

FARMACEUTICKÉ SPOLEČNOSTI

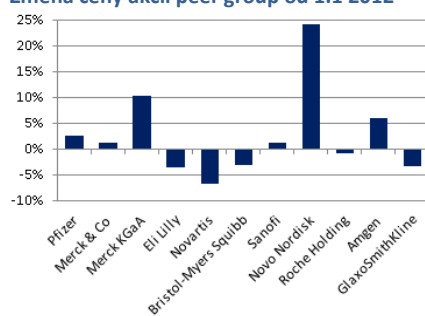
Nezbytná dávka zdraví do vyváženého portfolia

Tomáš Menčík
Analytik
mencik@cyrrus.cz
+420 538 705 718

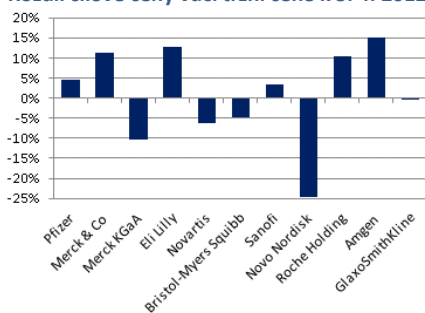
Titul	Investiční doporučení	Měna	Cílová cena	Aktuální cena*	P/E 2013e	P/S 2013e	EV/S 2013e
Pfizer	držet	USD	23,5	22,5	9,6	2,7	2,9
Merck & Co	akumulovat	USD	43,0	38,7	11,0	2,5	2,6
Merck KGaA	prodat	EUR	76,9	86,2	11,1	1,9	2,4
Eli Lilly	akumulovat	USD	45,3	40,3	12,6	2,1	2,1
Novartis	držet	CHF	52,3	50,7	9,2	2,0	2,3
Bristol-Myers Squibb	prodat	USD	32,1	33,9	18,5	3,4	3,2
Sanofi	držet	EUR	59,9	58,1	9,6	2,3	2,7
Novo Nordisk	prodat	DKK	627,2	835,0	20,7	5,6	5,4
Roche Holding	akumulovat	CHF	176,4	160,3	11,2	2,9	3,2
Amgen	koupit	USD	78,2	67,9	11,5	3,6	3,7
GlaxoSmithKline	držet	GBP	14,2	14,3	12,3	2,5	2,8

* závěrečné ceny ke dni 3.4.2012

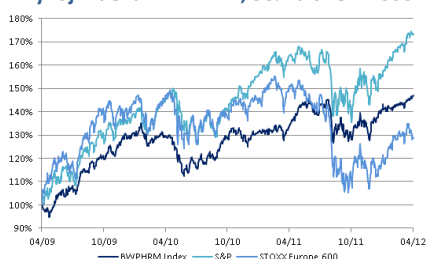
Změna ceny akcií peer group od 1.1.2012



Rozdíl cílové ceny vůči tržní ceně k 3. 4. 2012



Vývoj indexů BWPHRM, S&P a STOXX 600

