně dobrá odolnost úrovně úhrad léčivých přípravků společnosti v průběhu revizí prováděných Státním ústavem pro kontrolu léčiv.

Cena produktů a úhrada

Významným faktorem konkurenční síly je výše získané úhrady léčivých přípravků z veřejného zdravotního pojištění. Plně, nebo alespoň částečně hrazený přípravek je pro pacienty levnější a přístupnější. Také pro lékaře je ve vztahu s pacientem snazší předepisovat hrazené léčivo. Tabulka 13 přináší srovnání počtu hrazených léčivých přípravků (všechny druhy balení, všichni držitelé registrací v rámci skupiny) a průměrnou výši úhrady na obvyklou denní terapeutickou dávku.

Tabulka 13 Přehled hrazených léčivých přípravků a průměrná výše úhrady

	Počet hrazených léčivých přípravků	Průměrná výše úhrady na obvyklou denní terapeutickou dávku (Kč)
Bristol-Myers Squibb	33	14 656
AstraZeneca	44	151
Bayer	74	3 434
Boehringer	39	897
Krka	351	16
Novartis	87	6 568
Pfizer	188	404
Medián	74	897
Průměr	117	3 732

Zdroj: SÚKL (2014), vlastní zpracování

Z tabulky 13 je zřejmá vysoká průměrná výše úhrady, kterou získala společnost BMS. Tato hodnota je však výrazně ovlivněna léčivým přípravkem Yervoy (určeného k léčbě melanomu – jedné z forem rakoviny kůže), který obdržel úhradu na denní terapeutickou dávku ve výši 94,9 tis. Kč (balení 10 ml) a 378,5 tis. (balení 40 ml). Vyloučením těchto dvou velmi specifických přípravků by došlo ke snížení průměrné výše úhrad léčivých přípravků společnosti BMS na 329 Kč. Další analýzou by bylo možné vyloučit také v případě ostatních

společností některé z inovativních a vysoce hodnotných přípravků, avšak tento postup by dále snižoval vypovídací schopnost přehledu a vnášel další prvky subjektivního hodnocení.

Množství hrazených léčivých přípravků a průměrná denní úhrada mají určitou vypovídací schopnost nejen o celkovém rozsahu portfolia jednotlivých dodavatelů, ale také částečně vypovídají o schopnosti získat úhradu pro vysoce hodnotné a inovativní přípravky.

Počet hrazených léčivých přípravků společnosti BMS je v celkovém srovnání podprůměrný, ale stále je jedná o více než tři desítky hrazených léčiv. Získaná úhrada je vysoce nadprůměrná, a proto je celé kritérium hodnoceno stupněm 6.

Registrované patenty a užitné vzory

Množství registrovaných patentů a užitných vzorů představuje důležitý indikátor konkurenční síly, neboť farmaceutický průmysl je úzce spojen s inovacemi. Patentová ochrana nových účinných látek je důležitá pro udržení konkurenční výhody alespoň po dobu platnosti patentu.

Tabulka 14 níže shrnuje množství registrovaných patentů a užitných vzorů dostupných v databázi Úřadu pro ochranu průmyslového vlastnictví, kdy je přehled omezen na přihlášky k registraci podané v posledních pěti letech (po 1. lednu 2010).

Tabulka 14 Počet registrovaných patentů a užitných vzorů

	Počet registrovaných patentů a užitných vzorů
Bristol-Myers Squibb	98
AstraZeneca	26
Bayer	443
Boehringer	140
Krka	10
Novartis	176
Pfizer	39
Medián	98
Průměr	133

Zdroj: Úřad průmyslového vlastnictví (2016), vlastní zpracování

Z tabulky 14 vyplývá, že množství patentů společnosti BMS je na úrovni mediánu a 26,4 % pod průměrem srovnávaných společností. Při srovnání je patrné, že tři společnosti vlastní více patentů a tři společnosti vlastní méně patentů než BMS. Ačkoliv není možné na základě jednoduchého kvantitativního přehledu učinit závěry o kvalitě a potenciálu registrovaných patentů, je možné hodnotit průměrným stupněm 3.

Image a značka společnosti

Image společnosti může být přijímána jako jeden z významných faktorů úspěchu, neboť znalost značky výrobce a úroveň jeho vnímání působí při rozhodování o výběru výrobku. V případě vysoce specializovaných léčivých přípravků představuje patrně hlavní rozhodovací faktor vhodnost daného přípravku pro konkrétního pacienta a jeho aktuální zdravotní stav. Avšak v případě plné zaměnitelnosti některých léčiv a obdobných cenových podmínkách je možné uvažovat i vliv image a značky konkrétního dodavatele. Tabulka 15 shrnuje pořadí společností v žebříčku hodnoty globálních značek Global 500 sestaveném společností BrandFinance, dále hodnocení pořadí významu značek farmaceutických výrobců podle agentury Statista a pořadí ve výběrovém hodnocení analytika Mathewa Herpera ze společnosti Forbes.

Tabulka 15 Hodnocení globálních značek

	BrandFinance - Global 500 (2014)	Statista - Brand value (2014)	Forbes (2014)
Bristol-Myers Squibb	N/A	N/A	B-
AstraZeneca	N/A	N/A	B-
Bayer	252	2	N/A
Boehringer	N/A	N/A	N/A
Krka	N/A	N/A	N/A
Novartis	441	4	B
Pfizer	334	1	C

Zdroj: BrandFinance (2015), Statista (2015), Herper (2015), vlastní zpracování

Z tabulky 15 vyplývá, že žádný z uvedených zdrojů neobsahoval informace o všech vybraných společnostech – mezi důvody patří rozdílný metodický přístup, omezení na určité pořadí nebo nedostupnost podkladových dat. Přesto je možné konstatovat, že společnost Bristol-Myers Squibb se nevyskytuje mezi prvními pěti stovkami značek BrandFinance a žebříčku Statista (na rozdíl od společností Bayer, Novartis, Pfizer). Rating přidělený společností Forbes je na úrovni AstraZeneca, pod ratingem Novartis a nad ratingem Pfizer. Ačkoliv je obtížné učinit ze získaných dat jednoznačný závěr, je možné na základě předpokladu, že nehodnocené společnosti (Boehringer, Krka) by byly hodnoceny méně příznivě, přidělit společnosti BMS i s přihlédnutím k dlouhé tradici v České republice mírně nadprůměrné hodnocení na úrovni 4.

Vedoucí pracovníci

Jednatel společnosti pan doktor Vilém Zvoníček byl jmenován do funkce 3. října 2006. V průběhu svého působení u společnosti BMS odpovídal i za další aktivity v rámci regionu střední Evropy a získal tak bohaté zahraniční zkušenosti. Pod jeho vedením došlo k úspěšnému prodeji části podniku divize ConvaTec v roce 2008, který byl iniciován globálním odprodejem segmentu zdravotnických technologií. V posledních letech je také patrný příznivý trend pozitivních hospodářských výsledků a růstu tržního podílu, který je možné spojit nejen s osobou jednatele společnosti, ale i dalších členů management týmu – vedoucích oddělení – prodejního a marketingového, personálního, ekonomického, medicínského dohledu a regulačních záležitostí. Podrobná struktura hodnocení je uvedena v příloze 3. Průměrný počet udělených bodů je 4,7.

Hodnocení personálu

Společnost BMS představuje v roce 2014 relativně velmi malý kolektiv s celkovým počtem 36 zaměstnanců. Je proto nutné očekávat vysoce kvalifikované zaměstnance, kteří jsou schopni dosahovat týmových výsledků a současně pracovat samostatně ve svěřených oblastech. Společnost pro rozvoj zaměstnanců poskytuje pravidelná školení, kterými zvyšuje jejich odborné znalosti o léčivých přípravcích, související legislativě a dalších relevantních oblastech. Zaměstnancům je také poskytován komplexní program benefitů včetně věrnostních bonusů. Přehled dílčích kritérií a celkový výpočet je dostupný v příloze 4. Průměrný počet získaných bodů je 5.

Finanční situace a řízení společnosti

Finanční situace je podrobně analyzována v následující kapitole zabývající se finanční analýzou. Výhodou společnosti BMS je její zázemí v zahraniční a ekonomicky silné mateřské společnosti, která ji byla schopna podpořit v době nepříznivého vývoje na českém trhu.

Pozitivní hospodářský výsledek dosahovaný od roku 2010 a související také s optimalizací provozních a mzdových nákladů umožňuje konstatovat, že společnost je v dobrém finančním stavu. Hodnocení je mírně nadprůměrné stupněm 4.

Celkové hodnocení vnitřního potenciálu

Z následující tabulky 16 je na základě shrnutí dílčích hodnocení možné konstatovat, že z celkových maximálních 36 bodů bylo po zaokrouhlení přiděleno dílčími analýzami 27 bodů. Výsledné hodnocení na stupnici 0–6 bodů je 4,5 bodu a odpovídá 75 % maximálního bodového hodnocení.

Tabulka 16 Celkové hodnocení vnitřního potenciálu

Kritérium			Bodové hodnocení							
			0	1	2	3	4	5	6	
Faktory	Přímé	Cena produktů a úhrada								x
		Registrované patenty a užité vzory				x				
		Image a značka společnosti					x			
	Nepřímé	Vedoucí pracovníci						x		
		Personál						x		
		Finanční situace					x			
Četnost bodů			0	0	0	1	2	2	1	
Body * četnost			0	0	0	3	8	10	6	

Zdroj: Mařík (2011, s. 89), vlastní zpracování

Zjištěné celkové bodové hodnocení v tabulce 16 je nadprůměrné a představuje spíše pozitivní perspektivu pro hodnocenou společnost. Zákazníci společnosti tvoří stabilní portfolio zdravotnických zařízení, se kterými je budován dlouhodobý vztah. Současně je však trh významně ovlivněn cenovou úrovní a dostupností léčivých přípravků, která úzce souvisí se získanou úhradou z veřejného zdravotního pojištění. Vzhledem k pravidelné revizi úhrad existuje riziko možné ztráty tržního podílu při negativním vývoji výše získaných úhrad. Také inovace a nové léčivé přípravky společnosti BMS a konkurentů představují významný faktor pro další vývoj tržní pozice oceňované společnosti.

3.3 Finanční analýza

Základním přístupem finanční analýzy je provedení horizontální a vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisků a ztrát. Horizontální analýza porovnává změny ve výši jednotlivých položek finančních výkazů v po sobě následujících letech, kdy výstupem je absolutní změna identifikující nejvíce rozdílné položky. Vertikální analýza srovnává podíl konkrétních částí aktiv a pasiv na celkové bilanční sumě a v případě výkazu a ztrát podíl jednotlivých výnosů a nákladů na celkových tržbách. Následně je možné prostřednictvím metody srovnání zkoumat fluktuaci vypočítaných hodnot a syntetickým přístupem činit souhrnné závěry. Další částí finanční analýzy je rozbor poměrových ukazatelů vycházejících z finančních výkazů. Zkrácené verze rozvahy a výkazu zisků a ztrát jsou dostupné v přílohách 5 a 6.

3.3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Z horizontální analýzy rozvahy uvedené v příloze 7 vyplývá stabilní úroveň dlouhodobého majetku, která byla v roce 2014 zvýšena nákupem technického zhodnocení nově pronajatých kancelářských prostor a souvisejícím pořízením audiovizuální techniky a kancelářského

nábytku. Běžné úbytky dlouhodobého majetku jsou způsobeny prodejem opotřeбенé výpočetní techniky.

Výrazný výkyv v hodnotě oběžných aktiv v roce 2012 ve výši +122,3 mil. Kč je vysvětlen především nárůstem zůstatků na bankovních účtech ve výši 92,8 mil. Kč, zvýšením pohledávek z obchodních vztahů o 10,9 mil. Kč a zvýšením aktivních dohadných účtů o 13,8 mil. Kč. Na straně pasiv došlo ve stejném roce k navýšení závazků z obchodních vztahů o 94,3 mil., kdy tato změna souvisí s krátkodobým nárůstem zůstatků na bankovních účtech. Naopak pokles krátkodobých závazků z obchodních vztahů mezi roky 2014 a 2013 ve výši 89,5 mil. je spojen především se snížením zásob zboží o 39,5 mil., pohledávek z obchodních vztahů o 23,5 mil. a poklesem hotovosti na běžných účtech pouze o 10,5 mil.

Z vertikální analýzy (uvedena v příloze 8) je patrný dlouhodobě převažující podíl oběžných aktiv mezi 96,8 až 99,8 % z celkové bilanční sumy. V případě obchodní společnosti není překvapivý vysoký a relativně stabilní podíl krátkodobých pohledávek (48,3–58,9 %). V letech 2009 až 2013 byl také poměrně stabilní podíl zásob (11–17,2 %). V roce 2014 došlo k poklesu podílu zásob na 7,4 % z bilanční sumy a současně navýšení podílu krátkodobého finančního majetku o 3,1 procentního bodu na 32,6 %. Na základě dlouhodobě velmi vysokého podílu krátkodobého finančního majetku (20,8–41,2 %) tvořeného především zůstatky na bankovních účtech je možné doporučit společnosti BMS lepší alokaci volných finančních zdrojů, neboť ve stávajících podmínkách nepřináší takto vysoká hotovost téměř žádný výnos.

Z analýzy pasiv vyplývá převažující podíl cizích zdrojů tvořených především pohledávkami z obchodních vztahů (62,1–77,4 % z bilanční sumy). Od roku 2010, kdy bylo dosaženo zisku, se daří společnosti snižovat ztrátu minulých let, která poklesla z 69,2 na 32,4 % celkových pasiv. Ztráta byla také částečně uhrazena snížením ostatních kapitálových fondů v roce 2011, jejichž hodnota ještě v roce 2010 převyšovala celkový objem pasiv. Podíl ostatních položek pasiv (např. základní kapitál, rezervy, daňové závazky, dohadné účty pasivní) je ve sledovaném období relativně stabilní.

3.3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

V horizontální analýze výkazu zisků a ztrát (příloha 9) byl identifikován na počátku sledovaného období pokles tržeb o 9,1 mil. (2010 vs. 2009), avšak v následujících letech již docházelo ke kontinuálnímu růstu. Nepříznivý trend představuje růst souvisejících nákladů na prodané zboží, který v posledních dvou srovnávaných obdobích přesáhl přírůstek tržeb, a docházelo tedy ke snižování průměrné marže. Relativně stabilní vývoj výkonové spotřeby byl nepříznivě ovlivněn v roce 2011 nárůstem spotřebovaných služeb o 21,5 mil. způsobených vyššími náklady na reklamu, marketingové služby, klinické studie a odborné poradenství. Významný pokles výkonové spotřeby o 18,4 mil. mezi roky 2014 a 2013 je tvořen snížením nákladů na materiál a energie o 7,4 mil. a nákladů na služby o 11 mil. Nejvýznamnější složky uvedeného poklesu tvoří náklady na promoční vzorky (-6 mil.) a marketingové služby a reklamu (-11 mil.). Ostatní provozní výnosy zahrnují především vnitroskupinovou přefakturaci nákladů spojených s marketingem, personálních nákladů a nákladů na klinické studie. Z výsledovky je zřejmé, že tyto výnosy jsou důležité pro dosažení celkového statutárního zisku. V letech 2010 až 2012 docházelo k jejich růstu, avšak i přes pokles v období 2013 (-14,6 mil.) a 2014 (-18,7 mil.) byla společnost schopna vytvořit kladný hospodářský výsledek.

Vertikální analýza (příloha 10) výkazu zisků a ztrát identifikovala velmi vysoký podíl nákladů vynaložených na prodané zboží (99,2–99,8 %). Vzhledem k cenové regulaci léčiv a stanovení maximální lokální obchodní příirážky se tak jedná spíše o výsledek tlaku distributorů léčiv, zdravotnických zařízení a lékáren směřující k co nejvyššímu podílu na maximální obchodní příirážce, než na neúspěšné obchodní politice společnosti. Pro společnost BMS z této situace vyplývá nutnost získávat další zdroje výnosů mimo obchodní činnost s vlastními léčivými přípravky. Výsledkem je nutnost realizace klinických studií pro podniky ve skupině a také používání modelu přefakturace provozních nákladů mateřské společnosti. Klesající podíl výkonové spotřeby a výkyvy v podílu ostatních provozních výnosů byly podrobněji diskutovány v předchozím odstavci. Proto je dalším významným závěrem vertikální analýzy především pokles osobních nákladů mezi roky 2011 a 2014, který byl způsoben poklesem zaměstnanců ze 45 na 36.

3.3.3 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity hodnotí schopnost podniku dostát včas a v plné výši aktuálně splatným závazkům. K měření jsou využity následující tři základní přístupy – běžná likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita.

Běžná likvidita

Běžná likvidita (likvidita III. stupně) vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky. Jedná se o schopnost podniku uspokojit věřitele v případě, kdy by proměnil svá oběžná aktiva na hotovost. Způsob výpočtu běžné likvidity je následující (Knápková et al., 2013, s. 91):

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Zásoby} + \text{Krátkodobé pohledávky} + \text{Krátkodobý fin. majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Vyšší hodnota znamená lepší platební schopnost podniku, avšak ukazatel nebere do úvahy např. různou povahu oběžných aktiv včetně jejich různé likvidnosti – schopnosti přeměny na peníze. Taktéž ukazatel běžné likvidity nezahrnuje různou dobu splatnosti závazků. Obecně přijímaný interval doporučených hodnot běžné likvidity je 1,5–2,5 (Růčková, 2015, s. 56; Knápková et al., 2013, s. 92). Výsledné hodnoty běžné likvidity pro zkoumané podniky v období 2012–2014 jsou uvedeny v tabulce 17.

Tabulka 17 Běžná likvidita (2012–2014)

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	1,27	1,34	1,56
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	3,37	1,46	1,62
Bayer s.r.o.	1,90	1,63	1,52
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	1,18	1,26	1,42
Krka ČR, s.r.o.	4,34	3,13	2,48
Novartis s.r.o.	1,29	1,28	1,32
Pfizer, spol. s r.o.	1,64	2,27	2,31
Medián	1,64	1,46	1,56
Průměr	2,14	1,77	1,75

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Z tabulky 17 je patrné, že běžná likvidita společnosti BMS od roku 2012 roste a v roce 2014 již překročila doporučenou hodnotu 1,5. Z porovnání s konkurenčními společnostmi vyplývá,

že ukazatelé běžné likvidity mohou nabývat i relativně vysokých a volatilních hodnot. Tyto skutečnosti mohou být ovlivněny například mimořádně vyšším stavem některých položek majetku a závazků k datu účetní závěrky či různým stupněm využívání vnitropodnikových systémů řízení hotovosti. Průměr likvidity ve zkoumaném období klesá, avšak medián je relativně stabilní v intervalu 1,46–1,64 – tedy na spodním rozmezí obecně doporučené hodnoty. Na základě srovnání je možné konstatovat, že společnost BMS i další konkurenční společnosti nemusí mít problémy s likviditou i při relativně nízkých hodnotách běžné likvidity, neboť hodnocené společnosti jsou dceřinými společnostmi zahraničních organizací, a na strukturu a aktuální výši krátkodobých pohledávek a závazků mají významný vliv vnitroskupinové transakce a jejich způsob vypořádání v čase.

Pohotová likvidita

Pohotová likvidita (likvidita II. stupně) vychází z ukazatele likvidity III. stupně, avšak neobsahuje zásoby, a proto vyjadřuje schopnost vyrovnat se se závazky bez nutnosti prodeje zásob. Ukazatel pohotové likvidity vychází ze vzorce níže (Knápková et al., 2013, s. 92):

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{Krátkodobý fin. majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Doporučenou hodnotou je poměr čitatele a jmenovatele 1:1 až 1,5:1 (Růčková, 2015, s. 56), kdy vyšší hodnota je příznivější pro věřitele, ale méně příznivá pro vlastníky, neboť nadměrná výše oběžných aktiv představuje neproduktivní využívání prostředků a snižuje výnosnost vložených zdrojů. Přehled hodnot pohotové likvidity pro sledované podniky je uveden v tabulce 18.

Tabulka 18 Pohotová likvidita (2012–2014)

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	1,13	1,10	1,44
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	3,04	1,03	1,41
Bayer s.r.o.	1,21	1,18	0,99
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	0,59	0,80	1,04
Krka ČR, s.r.o.	4,34	3,13	2,48
Novartis s.r.o.	0,66	0,54	0,60
Pfizer, spol. s r.o.	1,00	1,37	1,64
Medián	1,13	1,10	1,41
Průměr	1,71	1,31	1,37

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Významné zvýšení pohotové likvidity společnosti BMS v roce 2014, které je zřejmé z tabulky 18, je způsobeno meziročním snížením krátkodobých závazků o 83 mil. Kč, zatímco krátkodobé pohledávky a finanční majetek poklesly pouze o 33 mil. Kč. Pohotová likvidita BMS se pohybuje v úrovni mediánu a v roce 2014 i nad průměrem. Mezi sledovanými společnostmi je specifickým případem Krka ČR, která dlouhodobě dosahuje velmi vysokých hodnot, a tímto ovlivňuje souhrnné srovnání. Na základě výpočtu a srovnání s konkurencí i doporučenými hodnotami je možné hodnotit pohotovou likviditu společnosti BMS jako zcela vyhovující.

Okamžitá likvidita

Okamžitá likvidita (likvidita I. stupně) představuje velmi úzké vymezení likvidity, neboť do ní vstupuje pouze krátkodobý finanční majetek jako nejvíce likvidní položka aktiv. Okamžitá likvidita je vypočtena jako následující poměr (Knápková et al., 2013, s. 91):

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

V podmínkách České republiky je doporučováno vhodné rozmezí 0,6–1,1 (Růčková, 2015, s. 55) resp. 0,2–0,5 (Knápková et al., 2013, s. 92), kdy vyšší hodnoty opět představují neefektivní využití prostředků a příliš velkou vázanost zdrojů v oběžných aktivech. Poměry okamžité likvidity pro období 2012–2014 jsou shrnuty v tabulce 19.

Tabulka 19 Okamžitá likvidita (2012–2014)

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	0,541	0,405	0,537
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	0,550	0,174	0,272
Bayer s.r.o.	0,039	0,173	0,016
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	0,001	0,000	0,000
Krka ČR, s.r.o.	0,074	0,015	0,008
Novartis s.r.o.	0,006	0,004	0,002
Pfizer, spol. s r.o.	0,060	0,020	0,235
Medián	0,060	0,020	0,016
Průměr	0,181	0,113	0,153

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Z tabulky 19 výše je patrné velmi agresivní řízení okamžité likvidity u většiny konkurenčních společností, neboť hodnoty se často pohybují i pod 0,1. Určitými výjimkami jsou částečně AstraZeneca a Pfizer, avšak ve sledovaných letech dosahovala v průměru nejvyšší okamžitou likviditu společnost BMS. Příliš nízké hodnoty okamžité likvidity nemusí vypovídat o nepříznivé situaci ostatních společností, protože struktura financování často zahrnuje úvěry a vnitroskupinové systémy řízení hotovosti. V kontextu srovnání je spíše vhodné doporučit společnosti BMS větší optimalizaci volných finančních prostředků.

3.3.4 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability zkoumají výnosnost podniku a odrážejí v sobě vliv likvidity, řízení aktiv i řízení dluhů. Nejvýznamnějším ukazatelem výnosnosti je výnos na celkový investovaný kapitál.

Rentabilita celkového kapitálu

Rentabilita celkového kapitálu (aktiv) zkoumá ziskovost vyjádřenou ziskem před úroky a daněmi vztáženou k celkové bilanční sumě (Knápková et al., 2013, s. 97):

$$\text{Rentabilita celkových aktiv} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi}}{\text{Aktiva}}$$

Rentabilita celkového kapitálu vyjádřená v procentech pro roky 2012–2014 je uvedena níže v tabulce 20.

Tabulka 20 Rentabilita celkového kapitálu

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	7,90 %	6,30 %	7,21 %
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	1,80 %	7,70 %	-2,30 %
Bayer s.r.o.	18,20 %	18,20 %	20,10 %
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	6,70 %	9,70 %	10,40 %
Krka ČR, s.r.o.	16,60 %	18,50 %	20,60 %
Novartis s.r.o.	3,60 %	3,50 %	5,40 %
Pfizer, spol. s r.o.	2,40 %	6,30 %	5,70 %
Medián	6,70 %	7,70 %	5,70 %
Průměr	8,17 %	10,03 %	8,56 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Z tabulky 20 vyplývá, že rentabilita společnosti BMS se ve sledovaném období pohybovala mezi 6,3–7,9 %, což představovalo lehce podprůměrnou hodnotu, avšak nad úroveň mediánu. Při vyloučení společnosti Krka ČR, s.r.o., která má odlišný distribuční model, je možné považovat rentabilitu BMS za spíše nadprůměrnou.

Podrobnější pohled na rentabilitu aktiv poskytuje další rozklad na čisté ziskové rozpětí a obrat aktiv (Knápková et al., 2013, s. 104):

$$\text{Čisté ziskové rozpětí} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi}}{\text{Tržby za prodej zboží}}$$

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby za prodej zboží}}{\text{Aktiva}}$$

V případě společnosti BMS není nutné zahrnovat v tabulce 21 k tržbám za prodej zboží navíc tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, protože v žádném ze sledovaných let se tento typ tržeb nevyskytoval.

Tabulka 21 Čisté ziskové rozpětí a obrat aktiv – celkový kapitál

	2012	2013	2014
Čisté ziskové rozpětí	5,88 %	4,42 %	3,89 %
Obrat aktiv	1,34	1,43	1,85

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Podrobnější rozklad rentability celkových aktiv v tabulce 21 identifikoval klesající čisté ziskové rozpětí a rostoucí obrat aktiv. Je zřejmé, že BMS kompenzuje v relativně stabilní rentabilitě klesající ziskovost lepším využitím svého majetku. V této souvislosti je nutné zmínit, že významnou část celkových výnosů tvoří ostatní provozní výnosy (36 % v roce 2014), které tvoří výkony poskytované sesterským společnostem. Z tohoto důvodu není možné považovat čisté ziskové rozpětí a jeho klesající hodnoty za působení výlučně externích vlivů.

Rentabilita vlastního kapitálu

Ukazatel rentability vlastního kapitálu zahrnuje ve jmenovateli místo celkového kapitálu pouze vlastní kapitál a v čitateli používá zisk po zdanění. Jedná se tak o měřítko schopnosti podniku

tvořit nové zdroje a dosahovat zisku s použitím investovaného kapitálu vlastníky (Knápková et al., 2013, s. 99):

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{Zisk po zdanění}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Procentní vyjádření rentability vlastního kapitálu zkoumaných společností v období 2012–2014 přináší tabulka 22.

Tabulka 22 Rentabilita vlastního kapitálu

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	29,25 %	18,23 %	14,64 %
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	2,00 %	20,00 %	-3,30 %
Bayer s.r.o.	28,80 %	33,70 %	44,10 %
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	32,80 %	35,80 %	27,30 %
Krka ČR, s.r.o.	12,30 %	16,30 %	19,90 %
Novartis s.r.o.	18,50 %	14,20 %	19,50 %
Pfizer, spol. s r.o.	4,60 %	9,20 %	7,90 %
Medián	18,50 %	18,23 %	19,50 %
Průměr	18,32 %	21,06 %	18,58 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Rentabilita vlastního kapitálu společnosti BMS klesla v tabulce 22 ve sledovaném období z 29,25 % na 14,64 % a poklesla i pod průměrnou hodnotu konkurenčních firem. V roce 2014 je dokonce rentabilita BMS třetí nejhorší ze zkoumaného souboru – po negativní rentabilitě – 3,3 % společnosti AstraZeneca a společnosti Pfizer s rentabilitou 7,9 %. Také v případě analýzy rentability vlastního kapitálu je možné provést rozklad na čisté ziskové rozpětí, obrat aktiv a doplnit navíc o ukazatel finanční páky jako poměru aktiv a vlastního kapitálu. (Knápková et al., 2013, s. 103):

$$\text{Čisté ziskové rozpětí} = \frac{\text{Zisk po zdanění}}{\text{Tržby za prodej zboží}}$$

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby za prodej zboží}}{\text{Aktiva}}$$

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Detailnější údaje o hospodaření společnosti BMS získané podrobnějším rozkladem uvádí tabulka 23.

Tabulka 23 Čisté ziskové rozpětí a obrat aktiv – vlastní kapitál

	2012	2013	2014
Čisté ziskové rozpětí	4,93 %	3,31 %	2,95 %
Obrat aktiv	1,34	1,43	1,85
Finanční páka	4,43	3,86	2,68

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Obdobně jako v případě rozkladu rentability celkových aktiv se v tabulce 23 potvrdilo efektivnější využívání aktiv za současného poklesu čistého ziskového rozpětí. Taktéž rostoucí hodnota finanční páky vypovídá o rychlejším růstu celkových aktiv a pomalejšímu tempu růstu vlastního kapitálu.

3.3.5 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity srovnávají velikost jednotlivých aktiv v rozvaze se současnými nebo budoucími hospodářskými ukazateli (např. velikost tržeb, objem zásob) a zjišťují úroveň schopnosti podniku využívat vložené prostředky.

Doba obratu zásob

Ukazatel doby obratu zásob zjišťuje, zda má společnost přiměřeně vysoký stav zásob ve vztahu k celkovým tržbám. V případě nízké doby obratu by mohlo u výpadků dodávek nastat riziko se zásobováním zákazníků. Naopak u vysoké doby obratu zásob dochází k příliš vysoké alokaci peněžních prostředků v zásobách (Knápková et al., 2013, s. 105):

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\frac{\text{Tržby}}{365}}$$

Doba obratu zásob jednotlivých společností vyjádřená ve dnech z konce let 2012–2014 je uvedena v tabulce 24.

Tabulka 24 Doba obratu zásob

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	30,13	44,08	14,49
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	17,38	36,54	12,39
Bayer s.r.o.	21,74	19,68	20,68
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	60,46	34,47	25,00
Novartis s.r.o.	67,11	76,16	67,39
Pfizer, spol. s r.o.	109,17	73,91	59,96
Medián	45,29	40,31	22,84
Průměr	51,00	47,47	33,32

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování
Údaje jsou uvedeny ve dnech.

V tabulce 24 je vynechána společnost Krka ČR, s.r.o. z důvodu odlišného distribučního modelu a nulových zásob. Ze srovnání vyplývá trend ke snižování doby obratu zásoby, který poklesl u společnosti BMS i mediánu přibližně o polovinu. Jedinou výjimku představuje společnost Novartis, která drží relativně stabilní a výrazně nadprůměrnou dobu obratu na úrovni 67,11–76,16 dnů. Při srovnání s průměrem je zřejmé, že doba obratu zásob BMS je nižší, a tak dochází k lepšímu využití finančních prostředků. Při srovnání s konkurenčními společnostmi je však nutné vzít do úvahy také relativně jednoduché produktové portfolio BMS, které nevyžaduje držet vysokou zásobu specifických a méně často prodejných léčivých přípravků. Jednoznačně pozitivním dopadem rychlé obrátkovosti zásob je snížení rizika expirace zboží, které by bylo následně nutné likvidovat.

Doba obratu pohledávek

Ukazatel doby obratu pohledávek udává průměrnou dobu splatnosti pohledávek a žádoucí je co nejnižší doba. Postup výpočtu ukazatele je následující (Knápková et al., 2013, s. 105):

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\frac{\text{Tržby}}{365}}$$

Tabulka 25 shrnuje dobu obratu pohledávek vycházející z finančních výkazů za roky 2012–2014.

Tabulka 25 Doba obratu pohledávek

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	79,22	98,99	77,42
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	176,97	103,73	99,62
Bayer s.r.o.	30,15	37,81	32,10
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	92,82	88,86	79,85
Krka ČR, s.r.o.	71,49	55,67	46,90
Novartis	63,39	51,54	55,34
Pfizer, spol. s r.o.	105,32	65,65	54,10
Medián	79,22	65,65	55,34
Průměr	88,48	71,75	63,62

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Údaje jsou uvedeny ve dnech.

Z tabulky 6 je patrné, že v roce 2014 se podařilo společnosti BMS snížit dobu obratu pohledávek na 77,42 dnů, a tím se dostat i pod úroveň roku 2012. Stále se však jedná o nadprůměrnou hodnotu splatnosti pohledávek a společnost tak váže volné prostředky. Vzhledem k předpokládané podobné struktuře odběratelů složené především z velkodistributorů léčiv a významných zdravotnických zařízení (fakultní nemocnice, vysoce specializovaná pracoviště) je zřejmé, že na trhu existuje prostor pro další snižování doby splatnosti, o kterou by se společnost BMS měla pokusit.

Doba obratu závazků

Tento ukazatel představuje analogii k době obratu pohledávek, a proto je naopak žádoucí jeho co nejvyšší hodnota (Knápková et al., 2013, s. 105):

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\frac{\text{Tržby}}{365}}$$

Nemělo by však docházet k překračování smluvní doby splatnosti závazků, neboť tato situace představuje pro společnost reputační riziko spojené s případnými pokutami za prodlení. V letech 2012–2014 činily závazky po splatnosti 21,41 %, 0,4 % a 1,33 % z celkových krátkodobých závazků z obchodních vztahů. V roce 2012 byl vysoký podíl závazků po splatnosti způsoben převážně transakcemi z vnitroskupinových nákupů zboží. Doba obratu závazků vyjádřená ve dnech je uvedena v tabulce 26.

Tabulka 26 Doba obratu závazků

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	178,67	161,82	91,40
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	37,01	34,72	40,44
Bayer s.r.o.	16,47	19,95	20,74
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	54,89	35,12	35,52
Krka ČR, s.r.o.	1,90	3,11	4,49
Novartis s.r.o.	89,47	83,73	56,25
Pfizer, spol. s r.o.	149,89	70,17	75,51
Medián	54,89	35,12	40,44
Průměr	75,47	58,37	46,34

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Údaje jsou uvedeny ve dnech.

Mezi konkurenčními společnostmi zkoumanými v tabulce 26 je zvláštním případem Krka ČR, s.r.o., která nedrží zásobu zboží, a proto se v jejím případě nevyskytuje nejvýznamnější položka závazků – nakoupené zboží. V ostatních případech se průměrná doba splatnosti závazků pohybuje mezi 16,5–178,7 dny. Ačkoliv průměr i medián klesají a také doba splatnosti závazků společnosti BMS poklesla z 178,7 dne na 91,4 dne, jedná se stále o nejdélejší dobu splatnosti mezi sledovanými společnostmi. Pro vlastní hodnocení je nutno vzít v úvahu mimo jiné i strukturu závazků, neboť nákupy zboží probíhají od sesterských společností v rámci skupiny a ve sledovaném období činily u společnosti BMS 96,2 % (2012), 95,9 % (2013) a 90,9 % (2014) celkových závazků. Z tohoto důvodu není možné učinit jednoznačný závěr o prospěšnosti dlouhé splatnosti závazků, ačkoliv z izolovaného pohledu české společnosti je delší doba splatnosti prospěšná.

Obchodní deficit

Obchodní deficit představuje srovnání doby obratu pohledávek a závazků z obchodního styku. Záporný deficit představuje zvýšení peněžního toku a naopak kladný obchodní deficit musí být kompenzován dodatečnými finančními prostředky. Obchodní deficit je tvořen následujícím rozdílem (Knápková et al., 2013, s. 107):

$$\text{Obchodní deficit} = \text{Doba obratu pohledávek} - \text{Doba obratu závazků z obch. styku}$$

Obchodní deficit je vypočten ve dnech pro stavové hodnoty let 2012–2014 v tabulce 27.

Tabulka 27 Obchodní deficit

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.	-99,45	-62,83	-13,98
AstraZeneca Czech Republic s.r.o.	139,96	69,01	59,18
Bayer s.r.o.	13,68	17,85	11,36
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	-6,68	17,49	-30,44
Krka ČR, s.r.o.	69,59	52,57	42,41
Novartis s.r.o.	-26,08	-32,17	-0,91
Pfizer, spol. s r.o.	-44,57	-4,51	-21,4
Medián	-6,68	17,49	-0,91
Průměr	6,64	8,20	6,60

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Údaje jsou uvedeny ve dnech.

Srovnání konkurenčních firem v tabulce 27 přináší výrazný rozptyl, ve kterém se hodnoty obchodního deficitu nacházejí v intervalu -99,45 dne až +139,96 dne. Jak již bylo zmíněno v předchozích kapitolách, představuje Krka ČR netypický případ společnosti bez vlastních zásob, a proto struktura jejích pohledávek a závazků není srovnatelná. Z výpočtů je zřejmé, že se společnost BMS nachází stále v záporných hodnotách obchodního deficitu, a tedy zlepšuje svůj čistý finanční tok. Taktéž ve srovnání s mediánem a průměrem je možné hodnotit pozici BMS pozitivně, i když i v tomto srovnání je nutné vzít v úvahu skupinový charakter závazků.

3.3.6 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je definován jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu, zatímco upravený pracovní kapitál přičítá navíc časové rozlišení aktivní a odečítá časové rozlišení pasivní. Pracovní kapitál a upravený pracovní kapitál společnosti BMS v letech 2009–2014 je uveden v tabulce 28.

Tabulka 28 Pracovní kapitál

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	73 626	98 631	54 963	77 103	94 251	103 044
Upravený pracovní kapitál (tis. Kč)	76 534	99 509	55 005	77 103	94 466	102 183

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Z vypočtených hodnot v předchozí tabulce 28 je možné učinit následující dílčí závěry:

- Pracovní kapitál je kladný, a dlouhodobá aktiva proto nejsou kryta krátkodobými zdroji.
- Část krátkodobých aktiv je financována dlouhodobým kapitálem, což představuje méně rizikové, ale nákladnější financování. Společnost BMS nemá dlouhodobý cizí kapitál, u kterého by bylo možné předpokládat nižší náklady ve srovnání s vlastním kapitálem.

3.3.7 Ukazatele produktivity a vybavenosti práce

Schopnost efektivně využívat zaměstnance (resp. náklady spojené se zaměstnanci) patří mezi důležité informace o produktivitě společnosti. Hodnota produktivity práce odvozená z tržeb na zaměstnance však může být ovlivněna řadou faktorů, mezi které patří například kvalifikace zaměstnanců, motivace zaměstnanců, organizace práce a způsob řízení. Výpočet produktivity práce založené na tržbách je následující (Knápková et al., 2013, s. 111):

$$\text{Produktivita práce z tržeb} = \frac{\text{Tržby za prodej zboží} + \text{Tržby za prodej vl. výrobků a služeb}}{\text{Průměrný přepočtený počet zaměstnanců}}$$

Produktivita práce z tržeb ve formě poměrového ukazatele pro období 2012–2014 je uvedena v tabulce 29.

Tabulka 29 Produktivita práce z tržeb

	2012	2013	2014
Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o. (tis. Kč)	9 817	12 527	14 718
AstraZeneca Czech Republic s.r.o. (tis. Kč)	14 608	14 784	14 755
Bayer s.r.o. (tis. Kč)	19 090	19 313	22 399
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o. (tis. Kč)	23 862	23 006	20 276

	2012	2013	2014
Krka ČR, s.r.o. (tis. Kč)	1 982	1 786	1 812
Novartis s.r.o. (tis. Kč)	15 413	18 778	16 978
Pfizer, spol. s r.o. (tis. Kč)	15 360	29 546	29 096
Medián (tis. Kč)	15 360	18 778	16 978
Průměr (tis. Kč)	14 305	17 106	17 148

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Z výpočtů v tabulce 29 je zřejmá rostoucí produktivita společnosti BMS, která však ani v roce 2014 nedosáhla průměru a mediánu. Růst produktivity byl ovlivněn především snižujícím se počtem zaměstnanců ze 45 (2012) na 40 (2013) a 36 (2014). Také výrazné zvýšení produktivity společnosti Pfizer mezi roky 2013 a 2012 bylo způsobeno snížením počtu zaměstnanců. Přesto je zřejmé, že Pfizer dosáhl i v roce 2014 obdobně vysoké produktivity a zůstal vedoucí společností mezi zkoumanými konkurenčními firmami.

3.3.8 Syntetický pohled na finanční zdraví podniku

Mezi souhrnné způsoby hodnocení finančního zdraví patří například bankrotní index IN05, který empiricky vychází z českých podmínek a také bere do úvahy hledisko vlastníka (Scholleová, 2012, s. 190). Konstrukci indexu uvádí autorka jako vzorec:

$$IN = 0,13 * \frac{Aktiva}{Cizí zdroje} + 0,04 * \frac{EBIT}{Nákladové úroky} + 3,97 * \frac{EBIT}{Aktiva} + 0,21 * \frac{Výnosy}{Aktiva} + 0,09 * \frac{Oběžná aktiva}{Krátkodobé závazky + Krátkodobé bankovní úvěry}$$

Hodnoty jednotlivých zlomků i celkový index IN05 pro společnost BMS jsou zobrazeny v následující tabulce 30.

Tabulka 30 Shrnutí finanční analýzy

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva/cizí zdroje	1,55	1,70	1,34	1,29	1,35	1,61
EBIT/nákladové úroky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT/aktiva	-0,07	0,08	0,07	0,08	0,07	0,07
Tržby/aktiva	1,55	1,37	1,68	1,34	1,43	1,85
Oběžná aktiva/kr. závazky + kr. úvěry	1,54	1,72	1,36	1,31	1,37	1,59
IN05	0,37	1,00	0,92	0,89	0,87	1,04

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

V letech 2011 a 2012 byly součástí hospodářských výsledků v tabulce 30 i nákladové úroky ve výši 18 tis. Kč. Vzhledem ke skutečnosti, že se nejednalo o úroky z cizího kapitálu, který financoval společnost, byly na základě příliš velkého zkreslení indexu IN05 z výpočtu vyloučeny. Scholleová (2012, s. 190) navrhuje v případě nezadlužených firem omezit dílčí ukazatel EBITDA/nákladové úroky na hodnotu 9, což by znamenalo zvýšení celkového indexu v roce 2011 na 1,28 a v roce 2012 na 1,25.

Interpretaci výsledného indexu uvádí Scholleová (2012, s. 190) v následujících třech intervalech:

- $IN05 < 0,9$ podnik směřuje k bankrotu s pravděpodobností 86 %;
- $0,9 < IN05 < 1,6$ tzv. šedá zóna, kdy není možné jednoznačně určit zdraví podniku;
- $IN05 > 1,6$ podnik tvoří hodnotu s pravděpodobností 67 %.

Z tabulky vyplývá, že se společnost BMS nacházela v letech 2010–2014 v šedé zóně, respektive na dolní hranici šedé zóny. Ze srovnání se vymyká rok 2009, ve kterém byla vytvořena ztráta způsobena vlivem nízkých ostatních provozních výnosů z činností poskytovaných v rámci skupiny (při hrubé marži srovnatelné s roky 2010–2014). Celkové hodnocení finančního zdraví společnosti BMS s použitím indexu IN05 je nutné vnímat v kontextu vysokého podílu ostatních provozních výnosů, které zajišťují celkovou pozitivní ziskovost. Z tohoto důvodu je možné přijmout umístění v šedé zóně, neboť fungování společnosti je závislé také na vnitroskupinových smlouvách a objemu realizovaných služeb.

Alternativní a zjednodušený pohled na finanční zdraví společnosti poskytuje například Kralickův rychlý test, který není zaměřen na předpověď bankrotu, ale hodnotí obecné finanční zdraví společnosti (Růčková, 2015, s. 86).

V Kralickove testu jsou použity následující vzorce, které hodnotí finanční stabilitu a výnosovou situaci podniku:

$$R1 = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

$$R2 = \frac{(\text{Cizí zdroje} - \text{peněžní prostředky})}{\text{Provozní cash flow}}$$

$$R3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}}$$

$$R4 = \frac{\text{Provozní cash flow}}{\text{Výkony}}$$

Vypočteným hodnotám jednotlivých ukazatelů jsou přiřazeny body (0–4 body) dle tabulky níže. Získané body hodnotí finanční stabilitu podniku součtem bodů R1 a R2, který je vydělen 2. Výnosová situace podniku je hodnocena jako průměr R3 a R4. Celkové finanční zdraví podniku představuje v Kralickove testu průměr hodnot finanční stability a výnosové situace shrnutí v tabulce 31.

Tabulka 31 Bodové hodnocení výsledků Kralickova rychlého testu

	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	<0	0–0,1	0,1–0,2	0,2–0,3	> 0,3
R2	<3	3–5	5–12	12–30	> 30
R3	<0	0–0,8	0,08–0,12	0,12–0,15	> 0,15
R4	<0	0–0,5	0,05–0,08	0,08–0,1	> 0,1

Zdroj: Růčková (2015, s. 86), vlastní zpracování

Vypočtená hodnota celkového testu z tabulky 31 je interpretována následujícím způsobem dle intervalů:

- $R > 3$ Firma je bonitní, dobrý podnik.
 $1 < R < 3$ „Šedá zóna“, o zdraví firmy není možné jednoznačně rozhodnout.
 $R < 1$ Firma má potíže s finančním hospodařením, jedná se o špatný podnik.

Přidělením bodů vypočteným hodnotám R1–R4 rychlého testu je možné získat následující přehled v tabulce 32.

Tabulka 32 Aplikace bodového hodnocení výsledků Kralickova rychlého testu

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R1	4	4	3	3	3	4
R2	1	0	2	0	0	0
R3	0	1	1	1	1	1
R4	1	1	1	1	1	1
R	1,5	1,5	1,75	1,25	1,25	1,5

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Z celkové hodnoty R pohybující se v tabulce 32 ve všech letech v intervalu 1 až 3 je zřejmé, že i v případě hodnocení tohoto testu se společnost BMS pohybuje v šedé zóně. Na rozdíl od testu IN05 nebyla pro rok 2009 zaznamenána významná negativní odchylka, neboť metodika Kralickova testu zmírňuje hodnocení prostřednictvím přidělovaných bodů. Také pro shrnutí Kralickova rychlého testu platí stejné závěry týkající se ostatních provozních výnosů, které byly formulovány již v hodnocení testu IN05.

3.4 Ocenění společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o.

Navazující částí na strategickou a finanční analýzu je vlastní ocenění společnosti složené z rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, určení generátorů hodnoty, stanovení prognózy trhu léčivých přípravků, definování nejvýznamnějších faktorů rizika, zpracování scénářů a finančních plánů a v závěrečné fázi stanovení nákladů na vlastní kapitál a ocenění prostřednictvím jednotlivých metod.

3.4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Rozdělení aktiv na provozně potřebná vychází z níže uvedených úprav jednotlivých položek aktiv.

Dlouhodobý majetek

- Dlouhodobý nehmotný majetek – společnost nemá.
- Dlouhodobý hmotný majetek – společnost eviduje stavby a samostatné movité věci. V obou případech se jedná o stavební úpravy kancelářských prostor a jejich vybavení výpočetní technikou, nábytkem a dalším drobným majetkem. Jedná se o provozně nutný majetek.
- Dlouhodobý finanční majetek – společnost nemá.

Oběžná aktiva

- Zásoby – jedná se pouze o zboží (léčivé přípravky) určené k dalšímu prodeji. Společnost pravidelně odepisuje expirované přípravky, které již nemohou být dále

uváděny na trh. Společnost tvoří opravnou položku ke zboží na základě odhadů budoucí expirace – v letech 2009–2014 byla průměrná hodnota opravné položky vztahená k zásobám pouze 1,13 %. Je možné předpokládat, že se jedná o standardní součást podnikání ve farmaceutickém odvětví, kdy je nutné vždy očekávat určitou míru expirace zboží a souvisejících nákladů. Z tohoto důvodu je celá hodnota zásob považována za provozně nutnou.

- Dlouhodobé pohledávky – obsahují odloženou daňovou pohledávku a dlouhodobou zálohu vztahující se k pronajatým prostorám. Jedná se o majetek provozně nutný.
- Krátkodobé pohledávky – zahrnují pohledávky z obchodních vztahů, daňové pohledávky, krátkodobě poskytnuté zálohy a dohadné účty aktivní. Vzhledem k povaze položek je celá hodnota krátkodobých pohledávek považována za provozně nutný majetek.
- Krátkodobý finanční majetek – společnost disponuje nevelkou hotovostí (136 tis. Kč v roce 2014) a zůstatky na bankovních účtech. Výše okamžité likvidity společnosti BMS (0,537 v roce 2014) je vysoce nad ostatními srovnávanými firmami, a proto bude další výpočet vycházet z upraveného mediánu na úrovni hodnoty okamžité likvidity 0,2. Zbylé peníze jsou považovány za provozně nenutný majetek.
- Časové rozlišení – týká se nákladů příštích období a celá výše je klasifikována jako provozně nutná.

V další části jsou uplatněny tyto výpočty týkající se provozního kapitálu:

Upravený pracovní kapitál = oběžná aktiva provozně nutná + časové rozlišení aktivní – neúročený cizí kapitál – časové rozlišení pasivní.

Provozně nutný investovaný kapitál = upravený pracovní kapitál + dlouhodobý majetek provozně nutný.

Následující tabulka 33 shrnuje výše popsané výpočty pro analyzované období 2009–2014.

Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý hmotný majetek	3 223	2 037	1 689	1 277	505	8 322
Dlouhodobý majetek provozně nutný	3 223	2 037	1 689	1 277	505	8 322
Zásoby	32 576	29 932	33 298	36 465	60 512	21 038
Dlouhodobé pohledávky	6 561	6 916	7 208	8 887	7 074	5 893
Krátkodobé pohledávky, dohadné účty aktivní	125 421	114 895	122 709	147 379	179 468	156 732
Finanční majetek provozně potřebný	27 169	27 222	30 327	50 361	51 323	34 789
Finanční majetek provozně nepotřebný	17 743	55 778	13 058	85 818	52 489	58 538
Oběžná aktiva provozně nutná	191 727	178 965	193 542	243 092	298 377	218 452
Časové rozlišení aktivní	3 734	878	42	0	215	775
Krátkodobé závazky	135 844	136 112	151 637	251 807	256 615	173 946
Rezervy	3 481	3 681	4 004	3 911	3 896	3 474
Časové rozlišení pasivní	826	0	0	0	0	1 636
Upravený pracovní kapitál	55 310	40 050	37 943	-12 626	38 081	40 171

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Provozně nutný investovaný kapitál	58 533	42 087	39 632	-11 349	38 586	48 493

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování
Údaje jsou uvedeny v tis. Kč.

Upravený provozně nutný pracovní kapitál z tabulky 33 bude zahrnut do finančních toků, které jsou součástí výpočtu oceňovacích metod. Negativní výše pracovního kapitálu v roce 2012 byla způsobena mimořádným zvýšením krátkodobých závazků mezi podniky ve skupině.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Ve společnosti BMS nebyla identifikována žádná aktiva, která nesouvisí s předmětem činnosti. Společnost také neprodávala žádný významný dlouhodobý majetek, a proto je korigovaný provozní výsledek hospodaření shodný s provozním výsledkem hospodaření.

3.4.2 Generátory hodnoty

Jednotlivé scénáře jsou doplněny o generátory hodnoty – základní veličiny určující hodnotu podniku. Pro účely ocenění společnosti BMS jsou zvoleny následující generátory hodnoty:

- tržby a prognóza jejich růstu;
- marže provozního zisku;
- změna čistého pracovního kapitálu (především finančního majetku).

V následující části kapitoly je shrnut vývoj jednotlivých generátorů hodnoty v letech 2009–2014 a stručně popsán jejich vývoj. Další kapitola následně přiřazuje prognózy generátorů hodnoty v kontextu každého uvažovaného scénáře.

Tržby

V tabulce 34 jsou uvedeny tržby společnosti BMS po odprodeji divize ConvaTec, která proběhla k 31. prosinci 2008.

Tabulka 34 Vývoj tržeb

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby (tis. Kč)	334 979	325 718	350 193	441 774	501 098	529 839
Meziroční změna		-2,76 %	7,51 %	26,15 %	13,43 %	5,74 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Z tabulky 34 vyplývá, že mírný pokles v roce 2010 byl vystřídán silným růstem, který pokračoval až do roku 2014. Z předchozích analýz je také patrný vliv relativně stabilního ekonomického prostředí, úspěšného překonání revize a snižování úhrad léčivých přípravků a také pozitivní vliv nově uváděných přípravků.

Marže

Provozní zisková marže vychází ze vzorce, který využívá korigovaný výsledek hospodaření (Mařík, 2011, s. 127):

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi a odpisy}}{\text{Tržby}}$$

Následující tabulka 35 obsahuje korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) před daněmi a odpisy v letech 2009–2014 a ziskovou marži v procentech z tržeb.

Tabulka 35 Zisková marže

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
KPVH před daněmi a odpisy (tis. Kč)	-14 736	20 923	15 370	27 278	24 876	22 069
Tržby (tis. Kč)	334 979	325 718	350 193	441 774	501 098	529 839
Zisková marže (%)	-4,40 %	6,42 %	4,39 %	6,17 %	4,96 %	4,17 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Z výpočtu v tabulce 35 je patrná relativně stabilní zisková marže pohybující se mezi 4,17–6,42 %, kdy nejvyšší hodnoty dosažené v letech 2009 a 2012 byly ovlivněny nadprůměrným nárůstem tržeb, a proto je možné spíše očekávat marži v rozsahu 4,17–4,96 %. Ziskovou marži také významně ovlivňuje rozsah poskytovaných služeb v rámci skupiny – především klinické hodnocení a následné studie.

Změna čistého pracovního kapitálu

Pro další prognózy v jednotlivých scénářích je významný vývoj upraveného čistého pracovního kapitálu. V tabulce 36 je uveden jeho vývoj v období 2009–2014 a poměr k tržbám.

Tabulka 36 Čistý pracovní kapitál

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Čistý pracovní kapitál (tis. Kč)	69 319	94 950	50 959	73 192	90 355	97 934
Tržby (tis. Kč)	334 979	325 718	350 193	441 774	501 098	529 839
Pracovní kapitál/tržby (%)	20,7 %	29,2 %	14,6 %	16,6 %	18,0 %	18,5 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

V tabulce 36 je možné identifikovat, že společnost BMS procházela v letech 2009 a 2010 optimalizací své struktury a podařilo se jí snížit kapitálovou náročnost na přibližně úroveň 18 %. V následujících analýzách bude tato úroveň vzhledem k relativně stabilizované organizační a personální struktuře považována za dlouhodobě udržitelnou.

3.4.3 Prognóza vývoje trhu

Prognózu vývoje farmaceutického trhu v České republice je možné testovat na potenciální závislost především na vývoji hrubého domácího produktu ve stálých cenách.

Pro ověření možné závislosti je zvolena standardní hladina významnosti na úrovni 5 %. V případě, kdy F-test dosáhne hodnoty vyšší než požadovaných 5 %, bude zkoumaný statistický model zamítnut a dále nepoužíván při predikci vývoje trhu. Při konstrukci modelů je využita časová řada od roku 2006 do roku 2014, kdy jsou dostupné metodicky srovnatelné údaje o výdajích na léčiva.

Základní požadavky statistických modelů jsou založeny na předpokladu, že mezi vysvětlující proměnou (HDP) a vysvětlovanou proměnou (výdaje na léčivé přípravky – velikost trhu) by měla existovat významná závislost.

V dalším zkoumání jsou využity tyto modely:

- Analýza časového trendu výdajů na léčiva prostřednictvím jednoduché regresní funkce.
- Jednoduchá regresní analýza s vysvětlující proměnnou HDP.

V jednotlivých modelech jsou testovány některé z následujících funkcí:

- Lineární $Y = a + b * X$
- Exponenciální $\ln Y = a + b * X$
- Logaritmická $Y = a + b * \ln X$
- Parabolická $Y = a * X^2 + b * X + c$

Základní korelační koeficient mezi výdaji na léčiva (SÚKL, 2016b) a HDP (ČSÚ, 2016a) byl ve sledovaném období 0,761, což představuje relativně silnou závislost. Uvedené zjištění je v souladu s očekáváním, neboť příjmy veřejného zdravotního pojištění jsou odvozeny od mzdových nákladů, které souvisejí s celkovou ekonomickou aktivitou. Vzhledem k obecným požadavkům na vyrovnaný systém zdravotního pojištění je následně možné předpokládat i závislost směrem k výdajům na jednotlivé části zdravotní péče včetně výdajů na léčiva.

Jednoduchá regresní funkce časové řady výdajů na léčiva poskytla následující koeficienty determinace uvedené v tabulce 37.

Tabulka 37 Koeficienty determinace časových řad

	Koeficient determinace
Lineární funkce	0,4839
Exponenciální funkce	0,4896
Logaritmická funkce	0,7432
Parabolická funkce	0,9423

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výsledků z tabulky 37 je možné konstatovat, že je teoreticky nejvhodnější parabolická funkce, která však vzhledem ke své relativní složitosti nespokytuje vysvětlení v kontextu fungování systému veřejného zdravotního pojištění a struktury výdajů na léčivé přípravky.

S pomocí analytických funkcí programu MS excel byly získány v tabulce 38 následující koeficienty determinace při analýze výdajů na léčivé přípravky ve vztahu k vývoji HDP v letech 2006–2014.

Tabulka 38 Koeficienty determinace funkcí

	Koeficient determinace
Lineární	0,5784
Exponenciální	0,6085
Logaritmická	0,5986
Polynomická	0,7345

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky regresní analýzy v tabulce 38 jsou v případě testování vztahu k hrubému domácímu produktu ještě méně vypovídající, než už jednoduché časové řady. Vzhledem k poměrně

nízkým hodnotám koeficientu determinace u všech zkoumaných funkcí nebude dále ověřována spolehlivost dopočtených historických proměnných.

Na základě neuspokojivých výsledků prognózy vývoje trhu bude nutné pro ocenění vycházet z expertních přístupů. Prvním zdrojem je analýza společnosti PwC s názvem From vision to decision Pharma 2020 (PwC, 2016), která u rozvinutých trhů (např. Velká Británie, Německo, Francie, Itálie, Španělsko) předpokládá spíše pokles podílů výdajů na léčiva z důvodu převážně nepříznivého vývoje veřejných financí a souvisejícímu většímu tlaku na cenovou regulaci léčiv. Avšak v případě nových trhů s relativně nízkým podílem výdajů na léčivé přípravky a již implementovanými přísnými cenovými mechanismy očekává dlouhodobý vývoj výdajů na léčiva v pozitivním vztahu s vývojem hrubého domácího produktu.

Také analýza 2016 Global life sciences outlook společnosti Deloitte (Deloitte, 2016) podporuje dlouhodobý vývoj výdajů odvozených od vývoje hrubého domácího produktu a obdobně jako společnost PwC uvádí řadu nejistot především v oblastech bezpečnosti léčiv, ochrany duševního vlastnictví a nových cenových mechanismů snižujících celkové náklady systémů zdravotní péče.

3.4.4 Klíčové faktory rizika a jejich významnost

Ocenění společnosti BMS je prováděno pomocí metody scénářů budoucího vývoje, které se vztahují k trendům vývoje makroekonomického a mikroekonomického okolí společnosti. Základním východiskem je zpracovaná analýza makroekonomického okolí PEST a analýza atraktivitu trhu. Na základě těchto analýz jsou stanoveny následující rizikové faktory:

- Rozšiřování dalších legislativních a samoregulačních omezení farmaceutického trhu (např. omezení reklamy, rozšíření a zpřísnění iniciativy „Transparentní spolupráce“ apod.) Tyto kroky by omezily možnost komunikace se stávajícími i potenciálními zákazníky a vedly by ke snížení růstu tržeb.
- Stagnace ekonomického růstu v České republice a s tím související stagnace či pokles výdajů na zdravotní péči. V této situaci by mohlo dojít i k redukci výdajů na léčivé přípravky z důvodu odkládání léčby, nebo omezení rozsahu léčených pacientů.
- Zastávání společnosti BMS v inovačním cyklu v porovnání s konkurencí. Farmaceutický trh je vysoce inovační, a proto neúspěch ve výzkumu, vývoji a registraci léčivých přípravků přináší zásadní problém pro dlouhodobé udržení konkurenční výhody.

Na základě identifikování dílčích rizikových faktorů jsou zvoleny jako klíčové rizikové faktory ekonomický růst v České republice a relativní pozice společnosti BMS v inovačním cyklu v porovnání s konkurencí.

Ekonomický růst

Expertní odhad pravděpodobnosti scénářů uvažujících ekonomický růst je podpořen prognózou vývoje HDP vycházející z odhadů Ministerstva financí ČR, České národní banky a Evropské komise, které jsou uvedeny v tabulce 39.

Tabulka 39 Predikce vývoje HDP

	2015	2016	2017	2018	2019
Ministerstvo financí ČR	4,20 %	2,50 %	2,60 %	2,50 %	2,30 %
Česká národní banka	4,20 %	2,30 %	3,40 %	2,85 %	2,85 %
Evropská komise	4,20 %	2,10 %	2,60 %	2,35 %	2,35 %

	2015	2016	2017	2018	2019
Průměr	4,20 %	2,30 %	2,87 %	2,57 %	2,50 %

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2016a), Česká národní banka (2016), Evropská komise (2016), vlastní zpracování

Údaje v tabulce 39 z roku 2015 představují skutečný vývoj, roky 2016 a 2017 jsou odhady. Období 2018–2019 představuje u Ministerstva financí odhad, u České národní banky a Evropské komise průměr předchozích dvou let. Z tabulky je patrné, že je možné v následujících pěti letech spíše očekávat ekonomický růst.

Relativní inovační síla

V případě relativní inovační síly společnosti BMS a její schopnosti uvádět na trh nové léčivé přípravky je možné při expertním odhadu vycházet například z následujících zdrojů:

- BMS Company uvádí 28 přípravků v počátečních fázích I a II (klinické zkoušky bezpečnosti a klinické zkoušky dávkování a účinku), v pokročilé fázi III (klinické zkoušky na velkém vzorku pacientů před získáním povolení uvádět přípravek na trh) se nachází 1 léčivý přípravek (BMS Company, 2016c). Stejný zdroj také informuje o 7 aktuálně dostupných léčivých přípravcích, které se nacházejí ve stádiu klinických zkoušek pro nové oblasti využití – ve všech případech se jedná o klíčové produkty (např. onkologické přípravky Sprycel, Opdivo, Empliciti a Yervoy).
- Analytická společnost PharmaLive vysoce hodnotí inovační schopnost společnosti BMS Company a uvádí potenciál nových přípravků na předních místech v přehledu TOP10 farmaceutických společností (PharmaLive, 2016).
- Poradenská společnost Deloitte ve své analýze dvanácti největších farmaceutických společností shrnuje množství projektů v jednotlivých fázích klinického vývoje a hodnotí pozici společnosti BMS Company jako nadprůměrnou (Deloitte, 2016).
- Analýza Bernarda Munose, který je považován společností FiercePharma za jednoho z 25 globálně nejvýznamnějších expertů v oboru biopharma (FierceBiotech, 2016), uvádí, že společnost BMS Company patří dlouhodobě mezi nejvýkonnější společnosti z pohledu tržního zhodnocování inovací a inovačního potenciálu (Munos, 2016).

Na základě uvedených zdrojů je možné učinit v expertním odhadu závěr, že je možné i nadále předpokládat vysokou inovační sílu společnosti ve srovnání s konkurencí.

3.4.5 Charakteristiky scénářů a finanční plány

Agregováním vybraných faktorů rizika a jejich zanesením do scénářové matice je dostupné v tabulce 40 zobrazení jednotlivých scénářů.

Tabulka 40 Matice scénářů

		Rizikový faktor ekonomický růst	
		Růst (1)	Stagnace (2)
Rizikový faktor inovativnost	Vysoká inovativnost (A)	Scénář 1A	Scénář 2A
	Nízká inovativnost (B)	Scénář 1B	Scénář 2B

Zdroj: Špaček (2012, s. 41), vlastní úprava

V případě společnosti BMS jsou dle tabulky 40 a na základě předchozích analýz zvoleny expertním odhadem následující pravděpodobnosti jednotlivých scénářů:

- Ekonomický růst-vysoká inovativnost (1A), pravděpodobnost 50 %.
- Ekonomický růst-nízká inovativnost (1B), pravděpodobnost 20 %.
- Ekonomická stagnace-vysoká inovativnost (2A), pravděpodobnost 20 %.
- Ekonomická stagnace-nízká inovativnost (2B), pravděpodobnost 10 %.

Upřednostnění scénáře ekonomický růst-vysoká inovativnost vychází především z konzistence prognóz růstu hrubého domácího produktu a předpokladů inovačního potenciálu. Z tohoto důvodu je protichůdný scénář ekonomické stagnace a nízké inovativnosti hodnocen jako nejméně pravděpodobný a zbývajícím dvěma kombinacím je stanovena stejná pravděpodobnost na úrovni 20 %.

Pro každý scénář je zpracován plánovaný výkaz zisků a ztráty a přehled změn v pracovním kapitálu s následujícími společnými východisky:

- Prognózy tržeb vycházejí z agregované hodnoty, neboť předpokládají současnou charakteristiku produktového portfolia a poměrného rozložení mezi různě výnosné přípravky. Rizika spojená s výší úhrad, omezenými zdroji veřejného zdravotního pojištění a sníženou konkurenceschopností nových i stávajících léčivých přípravků vlivem nízké inovativnosti obsahují jednotlivé scénáře.
- Podíl spotřeby materiálu, energií a ostatních provozních výnosů a nákladů je založen na průměru období 2013–2014 reflektujícím změny v organizační struktuře společnosti, která je považována i za dlouhodobě udržitelnou v budoucnosti.
- Hodnota zásob, pohledávek a závazků je odvozena z historických nebo doporučených hodnot obratu na základě výstupů finanční analýzy.
- Finanční majetek provozně nutný je stanoven na základě závěrů a srovnání finanční analýzy ve výši 0,2 okamžité likvidity.
- Ostatní položky pracovního kapitálu jsou uvažovány ve stabilní výši přibližně v úrovni roku 2014.

Ekonomický růst-vysoká inovativnost

Tento optimistický scénář vychází z pokračování hospodářského růstu v České republice, který bude schopen zajistit dostatečné příjmy systému veřejného zdravotního pojištění a nebude vytvářet fiskální tlak na omezení rozsahu hrazené zdravotní péče a léčivých přípravků. Součástí tohoto scénáře je také předpoklad pokračování stávajících podmínek přidělování úhrad léčivým přípravkům bez dalších negativních změn spočívajících například v administrativním snížení maximálních cen a úhrad.

Pro sestavení finančního plánu v rámci scénáře je zásadní stanovení ziskové marže, která vychází z historické analýzy vedené v kapitole 3.6 Generátory hodnoty a porovnání s konkurenčními společnostmi založené na průměru EBITDA marže za roky 2012–2014. Pro účely ocenění je EBITDA marže uvedená v tabulce 41 srovnávána s marží korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daněmi.

Tabulka 41 Srovnání EBITDA s konkurencí

	EBITDA marže (3letý průměr)
Astra-Zeneca	1,80 %
Pfizer, spol. s r.o.	2,91 %
Boehringer Ingelheim, spol. s r.o.	2,56 %
BAYER s.r.o.	3,83 %
Medián	2,74 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a–g), vlastní zpracování

Ze strategické analýzy a tabulky 41 je patrné dobré konkurenční postavení společnosti BMS, a proto její KPVH marže v rozsahu 4,17–6,42 % (v letech 2010–2014) odpovídá rostoucí pozici na trhu a vysoce inovativnímu produktovému portfoliu. V případě scénáře uvažujícího vysokou relativní inovativnost tak představuje hodnota 6,42 % horní hranici možného intervalu prognózy ziskové marže. V tabulce 42 níže jsou vybrány základní údaje z prognózy.

Tabulka 42 Základní údaje finančního plánu – scénář růst-vysoké inovace

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	562 689	586 885	615 446	643 552	672 512
EBIT (tis. Kč)	19 921	23 487	27 039	30 416	33 835
Zisková marže (KPVH)	4,55 %	5,11 %	5,59 %	5,99 %	6,36 %
Změna stavu upr. prac. kapitálu (tis. Kč)	-9 477	1 002	2 782	2 918	3 112

Zdroj: vlastní zpracování

Scénář a provozní ukazatele v tabulce 42 jsou zpracovány s následujícími předpoklady:

- Růst tržeb odpovídá tempu hospodářského růstu a je zvýšen o dva procentní body představující růst tržního podílu prostřednictvím pozitivního vlivu nových léčivých přípravků. Jedná se o konzervativní odhad příznivého vlivu inovační složky, neboť v období 2009–2014 rostly tržby společnosti BMS v průměru o 9,6 % ročně při ročním průměrném růstu HDP o 1,7 %. Ve stejném období také rostl tržní podíl v průměru o 10,3 % procenta ročně.
- Hrubá marže na úrovni 0,55 % představuje historický průměr posledních šesti let a odráží dosavadní profil společnosti BMS.
- Růst osobních nákladů je možné očekávat na úrovni prognózované inflace, neboť společnost pravidelně upravuje mzdy na základě lokálního inflačního vývoje. Predikce průměrné inflace podle Ministerstva financí ČR (MF ČR, 2016a) je následující – 0,3 % (2015), 0,7 % (2016), 1,7 % (2017), 1,8 % (2018) a 1,9 % (2019).

Ekonomický růst-nízká inovativnost

Scénář uvažující nízkou inovativnost obsahuje především nejistotu plynoucí z komplikovaného procesu výzkumu, vývoje a uvádění léčivých přípravků na trh. Až do finálního získání povolení uvádět přípravek není možné plně spoléhat na úspěšnost celého procesu, a proto existuje nezanedbatelná míra nejistoty i mezi relativně diverzifikovaným portfoliem oblastí, kterými se společnost ve své výzkumné a vývojové činnosti zabývá. Základní souhrn výstupů scénáře je zobrazen v tabulce 43.

Tabulka 43 Základní údaje finančního plánu – scénář růst-nízké inovace

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	546 794	553 902	564 242	573 081	581 678
EBIT (tis. Kč)	11 043	11 669	12 031	12 040	11 900
Zisková marže (KPVH)	2,62 %	2,73 %	2,76 %	2,72 %	2,65 %
Změna stavu upr. prac. kapitálu (tis. Kč)	24 235	1 771	1 942	1 933	1 970

Zdroj: vlastní zpracování

Scénář a provozní ukazatele v tabulce 43 jsou zpracovány s následujícími předpoklady:

- Růst tržeb vychází z predikce růstu HDP a negativního vlivu zaostávání v inovativních produktech vyjádřeného snížením tempa růstu o jeden procentní bod, který současně vyjadřuje negativní dopad na tržní podíl.

- Hrubá marže je předpokládána na úrovni 0,2 % z důvodu inovačního zaostávání a vyššího tlaku distributorů na zvýšení vlastní marže u méně atraktivních přípravků.
- Růst osobních nákladů je možné očekávat na úrovni prognózované inflace.

Ekonomická stagnace-vysoká inovativnost

Scénář ekonomické stagnace je považován za méně pravděpodobný, avšak zahrnuje rizika spojená například s širším nepříznivým ekonomickým vývojem vyvolaným externími faktory (například další finanční a fiskální krizí). Shrnutí prognózy je uvedeno v tabulce 44.

Tabulka 44 Základní údaje finančního plánu – scénář stagnace-vysoké inovace

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	543 085	556 662	570 579	584 843	599 464
EBIT (tis. Kč)	6 908	8 905	10 537	12 178	13 830
Zisková marže (KPVH)	1,70 %	2,10 %	2,41 %	2,69 %	2,97 %
Změna stavu upr. prac. kapitálu (tis. Kč)	24 103	2 009	2 097	2 189	2 283

Zdroj: vlastní zpracování

Základní východiska scénáře a ukazatelů z tabulky 44:

- Růst tržeb odpovídá tempu hospodářského růstu a je zvýšen o dva procentní body představující růst tržního podílu prostřednictvím pozitivního vlivu nových léčivých přípravků
- Hrubá marže je ponechána na historické úrovni 0,55 %.
- Růst osobních nákladů je vzhledem k ekonomické stagnaci předpokládán na poloviční míře růstu inflace.
- Bezriziková úroková míra vychází z dlouhodobé průměrné výše výnosů 10letých amerických dluhopisů ve výši 1,48 % (U.S.Department of the Treasury, 2016), které zachycují výnosy dluhopisů v době reprezentující převážně ekonomickou stagnaci (leden 2003–červen 2016).

Ekonomická stagnace-nízká inovativnost

Poslední, avšak stále reálný scénář, uvažuje kombinaci ekonomické stagnace a současně nepříznivé situace způsobené inovačním zaostáváním. Pro společnost BMS je to nejméně příznivá situace, ale smyslem scénáře je mimo jiné ověřit schopnost obstát i v kombinaci těchto dvou významných negativních verzí vývoje. Shrnutí vybraných ukazatelů finančního plánu pro zkoumaný scénář je v tabulce 45.

Tabulka 45 Základní údaje finančního plánu – scénář stagnace-nízké inovace

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	532 488	535 151	537 826	540 516	543 218
EBIT (tis. Kč)	884	1 021	724	379	-15
Zisková marže (KPVH)	0,34 %	0,37 %	0,30 %	0,22 %	0,13 %
Změna stavu upr. prac. kapitálu (tis. Kč)	23 725	1 561	1 576	1 591	1 607

Základní východiska scénáře a ukazatelů z tabulky 45:

- Růst tržeb je predikován na úrovni nominálního růstu pouze ve výši 0,5 %.
- Hrubá marže je předpokládána na úrovni 0,2 % z důvodu inovačního zaostávání a vyššího tlaku distributorů na zvýšení vlastní marže u méně atraktivních přípravků.
- Růst osobních nákladů je vzhledem k ekonomické stagnaci předpokládán na poloviční míře růstu inflace.

- Bezriziková úroková míra vychází z dlouhodobé průměrné výše výnosů 10letých amerických dluhopisů ve výši 1,48 % (U.S.Department of the Treasury, 2016), které zachycují výnosy dluhopisů v době reprezentující převážně ekonomickou stagnaci (leden 2003–červen 2016).

3.4.6 Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál v aktuálních podmínkách je použita stavebnicová metoda a určen dolní a horní limit přírážky rizika. Dolní limit je v úrovni bezrizikové míry výnosu státních dluhopisů, která představuje nulovou přírážku rizika. Hodnota výnosu desetiletých dluhopisů byla dle údajů Eurostatu v prosinci 2014 na úrovni 0,67 % (Eurostat, 2016). Maximální přírážka je stanovena ve výši 30 % a plně reflektuje rizika farmaceutického odvětví.

Pro kalkulaci rizika je využita stupnice 0–4 (nulové až vysoké riziko). Vlastní výpočet je proveden podle vzorce (Mařík, 2011, s. 239):

$$a = \sqrt[4]{\frac{n_{VK \max}}{r_f}}$$

Kde:

- a konstanta,
 $n_{VK \max}$ maximální výše nákladů vlastního kapitálu,
 r_f dolní hranice nákladů vlastního kapitálu (v úrovni státního dluhopisu).

Dosazením 30 % za $n_{VK \max}$ a r_f rovnající se 0,67 % je výsledná hodnota 2,59.

Dalším krokem je vytvoření hodnot pro jednotlivé stupně rizika pomocí vzorce, kde Z je koeficient rizikové přírážky, a^X představuje funkci, ve které je a konstanta, a X vyjadřuje stupeň rizika nabývající hodnot 1–4 a na závěr r_f vyjadřuje dolní hranici vlastního kapitálu na úrovni 0,67 %. Počet hodnocených rizikových faktorů je 21 a způsob výpočtu rizikové přírážky pro jednotlivé rizikové stupně shrnuje tabulka 46.

Tabulka 46 Riziková přírážka pro jednotlivé stupně rizika

Stupeň rizika (X)	a^X	$Z = a^X - 1$	Riziková přírážka $Z * r_f/n$
1 Nízké riziko	2,587	1,587	0,05 %
2 Přiměřené riziko	3,551	2,551	0,08 %
3 Zvýšené riziko	6,691	5,691	0,18 %
4 Vysoké riziko	44,776	43,776	1,40 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 242), vlastní zpracování

Vypočtené hodnoty rizikové přírážky pro jednotlivý rizikový faktor v tabulce 46 jsou následně využity v dílčích analýzách jednotlivých oblastí.

Riziko oboru

- Dynamika oboru – v případě významně inovativních léčivých přípravků se jedná o rychle rostoucí obor, možnost zvrátů v případě nežádoucích příhod (riziko vysoké).
- Závislost na hospodářském cyklu – je mírná (riziko přiměřené).

- Potenciál inovací v oboru – obor se vyznačuje zásadními technologickými inovacemi (riziko vysoké).
- Určování trendů v oboru – podnik je schopen reagovat na nové trendy a podílí se na určování nových trendů (riziko přiměřené).

Shrnutí charakteristik oboru a výpočet dílčí rizikové přírážky jsou zobrazeny v tabulce 47.

Tabulka 47 Riziko oboru

Stupeň rizika	Riziková přírážka	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
1 Nízké riziko	0,05 %	0	0,00 %
2 Přiměřené riziko	0,08 %	2	0,16 %
3 Zvýšené riziko	0,18 %	0	0,00 %
4 Vysoké riziko	1,40 %	2	2,79 %
Součet	x	4	2,96 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 244), vlastní zpracování

Riziko trhu, na kterém podnik působí

- Kapacita trhu a možnost expandování – základní trh je spíše nasycen, silná konkurence, ačkoliv mohou potenciálně existovat nové oblasti působení stávajících léčivých přípravků (riziko vysoké).
- Dosažení tržeb – historie tržeb je prokazatelná s přiměřeným nárůstem (riziko přiměřené).
- Nové trhy a příležitosti – zavedené i stávající výrobky s možností proniknutí na nové trhy (riziko vysoké).

Souhrn specifík trhu včetně výpočtu dílčí rizikové přírážky je uveden v tabulce 48.

Tabulka 48 Riziko trhu

Stupeň rizika	Riziková přírážka	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
1 Nízké riziko	0,05 %	0	0,00 %
2 Přiměřené riziko	0,08 %	1	0,08 %
3 Zvýšené riziko	0,18 %	0	0,00 %
4 Vysoké riziko	1,40 %	2	2,79 %
Součet	x	3	2,88 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 244), vlastní zpracování

Konkurenční riziko

- Konkurence – existuje zvýšený tlak stávajících konkurentů i hrozba nástupu nové konkurence (riziko vysoké).
- Konkurenceschopnost produktů – léčivé přípravky společnosti BMS představují v některých případech jedinou možnost léčby (riziko přiměřené).
- Cenová úroveň – vlivem cenové reference jsou ceny srovnatelné s konkurencí, zisková marže je relativně nízká (riziko zvýšené).
- Výzkum a vývoj – společnost BMS Company má vlastní vývoj, který je velmi pozitivně hodnocen, avšak proces uvádění na trh je velmi nejistý (riziko zvýšené).
- Reklama a propagace – reklama preskripčních léčivých přípravků je legislativně omezena, přínos je sporný (riziko vysoké).
- Distribuce a servis – distribuční síť je vybudována, dodávky zákazníkům jsou rychlé a spolehlivé (riziko nízké).

Výpočet hodnot konkurenčního rizika je dostupný v tabulce 49 níže.

Tabulka 49 Konkurenční riziko

Stupeň rizika	Riziková přírážka	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
1 Nízké riziko	0,05 %	1	0,05 %
2 Přiměřené riziko	0,08 %	1	0,08 %
3 Zvýšené riziko	0,18 %	2	0,36 %
4 Vysoké riziko	1,40 %	2	2,79 %
Součet	x	6	3,29 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 244), vlastní zpracování

Riziko managementu

- Vize a strategie – management má vizi a prostředky pro její dosažení (riziko nízké).
- Klíčové osobnosti managementu – je dostupná přiměřená náhrada (riziko přiměřené).
- Organizační struktura – existuje jednoduchá a přehledná struktura umožňující dobrou komunikaci (riziko nízké).

Riziko managementu je shrnuto v tabulce 50.

Tabulka 50 Riziko managementu

Stupeň rizika	Riziková přírážka	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
1 Nízké riziko	0,05 %	2	0,10 %
2 Přiměřené riziko	0,08 %	1	0,08 %
3 Zvýšené riziko	0,18 %	0	0,00 %
4 Vysoké riziko	1,40 %	0	0,00 %
Součet	x	3	0,18 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 244), vlastní zpracování

Ostatní rizikové faktory

- Postavení podniku vůči odběratelům – na trhu existuje větší počet odběratelů včetně několika s nepřevažujícím podílem (riziko přiměřené).
- Bariéry vstupu do odvětví – bariéry jsou vzhledem k legislativním požadavkům silné (riziko přiměřené).

Ostatní rizikové faktory popisuje tabulka 51.

Tabulka 51 Ostatní rizikové faktory

Stupeň rizika	Riziková přírážka	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
1 Nízké riziko	0,05 %	0	0,00 %
2 Přiměřené riziko	0,08 %	2	0,16 %
3 Zvýšené riziko	0,18 %	0	0,00 %
4 Vysoké riziko	1,40 %	0	0,00 %
Součet	x	2	0,16 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 244), vlastní zpracování

Riziko financování

- Likvidita – běžná i rychlá likvidita vykazují vysoké hodnoty, likvidní prostředky jsou dostačující (riziko nízké).
- Průměrná doba inkasa pohledávek – odpovídá splatnosti faktur (riziko nízké).

- Průměrná doba držení zásob – zásoby jsou vysoce obrátkové a míra jejich expirace je přiměřená (riziko nízké).

Postup výpočtu rizika financování uvádí tabulka 52.

Tabulka 52 Riziko financování

Stupeň rizika	Riziková přírážka	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
1 Nízké riziko	0,05 %	3	0,15 %
2 Přiměřené riziko	0,08 %	0	0,00 %
3 Zvýšené riziko	0,18 %	0	0,00 %
4 Vysoké riziko	1,40 %	0	0,00 %
Součet	x	3	0,15 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 244), vlastní zpracování

Shrnutím dílčích rizikových přírážek z tabulek 47 až 52 a bezrizikové výnosové míry je možné získat celkové náklady na vlastní kapitál, které jsou zobrazeny v následující tabulce 53.

Tabulka 53 Náklady na vlastní kapitál

Bezriziková výnosová míra	0,67 %
Riziko oboru	2,96 %
Riziko trhu	2,88 %
Konkurenční riziko	3,29 %
Riziko managementu	0,18 %
Ostatní rizikové faktory	0,16 %
Riziko financování	0,15 %
Součet	10,29 %

Zdroj: Mařík (2011, s. 250), vlastní zpracování

Z tabulky 53 nákladů na vlastní kapitál vyplývá, že velmi nízká bezriziková výnosová míra významně vzrostla vlivem dílčích rizikových přírážek – především konkurenčního rizika a rizika oboru a trhu. V případě scénářů s ekonomickou stagnací je kalkulována bezriziková úroková míra ve výši 1,48 % (U.S.Department of the Treasury, 2016). Při zachování ostatních dílčích rizikových přírážek je celkový kalkulovaný náklad na vlastní kapitál ve výši 11,10 %.

3.4.7 Ocenění metodou DCF equity

Na základě finanční a strategické analýzy je zřejmé, že společnost BMS naplňuje podmínku going concern, a proto může být oceněna výnosovou metodou. Společnost není financována dluhovými kapitálem, a z tohoto důvodu je použita metoda DCF equity, která vychází z peněžních toků pro vlastníky (FCFE). Doplnkovými metodami ocenění je metoda čistých kapitalizovaných výnosů a metoda tržního porovnání. Ocenění metodou EVA není použito z důvodu očekávaných stejných výsledků jako v metodě DCF, neboť by byly použity totožné vážené náklady kapitálu, stejná výše zisku a hodnota provozně nutného investovaného kapitálu.

Vlastní ocenění metodou DCF equity je provedeno pomocí dvoufázové metody podle následujícího vzorce (Mařík, 2011, s. 206):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * \frac{1}{(1 + i_k)^T}$$

Kde:

H_n výnosová hodnota podniku jako celku,
 T délka první fáze v letech,
 t rok,
 $FCFE_t$ volné cash flow do firmy v roce t,
 i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu,
 g tempo růstu tržeb.

Výpočet první fáze je založen na podrobném finančním plánu, který je stanoven na následujících pět let a předpokládá různé vstupní parametry. V druhé fázi jsou vstupní parametry stabilizovány a na základě předpokladu pokračujícího fungování podniku je uvažována délka druhé fáze až do nekonečna. V metodě DCF equity není nutné převádět brutto hodnotu podniku na netto, neboť výstupem této metody je přímo hodnota netto, kterou je nutno doplnit o hodnotu provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění. Vzhledem k nulovému zadlužení v první fázi ocenění jsou volné peněžní toky z výkazu cash-flow považovány za FCFE.

V tabulce 54 níže jsou shrnuty nediskontované i diskontované peněžní toky v první fázi pro jednotlivé scénáře ocenění.

Tabulka 54 Volné peněžní toky

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	Celkem
Scénář stagnace/vysoké inovace						
FCFE (tis. Kč)	7 375	20 742	25 399	28 271	31 234	113 022
Diskontované FCFE (tis. Kč)	7 102	19 232	22 677	24 305	25 857	99 173
Scénář růst/nízké inovace						
FCFE (tis. Kč)	33 896	11 939	12 404	12 402	12 325	82 965
Diskontované FCFE (tis. Kč)	32 639	11 070	11 074	10 662	10 203	75 648
Scénář stagnace/vysoké inovace						
FCFE (tis. Kč)	30 414	9 938	11 348	12 769	14 201	78 669
Diskontované FCFE (tis. Kč)	27 375	8 051	8 275	8 381	8 390	60 472
Scénář stagnace/nízké inovace						
FCFE (tis. Kč)	25 157	3 104	2 879	2 615	2 310	36 065
Diskontované FCFE (tis. Kč)	22 644	2 515	2 099	1 716	1 365	30 339

Zdroj: vlastní zpracování

Z výpočtu v tabulce 54 vyplývá široký rozptyl celkových hodnot první fáze, který dosahuje téměř trojnásobného rozdílu mezi prvním a posledním uvažovaným scénářem.

Pro stanovení pokračující hodnoty je ponechána kalkulovaná míra nákladů vlastního kapitálu i_k na úrovni 10,29 % a dále jsou stanoveny expertním odhadem tempa dalšího růstu, který vychází z konzervativního pohledu na poslední dva roky první fáze a především dlouhodobé perspektivy růstu trhu. V případě scénáře uvažujícího ekonomickou stagnaci a nízkou míru inovací je v tabulce 55 kalkulováno s nulovým růstem tržeb.

Tabulka 55 Pokračující hodnota

	$FCFE_{T+1}$ (tis. Kč)	i_k	g	Pokračující hodnota (tis. Kč)
Scénář růst/vysoké inovace	32 171	0,1029	0,03	441 368
Scénář růst/nízké inovace	12 448	0,1029	0,01	134 013
Scénář stagnace/vysoké inovace	14 485	0,1110	0,02	159 179
Scénář stagnace/nízké inovace	2 310	0,1110	0,00	20 815

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky 55 je patrný výrazný rozptyl také pokračujících hodnot ocenění, který je ovlivněn nejen výší vlastního očekávaného peněžního toku, ale především plánovaným dlouhodobým růstem g . Výsledné ocenění provedené v tabulce 56 pomocí scénářových metod vychází ze střední hodnoty ocenění dílčích scénářů spočítané prostřednictvím váženého aritmetického průměru.

Tabulka 56 Výsledné ocenění metodou DCF equity

	i_k	g	Hodnota (tis. Kč)	Praděpodobnost	Střední hodnota (tis. Kč)
Scénář růst-vysoké inovace	10,3 %	6,0 %	522 290	0,5	350 139
Scénář růst-nízké inovace	10,3 %	0,0 %	199 742	0,2	
Scénář stagnace-vysoké inovace	11,1 %	4,0 %	219 652	0,2	
Scénář stagnace-nízké inovace	11,1 %	0,0 %	51 154	0,1	

Zdroj: vlastní zpracování

Závěrem **ocenění metodou DCF equity** vypočtené v tabulce 56 je stanovení celkové hodnoty společnosti BMS ve výši **350 139 Kč** ke dni 31. prosince 2014. Ocenění vychází z peněžních toků a dalších parametrů stanovených v nominálních cenách.

3.4.8 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) je vybrána jako doplňková metoda k metodě DCF equity a hodnota společnosti je taktéž zjišťována k datu 31. prosince 2014. Nejprve je nezbytné vypočítat upravený výsledek hospodaření a zohlednit vliv inflace. Podrobný výpočet je uveden v následující tabulce 57.

Tabulka 57 Upravený výsledek hospodaření

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výsledek hospodaření před zdaněním	-15 907	21 321	13 986	25 955	22 149	20 616
(+) Odpisy	1 339	1 051	939	752	771	716
(-) Finanční výnosy	1 653	2 536	1 822	1 658	1 184	1 197
(-) Tržby z prodeje dl. majetku	29	175	0	0	0	0
(+) Zůst.cena prodaného dl. majetku	23	35	0	0	0	112
Upravený VH (UVH) před odpisy	-16 227	19 696	13 103	25 049	21 736	20 247
Roční inflace (%)	2,5 %	2,8 %	6,3 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %
Cenový index řetězový	102,5 %	102,8%	106,3%	101,0 %	101,5 %	101,9 %

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cenový index bazický k roku 2014	0,871	0,893	0,918	0,975	0,985	1,000
UVH/bazický index	-14 132	17 582	12 024	24 434	21 415	20 247
Váhy	1	2	3	4	5	6
UVH upravený o inflaci * váhy	-14 132	35 164	36 072	97 738	107 074	121 482

Zdroj: Mařík (2011, s. 277), vlastní zpracování

V další části výpočtu navazující na tabulku 57 je základem trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy, který je váženým aritmetickým průměrem upravených hospodářských výsledků očištěných o inflaci z předchozí tabulky. Následně jsou vyjmuty odpisy vycházející z roku 2014 a taktéž je odečtena skutečná daň kalkulovaná pro rok 2014. Podrobný výpočet je uveden v tabulce 58 níže.

Tabulka 58 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	18 257
(-) Odpisy z reprodukčních cen	716
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	17 541
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	26 268
Daň (19 %)	4 991
Trvale odnímatelný čistý výnos po daní	12 550

Zdroj: Mařík (2011, s. 277), vlastní zpracování

Poslední částí postupu je pokračování výpočtu z tabulky 58 a diskontování trvale odnímatelného čistého výnosu po daní za použití kalkulované úrokové míry ve výši 8,39 % vycházející z nákladů na vlastní kapitál ve výši 10,29 % a odečtení očekávané dlouhodobé míry inflace ve výši 1,9 %. Inflace je založena na extrapolaci prognózy Ministerstva financí ČR (MF ČR, 2016a) pro poslední rok finančního plánu.

Celková hodnota zjištěná použitím **metody kapitalizovaných čistých výnosů** se skládá z výnosové hodnoty provozní 149 583 tis. Kč (trvale odnímatelný výnos 12 550 tis./8,39 %) a hodnoty neprovozního majetku ke dni ocenění ve výši 58 538 tis., a činí **208 121 tis. Kč**.

Významnou skutečností ovlivňující celkový výsledek metody KČV je zahrnutí roku 2009, ve kterém společnost generovala ztrátu. V dalších letech již bylo dosaženo pozitivního hospodářského výsledku vlivem většího rozsahu služeb poskytovaných v rámci skupiny. Při **vyřazení roku 2009** z výpočtu ocenění by byla celková výsledná hodnota ocenění metodou KČV na úrovni **306 392 tis. Kč**.

3.4.9 Ocenění metodami založenými na analýze trhu

Metody založené na analýze trhu představují druhou doplňkovou metodu k výnosovému ocenění. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost BMS podniká v České republice jako společnost s ručením omezeným, a není tedy obchodována na burze, je zvoleno ocenění metodou srovnatelných podniků, u kterých je známa tržní hodnota akcií.

V ocenění jsou použity následující násobitele:

- cena akcie/zisk na akcii (P/E – Price/Earning);
- cena akcie/účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii (Market Value/Book Value);

- tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu/zisk před úroky a daní (Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes).

Hodnoty násobitelů byly zjištěny pro období 2012–2014 a byl vypočítán tříletý průměr. Vybrány byly srovnatelné společnosti, které byly již zvoleny v průběhu strategické analýzy. Současně je ve všech srovnáních zahrnuta také mateřská společnost Bristol-Myers Squibb Company. První násobitel P/E je pro srovnávané společnosti uveden v tabulce 59.

Tabulka 59 Násobitel P/E

	2012	2013	2014	3letý průměr
Bristol-Myers Squibb Company	28,52	33,84	49,68	37,35
AstraZeneca plc	9,772	28,68	72,16	36,87
Bayer AG	25,24	26,74	24,32	25,43
Merck & Co	20,73	33,81	13,97	22,84
Novartis AG	16,8	21,19	22,23	20,07
Pfizer Inc	13,25	9,691	22,02	14,99
Srovnatelné společnosti – 3letý průměr				24,04

Zdroj: Yahoo! Finance (2016), vlastní zpracování

Ze srovnání v tabulce 59 vyplývá, že společnost BMS Company dosáhla v roce 2014 druhé největší hodnoty po společnosti AstraZeneca. Současně je patrný u obou společností také poměrně značný rozptyl historických hodnot. Dalším použitým násobitelem v tabulce 60 je cena akcie vztažená k účetní hodnotě vlastního kapitálu na akcii.

Tabulka 60 Násobitel Market Value/Book Value

	2012	2013	2014	3letý průměr
Bristol-Myers Squibb Company	3,91	5,67	6,62	5,40
AstraZeneca plc	2,53	3,17	4,53	3,41
Bayer AG	3,20	3,96	4,61	3,92
Merck & Co	0,49	0,80	0,82	0,71
Novartis AG	2,13	2,24	3,13	2,50
Pfizer Inc	2,32	2,56	2,77	2,55
Srovnatelné společnosti – 3letý průměr				2,62

Zdroj: Yahoo! Finance (2016), vlastní zpracování

Také z násobitele uvedeného v tabulce 60 vyplývá obdobný závěr o vedoucí pozici BMS Company, AstraZeneca a Bayer AG, který je ovlivněn růstem hodnoty jejich akcií. Posledním zvoleným násobitelem je tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu dělená ziskem před úroky a daní uvedená v tabulce 61.

Tabulka 61 Násobitel EV/EBIT

	2012	2013	2014	3letý průměr
Bristol-Myers Squibb Company	22,96	29,02	38,27	30,08
AstraZeneca plc	7,60	20,49	56,90	28,33
Bayer AG	17,62	20,47	21,58	19,89
Novartis AG	14,22	24,43	9,33	15,99
Pfizer Inc	14,27	17,48	17,56	16,44
Srovnatelné společnosti – 3letý průměr				19,07

Zdroj: Yahoo! Finance (2016), vlastní zpracování

Ze srovnání tohoto násobitele podle hodnot tabulky 61 vystupuje především velmi nízká hodnota společnosti AstraZeneca v roce 2012 a její více než sedminásobný nárůst do roku 2014.

Výsledná hodnota ocenění je spočítána jako vážený průměr z dílčích násobitelů, kdy váha je stanovena následujícím expertním odhadem P/E – 40 %, Market Value/Book Value – 20 %, EV/EBIT – 40 %. Pro výsledné ocenění je uvažováno, že oceňovaná společnost má pouze jednu akcii, na kterou připadá veškerý zisk. Současně není nutné upravit hodnotu o cizí úročený kapitál, neboť je nulový. Souhrnné ocenění založené na dílčích násobitelích je zobrazeno v tabulce 62.

Tabulka 62 Ocenění metodou srovnatelných podniků

	Váha	Násobitel BMS Company	Násobitel srovnatelné podniky	Ocenění podle BMS Company (tis. Kč)	Ocenění podle srovnatelných podniků (tis. Kč)
P/E	0,4	37,35	24,04	583 547	375 628
Market Value/Book Value	0,2	5,40	2,62	576 287	279 170
EV/EBIT	0,4	30,08	19,07	620 191	393 184
Hodnota	x	x	x	596 753	363 359

Zdroj: Yahoo! Finance (2016), vlastní zpracování

Z výsledného ocenění tabulky 62 vyplývá výrazně nižší ocenění založené na srovnatelných podnicích, které je ovlivněno právě absencí nadprůměrně vysokých tržních ukazatelů BMS Company. Vlastní ocenění stanovené **metodou srovnatelných podniků** je možné určit v **intervalu 363 359 tis. Kč až 596 753 tis. Kč**.

3.4.10 Účetní hodnota vlastního kapitálu

Na základě údajů z účetní závěrky k 31. prosinci 2014 je zřejmé, že **účetní hodnota vlastního kapitálu** společnosti BMS je **106 700 tis. Kč** (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2016a). Účetní hodnota vlastního kapitálu nemůže poskytnout ocenění goodwillu spojeného s podnikáním a plánované peněžní toky, respektive zisk. Z těchto důvodů by měla účetní hodnota kapitálu představovat nejnižší hodnotu ocenění společnosti z použitých metod.

3.4.11 Shrnutí ocenění

Z výsledků jednotlivých metod ocenění je zřejmý relativně široký rozptyl hodnot ocenění. Účetní hodnota vlastního kapitálu tvoří samostatnou kategorii hodnoty, neboť vychází z historických cen zachycených v účetnictví a neobsahuje hodnotu budoucích užitků plynoucích ze společnosti. Vzhledem ke skutečnosti, že ocenění je zpracováno na základě předpokladu dalšího fungování společnosti, je možné se přiklonit k výnosovým metodám ocenění, kdy metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází z dosavadní výkonnosti a extrapoluje ji do budoucna. Z tohoto důvodu je výsledek metody KČV spíše dolní mezí a realističtější hodnotu z pohledu předpokládaného budoucího vývoje podniku poskytuje metoda DCF equity zpracovaná pro více uvažovaných scénářů. Výsledky metody DCF equity jsou také relativně blízko ocenění vyplývající z tržního porovnání společnosti BMS Company.

4 Závěr

Hlavním cílem této práce bylo určení hodnoty společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. (BMS) k 31. prosinci 2014. Důvodem ocenění je poskytnout informaci o hodnotě společnosti a zprostředkovat informaci pro možné majetkové změny, které by hypoteticky mohly nastat. Dílčí cíle představovaly stanovení nákladů na kapitál oceňovaného podniku a vytvoření prognózy pro oceňovaný podnik. Při ocenění byly využity metody scénářů, které reprezentují různé alternativy hodnoty podniku v kontextu možného budoucího vývoje ovlivněného vybranými faktory rizika. Vlastní ocenění je zpracováno pomocí metody diskontovaných peněžních toků ve variantě vlastního kapitálu (DCF equity) a metodou kapitalizovaných čistých výnosů (KČV). K doplňkovému ocenění byla použita metoda tržního porovnání.

V praktické části identifikovala strategická analýza v externím prostředí významné faktory spočívající především v intenzivní legislativní regulaci, restrikci cenotvorby a úhrad z veřejného zdravotního pojištění, spíše pozitivním vlivu demografických trendů a naopak negativně působícím rizikům spojeným s dlouhodobým a náročným charakterem výzkumu a vývoje. V případě hodnocení atraktivitu trhu je závěrem zjištění, že farmaceutický trh v České republice je lehce podprůměrně atraktivní, kdy hlavními příčinami jsou relativně průměrný růst trhu, průměrná velikost trhu a průměrné až podprůměrné hodnocení ostatních působících faktorů. Vlastní analýza tržního podílu a vnitřního potenciálu identifikovala spíše pozitivní perspektivu pro hodnocenou společnost.

Výstupem syntetických pohledů na finanční zdraví podniku, které shrnuly dílčí části finanční analýzy v modelech IN05 a Kralickova rychlého testu, je zjištění, že se společnost BMS nachází v šedém pásmu finančního zdraví, kdy není možné na základě standardního přístupu jednoznačně rozhodnout o hrozbě finančních problémů. Vzhledem k významnému podílu ostatních provozních výnosů realizovaných pro další podniky ve skupině a podrobné analýze dílčích ukazatelů je možné hodnotit finanční pozici jako přiměřenou a dlouhodobě udržitelnou.

Na základě celkových výsledků strategické a finanční analýzy je možné konstatovat, že pro společnost BMS existuje předpoklad pokračování hospodářské činnosti podniku v dohledné budoucnosti (going concern) a nejsou známy faktory, které by ohrožovaly jeho bezprostřední existenci. Při využití tohoto předpokladu bylo možné provést ocenění výnosovými metodami diskontovaných peněžních toků (DCF) a kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).

V rámci ocenění metodou DCF byly identifikovány dvě nejvýznamnější rizikové oblasti – vývoj ekonomického prostředí v České republice zohledněný růstem HDP a budoucí relativní inovační síla společnosti BMS – pro které byly zpracovány scénáře možného vývoje. Kombinací dostupných variant byly vytvořeny čtyři možné scénáře pro první fázi založené na podrobných finančních plánech pro období 2015–2019. Expertním odhadem vycházejícím z externích prognóz ekonomického růstu a analytických hodnocení inovačního potenciálu byl stanoven jako nejvíce pravděpodobný scénář ekonomický růst-vysoké inovace s pravděpodobností 50 %. Jako nejméně pravděpodobný scénář byla vyhodnocena kombinace ekonomická stagnace-nízké inovace a přidělena pravděpodobnost 10 %. Zbývající dva scénáře uvažují shodně pravděpodobnost 20 %. Náklady na kapitál byly kalkulovány pomocí stavebnicové metody, kdy v případě scénářů uvažujících ekonomický růst činily náklady na vlastní kapitál 10,29 % při zohlednění dílčích rizikových přírážek. Scénáře uvažující ekonomickou stagnaci vycházejí z kalkulovaných nákladů na kapitál ve výši 11,10 %, která je

založena na odlišné výši bezrizikové úrokové míry. Růsty tržeb v první fázi i pokračující tempo růstu v druhé fázi vycházejí z očekávaného růstu trhu a případného zohlednění pozitivního vlivu inovací v daných scénářích.

Pro vlastní ocenění byla použita metoda DCF equity, neboť společnost BMS nevyužívá cizí kapitál. Výsledkem je zjištěná hodnota společnosti BMS k 31. prosinci 2014 ve výši 350 139 tis. Kč. Výstupem metody kapitalizovaných čistých výnosů je hodnota společnosti ve výši 208 121 tis. Kč. Tento výsledek zahrnuje také ztrátu vytvořenou v roce 2009, kdy nebyly poskytovány vnitroskupinové služby v současném rozsahu. Při vyloučení roku 2009 a kalkulaci trvale odnímatelného čistého výnosu pouze pro období 2010–2014 je hodnota společnosti BMS zjištěná metodou KČV na úrovni 306 392 tis. Kč.

Metoda DCF equity vychází z předpokladů managementu a oceňovatele vztahujících se k budoucímu vývoji, a její výpočet proto obsahuje určitá očekávání. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je plně založena na historických hospodářských výsledcích a kalkuluje trvale odnímatelný výnos odvozený z minulosti. Z těchto důvodů není možné porovnávat výstupy uvedených oceňovacích metod bez přihlídnutí k jejich účelu. Vzhledem k hlavnímu účelu ocenění z pohledu managementu je nejlépe vypovídající hodnota zjištěná metodou DCF equity, neboť vhodnějším způsobem vystihuje očekávaný přínos pro uživatele ocenění.

Při použití doplňkové metody ocenění založené na srovnatelných podnicích bylo za využití násobitelů vyplývajících z tržních hodnot mateřské společnosti BMS Company a dalších relevantních společností zjištěno ocenění v intervalu 363 359 tis. Kč až 596 753 tis. Kč. Ačkoliv použité násobitele vycházejí z pozice globálních mateřských společností, je dolní mez zjištěného intervalu blízká výnosovému ocenění metody DCF equity, a proto je možné i na základě ocenění založeného na srovnatelných podnicích považovat výsledek metody DCF equity za relevantní.

Z procesu ocenění vyplynul důležitý závěr spočívající v nutnosti hledat ocenění podniku z pozice konkrétního uživatele a jeho dalších představ o užítku vytvořeném oceňovanou společností. Aplikace metody scénářů také nastínila relativně vysoký rozptyl mezi možnými hodnotami ocenění v různých uvažovaných podmínkách a umožnila komplexnější pohled na dlouhodobé dopady odlišných variant budoucího vývoje. Jednotlivé scénáře však představují pouze omezené varianty a pracují jen s vybranými faktory.

Vzhledem ke specifickým farmaceutického odvětví v České republice je oceňovaná společnost předmětem cenové regulace, která limituje výši obchodní marže a vyvolává nutnost hledat další zdroje financování především poskytováním vnitroskupinových služeb (např. klinická hodnocení a studie) a současně využíváním různých modelů přefakturace nákladů. Ačkoliv jsou výnosy spojené s uvedenými službami zcela zásadní pro dosažení lokálního zisku a pozitivních peněžních toků, je možné považovat jejich funkci za standardní, neboť existuje povinnost dodržovat pravidla spojená s převodními cenami, respektive dosahovat přiměřené a srovnatelné ziskovosti.

Literatura

Primární zdroje

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Obyvatelstvo – roční časové řady* [online]. 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z WWW: https://www.czso.cz/documents/10180/20559547/g130070-15_4.xlsx/c27675a8-1f2b-47a3-9f18-40c4105388ca?version=1.1.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. 2016a [cit. 2016-03-30]. Dostupné z WWW: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/print-pdf?subjektId=433798&typVypisu=PLATNY&full=false>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin, Bristol-Myers Squibb spol. s.r.o.* [online]. 2016a [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=433798>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin, AstraZeneca Czech Republic s.r.o.* [online]. 2016b [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=468216>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin, Bayer s.r.o.* [online]. 2016c [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=601617>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin, Boehringer Ingelheim, spol. s.r.o.* [online]. 2016d [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=566773>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin, Krka ČR, s.r.o.* [online]. 2016e [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=474122>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin, Novartis s.r.o.* [online]. 2016f [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=473291>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin, Pfizer, spol. s r.o.* [online]. 2016g [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=453910>

MINISTERSTVO VNITRA ČESKÉ REPUBLIKY. *Portál veřejné správy, zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník* [online]. 2016 [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=74907&fulltext=513~2F1991&rpp=15#local-content>

MINISTERSTVO VNITRA ČESKÉ REPUBLIKY. *Portál veřejné správy, zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích* [online]. 2016a [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW:

<https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=74908&fulltext=90~2F2012~20Sb.~2C&rpp=15#local-content>

MINISTERSTVO VNITRA ČESKÉ REPUBLIKY. *Portál veřejné správy, zákon č. 378/2007 Sb., o léčivech* [online]. 2016b [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=65289&nr=378~2F2007&rpp=15#local-content>

MINISTERSTVO VNITRA ČESKÉ REPUBLIKY. *Portál veřejné správy, zákon č. 48/1997 Sb., o veřejném zdravotním pojištění* [online]. 2016c [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=45178&nr=48~2F1997&rpp=15#local-content>

MINISTERSTVO VNITRA ČESKÉ REPUBLIKY. *Portál veřejné správy, zákon č. 40/1995 Sb., o regulaci reklamy a o změně a doplnění zákona č. 468/1991 Sb.* [online]. 2016d [cit. 2016-06-20]. Dostupné z WWW: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=42721&nr=40~2F1995&rpp=15#local-content>

ÚŘAD PRŮMYSLOVÉHO VLASTNICTVÍ. *Rešeršní databáze patentů a užitných vzorů* [online]. 2016 [cit. 2016-06-26]. Dostupné z WWW: <https://isdv.upv.cz/webapp/webapp.pts.frm>

ÚSTAV ZDRAVOTNICKÝCH INFORMACÍ A STATISTIKY ČR. *Zdravotnická ročenka* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.uzis.cz/katalog/rocenky/zdravotnicka-rocenka-ceske-republiky-1961-az-2013>

Monografie

ANDERSON, P. L. *The economics of business valuation: towards a value functional approach*. Stanford, Calif. : Stanford Economics and Finance, an imprint of Stanford University Press, 2012. ISBN 9780804783224.

COPELAND, T. E., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Praha : Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-41-4.

DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. Hoboken, N.J. : Wiley, 2012. ISBN 9781118011522.

DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York : John Wiley & Sons, 2016. ISBN 9780470049372.

FOTR, J., HNILICA, J. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. 2. aktual. a rozš. vyd. Praha : Grada, 2014. 299 s. ISBN 978-80-247-5104-7.

FOTR, J., SOUČEK, I. *Investiční rozhodování a řízení projektů*. Praha : Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3293-0.

HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. Bratislava : DonauMedia, 2009. ISBN 978-80-89364-07-7.

HENRY, A. *Understanding strategic management*. 2nd ed. New York : Oxford University Press, 2011. 442 s. ISBN 0199581614.

HITCHNER, J. R. *Financial valuation: applications and models*. 3rd ed. Hoboken, N.J. : Wiley, 2011. ISBN 9780470915240.

HOOD, P. L., LEE, T. R. *A reviewer's handbook to business valuation practical guidance to the use and abuse of a business appraisal*. Hoboken, N.J : Wiley, 2013. ISBN 9781118025635.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., ŠTEKER, K. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha : Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4456-8.

KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha : Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.

MARVEL, M. R. *Encyclopedia of new venture management*. Thousand Oaks, Calif. : SAGE, 2012. ISBN 9781412990820.

MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 1. vyd. Praha : Ekopress, 2011a. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MERCER, Z. C., HARMS, W. T. *Business valuation an integrated theory*. 2nd ed. Hoboken, N.J : John Wiley & Sons, 2008. ISBN 9780470178669.

PALEPU, K. G., HEALY, P. M., PEEK, E. *Business analysis and valuation*. 3rd ed., IFRS ed. Andover : Cengage Learning, 2013. ISBN 9781408056424.

RICHARDS, R. V., MARSE, C. H. *How to buy and/or sell a small business for maximum profit: a step-by-step guide*. Revised 2nd edition. Ocala, Fla. : Atlantic Pub. Group, 2013. ISBN 9781601389329.

RISIUS, J. M. *Business valuation: a primer for the legal professional*. Chicago, Ill. : American Bar Association, Section of Business Law, 2007. ISBN 9781590317464.

RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha : Grada Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2.

SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha : C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1.

SHARPE, W. F. *Investors and markets: portfolio choices, asset prices and investment advice*. Princeton : Princeton University Press, 2011. ISBN 9781400830183.

SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4004-1.

SOFAT, R., HIRO, P. *Strategic Financial Management*. New Delhi : PHI Learning, 2011. ISBN 9788120343412.

ŠPAČEK, M. *Pravděpodobnostní přístupy k analýze rizik investičních projektů a jejich využití v praxi*. Plzeň : Nava, 2014. ISBN 978-80-7211-472-6.

THOMAS, R., GUP, B. E. *The valuation handbook: valuation techniques from today's top practitioners*. Hoboken, N.J. : Wiley, 2010. ISBN 0470385790.

VOCHOZKA, M., MULAČ, P. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.

WEHN, C. S., HOPPE, C., GREGORIOU, G. N. *Rethinking valuation and pricing models: lessons learned from the crisis and future challenges*. Oxford, UK : Elsevier/Academic Press, 2013. 622 p. ISBN 0124158757.

Odborné práce a periodika

ŠPAČEK, M. *Scénářové a simulační přístupy v analýze rizika investičních projektů*. Praha, 2009. Doktorská disertační práce. Vysoká škola ekonomická v Praze. Vedoucí práce prof. Ing. Jiří Fotr, CSc.

ŠPAČEK, M. Využití metody scénářů při oceňování podniku. *Ekonomické listy*, 2012, číslo 2, s. 37–49. ISSN 1804- 4166.

VACÍK, E., FOTR, J., ŠPAČEK, M., SOUČEK, I. Scenarios and their application in strategic planning. *Ekonomie a Management*, 2014, číslo 3, s. 118–135, ISSN 1212-3609.

Internetové zdroje

AstraZeneca Czech Republic. *O nás* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: http://www.astrazeneca.cz/o_nas.php?

Asociace inovativního farmaceutického průmyslu. *Transparentní spolupráce* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.aifp.cz/cs/eticke-jednani/transparentni-spoluprace/>

Asociace inovativního farmaceutického průmyslu. *Reexport léků sílí o desetinu ročně* [online]. 2016a [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.aifp.cz/cs/o-nas/napsali-o-nas/reexport-leku-sili-o-desetinu-rocne/>

Asociace inovativního farmaceutického průmyslu. *Přínos inovací* [online]. 2016b [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.aifp.cz/cs/prinos-inovaci/>

Bayer s.r.o. *Science For A Better Life* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <https://www.bayer.cz/cs/o-spolecnosti/zakladni-informace/>

Bloomberg. *Company Overview of E. R. Squibb & Sons, L.L.C.* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=24886304>

Boehringer Ingelheim, spol. s r.o. *O společnosti* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: https://www.boehringer-ingelheim.cz/company_profile.html

BrandFinance. *Global 500 2014* [online]. 2015 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: http://brandirectory.com/league_tables/table/global-500-2014

Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. *Veřejně přístupná odborná informační služba* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.b-ms.cz/produkty/pages/Home.aspx>

Bristol-Myers Squibb Company. *History* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.bms.com/ourcompany/Pages/history.aspx>

Bristol-Myers Squibb Company. *Our Company* [online]. 2016a [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.bms.com/ourcompany/Pages/home.aspx>

Bristol-Myers Squibb Company. *Our Company* [online]. 2016b [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: http://s2.q4cdn.com/139948097/files/doc_financials/annual%202014/BMS-2014-Annual-Report.pdf

Bristol-Myers Squibb Company. *Our Company* [online]. 2016c [cit. 2016-06-13]. Dostupné z WWW: <http://www.bms.com/research/pipeline/Pages/default.aspx>

Česká národní banka. *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění* [online]. 2010 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf.

Česká národní banka. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. 2010 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html?cnb_css=true

Český statistický úřad. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr

Český statistický úřad. *Projekce obyvatelstva České republiky* [online]. 2016a [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: <https://www.czso.cz/documents/10180/20538390/4025rra.pdf/9142790b-9517-463c-860b-8fc78897f30d?version=1.0>

Deloitte. *2016 Global life sciences outlook* [online]. 2016 [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Life-Sciences-Health-Care/gx-lshc-2016-life-sciences-outlook.pdf>

Eurostat. *Bond yields* [online]. 2016 [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>

Evropská komise. *Jarní hospodářská prognóza 2016* [online]. 2016 [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: http://ec.europa.eu/ceskarepublika/news/160503_jarni_ekonomicka_prognoza_cs.htm

FierceBiotech. *Bernard Munos - The 25 most influential people in biopharma today* [online]. [online]. 2016 [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: <http://www.fiercebiotech.com/special-report/bernard-munos-25-most-influential-people-biopharma-today>

HERPER, M. *Grading Pharma In 2014* [online]. 2015 [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: <http://www.forbes.com/sites/matthewherper/2015/01/04/grading-pharma-in-2014-17-drug-companies-ranked/#6c39adf25298>

Institut der Wirtschaftsprüfer. *IDW Standards* [online]. 2010 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z WWW: <http://www.idw.de/idw/portal/d302226>.

International Federation of Pharmaceutical Manufacturers & Associations. *IFPMA facts & figures 2015* [online]. 2016 [cit. 2016-06-13]. Dostupné z WWW: http://www.ifpma.org/wp-content/uploads/2016/02/IFPMA_-_Facts_And_Figures_2015_web.pdf

International Valuation Standards Council. *International Valuation Standards* [online]. 2016 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z WWW: <https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>.

Krka ČR, s.r.o. *Prezentace společnosti* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <http://www.krka.cz/cz/o-krce/prezentace-spolecnosti/>

Ministerstvo financí ČR. *Makroekonomická predikce – duben 2016* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-duben-2016-24519i/>

Ministerstvo financí ČR. *Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2016-2019)* [online]. 2016a [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/41-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-24568/>

MUNOS, B. *A New Look At The Most Innovative Pharma Companies* [online]. 2016 [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: <http://www.forbes.com/sites/bernardmunos/2016/03/18/a-new-look-at-the-most-innovative-pharma-companies-and-whether-they-are-sustainable-part-i/#135e6d915dbf>

New York Stock Exchange. *Bristol-Myers Squibb Company* [online]. 2016 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z WWW: <https://www.nyse.com/quote/XNYS:BMYY>

Novartis s.r.o. *Novartis ve světě* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: http://www.novartis.cz/ospolecnosti/novartis_ve_svete.shtml

OECD. *Pharmaceutical spendings* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <https://data.oecd.org/healthres/pharmaceutical-spending.htm>

PharmaLive. *Top 10 Pipelines* [online]. 2015 [cit. 2016-06-21]. Dostupné z WWW: <http://www.pharmalive.com/top-10-pipelines/>

Pfizer, spol. s r.o. *Pfizer global – fakta a čísla* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <https://www.pfizer.cz/sites/cz/Ospolecnosti/Pages/Pfizerglobal.aspx>

PwC. *From vision to decision Pharma 2020* [online]. 2016 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <http://www.pwc.com/gx/en/industries/pharmaceuticals-life-sciences/pharma-2020/vision-to-decision.html>

Statista. *Brand value of the world's most valuable pharmaceutical brands* [online]. 2015 [cit. 2016-06-22]. Dostupné z WWW: <http://www.statista.com/statistics/541624/brand-value-of-the-world-s-most-valuable-pharmaceutical-brands/>

Státní ústav pro kontrolu léčiv. *Seznam cen a úhrad LP/PZLÚ k 1. 12. 2014* [online]. 2014 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.sukl.cz/sukl/seznam-cen-a-uhrad-lp-pzlu-k-1-12-2014>

Státní ústav pro kontrolu léčiv. *Přehled distributorů* [online]. 2016a [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.sukl.cz/modules/distributors/index.php?h=distributor&a=detail&id=148>

Státní ústav pro kontrolu léčiv. *Hodnocení distribuovaných a vydaných léčivých přípravků za rok 2015* [online]. 2016b [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.sukl.cz/hodnoceni-distribuvanych-a-vydanych-lecivych-pripravku-za>

Státní ústav pro kontrolu léčiv. *Přehled distributorů* [online]. 2016c [cit. 2016-06-14]. Dostupné z WWW: <http://www.sukl.cz/modules/distributors/index.php?filter%5Bname%5D=&filter%5Bcity%5D=&filter%5Bperson%5D=&filter%5Btype%5D=SIDLO&filter%5Brange%5D=LP&a%5Bindex%5D=Vyhledat>

Státní ústav pro kontrolu léčiv. *Informace o průběhu správních řízení* [online]. 2016d [cit. 2016-06-14]. Dostupné z WWW: <http://www.sukl.cz/sukl/informace-o-prubehu-spravnich-rizeni>

The Appraisal Foundation. *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* [online]. 2016 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z WWW: https://www.appraisalfoundation.org/imis/TAF/Standards/Appraisal_Standards/TAF/USPAP.aspx?hkey=5a640dda-464d-4683-b4e1-190201e0eda7.

The European Group of Valuers' Associations. *European Valuation Standards* [online]. 2012 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z WWW: <http://www.tegova.org/en/p4912ae3909e49>

The World Bank. *Health expenditure per capita, PPP (constant 2011 international \$)* [online]. 2016 [cit. 2016-06-13]. Dostupné z WWW: <http://data.worldbank.org/indicator/SH.XPD.PCAP.PP.KD>

U.S.Department of the Treasury. *Daily Treasury Real Yield Curve Rates* [online]. 2016 [cit. 2016-07-20]. Dostupné z WWW: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=realyieldAll>

WHO Collaborating Centre for Drug Statistics Methodology. *International language for drug utilization research* [online]. 2016 [cit. 2016-06-12]. Dostupné z WWW: <http://www.whocc.no/>

Yahoo! Finance. *Finance Home* [online]. 2016 [cit. 2016-06-15]. Dostupné z WWW: <https://finance.yahoo.com/quote>

Seznam příloh

Příloha 1 Výpis z obchodního rejstříku společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o.

Příloha 2 Podíl výdajů na léčivé přípravky

Příloha 3 Bodové hodnocení managementu

Příloha 4 Bodové hodnocení zaměstnanců

Příloha 5 Zkrácená rozvaha (2009–2014)

Příloha 6 Zkrácený výkaz zisků a ztrát (2009–2014)

Příloha 7 Horizontální analýza rozvahy (2009–2014)

Příloha 8 Vertikální analýza rozvahy (2009–2014)

Příloha 9 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát (2009–2014)

Příloha 10 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát (2009–2014)

Příloha 1 Výpis z obchodního rejstříku společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o.

Tento výpis z veřejných rejstříků elektronicky podepsal "MĚSTSKÝ SOUD V PRAZE [IČ 00215660]" dne 12.6.2016 v 09:22:19.
EPVId:ZBFt3-6e09QKAdTOYQzDQ

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl C, vložka 4801

Datum zápisu:	1. listopadu 1991
Spisová značka:	C 4801 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	Bristol-Myers Squibb spol. s r.o.
Sídlo:	Budějovická 778/3, Michle, 140 00 Praha 4
Identifikační číslo:	430 04 351
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona Distribuce léčiv a prostředků zdravotnické techniky.
Předmět činnosti:	Provozování nestátního zdravotnického zařízení
Statutární orgán:	
jednatel:	VILÉM ZVONÍČEK, Dr., dat. nar. 21. července 1971 K Haltýři 689/18, Troja, 181 00 Praha 8 Den vzniku funkce: 3. října 2006
Počet členů:	2
Způsob jednání:	Každý jednatel jedná a podepisuje jménem společnosti samostatně.
Prokura:	KARIN BACMAŇÁKOVÁ, dat. nar. 3. března 1975 Za Horizontem 512, 267 01 Králův Dvůr Prokurista zastupuje společnost samostatně.
Společníci:	
Společník:	E.R. SQUIBB & SONS L.L.C. Princeton, New Jersey, USA, Route 206, Provinceline Road, 8540, Spojené státy americké
Podíl:	Vklad: 2 528 000,- Kč Splaceno: 100% Obchodní podíl: 80% Druh podílu: základní
Společník:	BRISTOL-MYERS SQUIBB COMPANY New York, Park Avenue 345, Spojené státy americké
Podíl:	Vklad: 632 000,- Kč Splaceno: 100% Druh podílu: základní
Základní kapitál:	3 160 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č.90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech. Datum uzavření společenské smlouvy formou notářského zápisu : 26. září 1991 Na základě smlouvy o prodeji části podniku, uzavřené dne 31. prosince 2008 mezi společnostmi Bristol-Myers Squibb spol. s r.o. a ConvaTec Česká republika s.r.o., došlo s účinností ke dni 31. prosince 2008 k převodu části podniku

Údaje platné ke dni: 12. června 2016 05:34

1/2

oddíl C, vložka 4801

společnosti Bristol-Myers Squibb spol. s r.o., a to části podniku specifikované jako "Divize prodeje a distribuce výrobků ConvaTec", na společnost ConvaTec Česká republika s.r.o.

Příloha 2 Podíl výdajů na léčivé přípravky

Země	Podíl výdajů na léčivé přípravky k celkovým výdajům na zdravotnictví v roce 2013 (v %)
AUT	12,05
BEL	14,24
CAN	17,50
CZE	19,75
DNK	16,33
FIN	13,80
FRA	15,09
DEU	14,08
GRC	30,46
HUN	30,65
ISL	13,53
ITA	18,58
KOR	20,64
MEX	28,00
NLD	17,74
NOR	17,46
POL	21,62
PRT	15,61
SVK	26,54
ESP	18,80
SWE	10,11
CHE	10,93
USA	11,76
EST	18,78
SVN	20,36
LVA	27,97
LTU	28,29

Zdroj: OECD (2016), vlastní zpracování

Příloha 3 Bodové hodnocení managementu

	Příklad pro nepříznivé hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Schopnost tvořit vize	Žádné					x			Vedení má jasnou vizi
Schopnost tvořit strategie	Žádné						x		Vedení má jasnou strategii
Schopnost prognózovat	Špatná						x		Mimořádná
Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle						x		Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné						x		Pravidelně, obsáhle
Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení					x			Jasně kompetence a hodnoty
Osobní kvalifikace	Nedostatečná						x		Vysoce kvalifikovaný
Schopnost učit se	Strnulost v minulém						x		Vysoká, zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování					x			Schopnost rychle nalézt řešení
Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost						x		Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	0	3	7	0	
Body * četnost		0	0	0	0	12	35	0	

Zdroj: Mařík (2011, s. 82), vlastní zpracování

Příloha 4 Bodové hodnocení zaměstnanců

	Příklad pro nepříznivé hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Kvalifikace a fluktuace									
Závislost na klíčových odbornících	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností			x					Provoz nevyžaduje speciální odbornost
Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak to provoz vyžadoval							x	Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům							x	Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
Klima v podniku									
Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost							x	Spokojenost, důvěra v budoucnost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali "vnitřní výpověď"							x	Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
Osobní náklady									
Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost							x	Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
Náklady na školení	Minimální							x	Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	0	1	0	0	3	3	
Body * četnost		0	0	2	0	0	15	18	

Zdroj: Mařík (2011, s. 84), vlastní zpracování

Příloha 5 Zkrácená rozvaha (2009–2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	216 427	237 658	208 331	330 187	351 586	286 087
Dlouhodobý majetek	3 223	2 037	1 689	1 277	505	8 322
Oběžná aktiva	209 470	234 743	206 600	328 910	350 866	276 990
Zásoby	32 576	29 932	33 298	36 465	60 512	21 038
Dlouhodobé pohledávky	6 561	6 916	7 208	8 887	7 074	5 893
Krátkodobé pohledávky	125 421	114 895	122 709	147 379	179 468	156 732
Krátkodobý finanční majetek	44 912	83 000	43 385	136 179	103 812	93 327
Časové rozlišení	3 734	878	42	0	215	775
Pasiva celkem	216 427	237 658	208 331	330 187	351 586	286 087
Vlastní kapitál	76 189	97 865	52 690	74 469	91 075	106 700
Základní kapitál	3 160	3 160	3 160	3 160	3 160	3 160
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	240 316	240 316	180 316	180 632	180 632	180 632
Výsledek hospodaření minulých let	-149 801	-167 287	-145 611	-131 102	-109 323	-92 717
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-17 486	21 676	14 825	21 779	16 606	15 625
Cizí zdroje	139 412	139 793	155 641	255 718	260 511	177 751
Rezervy	3 481	3 681	4 004	3 911	3 896	3 474
Krátkodobé závazky	135 844	136 112	151 637	251 807	256 615	173 946
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	826	0	0	0	0	1 636

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Údaje jsou uvedeny v tis. Kč.

Příloha 6 Zkrácený výkaz zisků a ztrát (2009–2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	334 979	325 718	350 193	441 774	501 098	529 839
Náklady vynaložené na prodané zboží	332 895	323 778	348 090	438 298	498 380	528 881
Obchodní marže	2 084	1 940	2 103	3 476	2 718	958
Výkony	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	143 827	151 246	179 804	186 759	193 600	175 174
Spotřeba materiálu a energie	10 340	11 686	18 755	13 989	20 701	13 323
Služby	133 487	139 560	161 049	172 770	172 899	161 851
Přidaná hodnota	-141 743	-149 306	-177 701	-183 283	-190 882	-174 216
Osobní náklady	92 118	89 188	92 246	96 230	90 831	91 381
Daně a poplatky	54	51	50	32	33	27
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 339	1 051	939	752	771	716
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	29	175	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	23	35	0	0	0	112
Změna stavu rezerv a opravných položek	-2 232	1 932	2 176	3 554	-8 003	-3 302
Ostatní provozní výnosy	225 927	265 368	293 348	327 053	312 487	293 777
Ostatní provozní náklady	8 986	4 108	5 805	16 676	13 868	9 274
Provozní výsledek hospodaření	-16 075	19 872	14 431	26 526	24 105	21 353
Finanční výsledek hospodaření	168	1 449	-445	-571	-1 956	-737
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-17 571	21 761	14 826	21 779	16 606	15 625

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování
 Údaje jsou uvedeny v tis. Kč.

Příloha 7 Horizontální analýza rozvahy (2009–2014)

	2010	2011	2012	2013	2014
	vs.	vs.	vs.	vs.	vs.
	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva celkem	21 231	-29 327	121 856	21 399	-65 499
Dlouhodobý majetek	-1 186	-348	-412	-772	7 817
Stavby	-574	-478	-468	-462	1 524
Samostatné hmotné movité věci a soubory hmotných movitých věcí	-512	130	56	-310	6 405
Oběžná aktiva	25 273	-28 143	122 310	21 956	-73 876
Zásoby	-2 644	3 366	3 167	24 047	-39 474
Dlouhodobé pohledávky	355	292	1 679	-1 813	-1 181
Krátkodobé pohledávky	-10 526	7 814	24 670	32 089	-22 736
Krátkodobý finanční majetek	38 088	-39 615	92 794	-32 367	-10 485
Časové rozlišení	-2 856	-836	-42	215	560
Pasiva celkem	21 231	-29 327	121 856	21 399	-65 499
Vlastní kapitál	21 676	-45 175	21 779	16 606	15 625
Základní kapitál	0	0	0	0	0
Kapitálové a rezervní fondy	0	-60 000	316	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	-17 486	21 676	14 509	21 779	16 606
Výsledek hospodaření běžného účetního období	39 162	-6 851	6 954	-5 173	-981
Cizí zdroje	381	15 848	100 077	4 793	-82 760
Rezervy	200	323	-93	-15	-422
Krátkodobé závazky	268	15 525	100 170	4 808	-82 669
Závazky z obchodních vztahů	-4 846	20 068	94 303	5 905	-89 483
Stát – daňové závazky a dotace	202	1 477	5 401	-1 808	-802
Dohadné účty pasivní	5 990	-5 660	466	711	7 286
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	-826	0	0	0	1 636

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Údaje jsou uvedeny v tis. Kč.

Příloha 8 Vertikální analýza rozvahy (2009–2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	100,0 %	100,0%	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Dlouhodobý majetek	1,5 %	0,9 %	0,8 %	0,4 %	0,1 %	2,9 %
Stavby	0,9 %	0,6 %	0,5 %	0,2 %	0,0 %	0,5 %
Samostatné hmotné movité věci a soubory hmotných movitých věcí	0,4 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %	2,3 %
Oběžná aktiva	96,8 %	98,8 %	99,2 %	99,6 %	99,8 %	96,8 %
Zásoby	15,1 %	12,6 %	16,0 %	11,0 %	17,2 %	7,4 %
Dlouhodobé pohledávky	3,0 %	2,9 %	3,5 %	2,7 %	2,0 %	2,1 %
Krátkodobé pohledávky	58,0 %	48,3 %	58,9 %	44,6 %	51,0 %	54,8 %
Krátkodobý finanční majetek	20,8 %	34,9 %	20,8 %	41,2 %	29,5 %	32,6 %
Časové rozlišení	1,7 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,3 %
Pasiva celkem	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Vlastní kapitál	35,2 %	41,2 %	25,3 %	22,6 %	25,9 %	37,3 %
Základní kapitál	1,5 %	1,3 %	1,5 %	1,0 %	0,9 %	1,1 %
Kapitálové a rezervní fondy	111,0 %	101,1 %	86,6 %	54,7 %	51,4 %	63,1 %
Výsledek hospodaření minulých let	-69,2 %	-70,4 %	-69,9 %	-39,7 %	-31,1 %	-32,4 %
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-8,1 %	9,1 %	7,1 %	6,6 %	4,7 %	5,5 %
Cizí zdroje	64,4 %	58,8 %	74,7 %	77,4 %	74,1 %	62,1 %
Rezervy	1,6 %	1,5 %	1,9 %	1,2 %	1,1 %	1,2 %
Krátkodobé závazky	62,8 %	57,3 %	72,8 %	76,3 %	73,0 %	60,8 %
Závazky z obchodních vztahů	49,3 %	42,9 %	58,5 %	65,5 %	63,2 %	46,4 %
Stát – daňové závazky a dotace	0,5 %	0,6 %	1,4 %	2,5 %	1,8 %	2,0 %
Dohadné účty pasivní	12,2 %	13,7 %	12,9 %	8,3 %	8,0 %	12,3 %
Bankovní úvěry a výpomoci	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Časové rozlišení	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování

Příloha 9 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát (2009–2014)

	2010 vs. 2009	2011 vs. 2010	2012 vs. 2011	2013 vs. 2012	2014 vs. 2013
Tržby za prodej zboží	-9 261	24 475	91 581	59 324	28 741
Náklady vynaložené na prodané zboží	-9 117	24 312	90 208	60 082	30 501
Obchodní marže	-144	163	1 373	-758	-1 760
Výkony	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	7 419	28 558	6 955	6 841	-18 426
Spotřeba materiálu a energie	1 346	7 069	-4 766	6 712	-7 378
Služby	6 073	21 489	11 721	129	-11 048
Přidaná hodnota	-7 563	-28 395	-5 582	-7 599	16 666
Osobní náklady	-2 930	3 058	3 984	-5 399	550
Daně a poplatky	-3	-1	-18	1	-6
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-288	-112	-187	19	-55
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	146	-175	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	12	-35	0	0	112
Změna stavu rezerv a opravných položek	4 164	244	1 378	-11 557	4 701
Ostatní provozní výnosy	39 441	27 980	33 705	-14 566	-18 710
Ostatní provozní náklady	-4 878	1 697	10 871	-2 808	-4 594
Provozní výsledek hospodaření	35 947	-5 441	12 095	-2 421	-2 752
Finanční výsledek hospodaření	1 281	-1 894	-126	-1 385	1 219
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	39 332	-6 935	6 953	-5 173	-981

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování
Údaje jsou uvedeny v tis. Kč.

Příloha 10 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát (2009–2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby celkem	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Tržby za prodej zboží	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	99,4 %	99,4 %	99,4 %	99,2 %	99,5 %	99,8 %
Obchodní marže	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,8 %	0,5 %	0,2 %
Výkony	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Výkonová spotřeba	42,9 %	46,4 %	51,3 %	42,3 %	38,6 %	33,1 %
Spotřeba materiálu a energie	3,1 %	3,6 %	5,4 %	3,2 %	4,1 %	2,5 %
Služby	39,8 %	42,8 %	46,0 %	39,1 %	34,5 %	30,5 %
Přidaná hodnota	-42,3 %	-45,8 %	-50,7 %	-41,5 %	-38,1 %	-32,9 %
Osobní náklady	27,5 %	27,4 %	26,3 %	21,8 %	18,1 %	17,2 %
Daně a poplatky	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Změna stavu rezerv a opravných položek	-0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,8 %	-1,6 %	-0,6 %
Ostatní provozní výnosy	67,4 %	81,5 %	83,8 %	74,0 %	62,4 %	55,4 %
Ostatní provozní náklady	2,7 %	1,3 %	1,7 %	3,8 %	2,8 %	1,8 %
Provozní výsledek hospodaření	-4,8 %	6,1 %	4,1 %	6,0 %	4,8 %	4,0 %
Finanční výsledek hospodaření	0,1 %	0,4 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,4 %	-0,1 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,5 %	-0,1 %	-0,2 %	0,9 %	1,1 %	0,9 %
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-5,2 %	6,7 %	4,2 %	4,9 %	3,3 %	2,9 %

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2016a), vlastní zpracování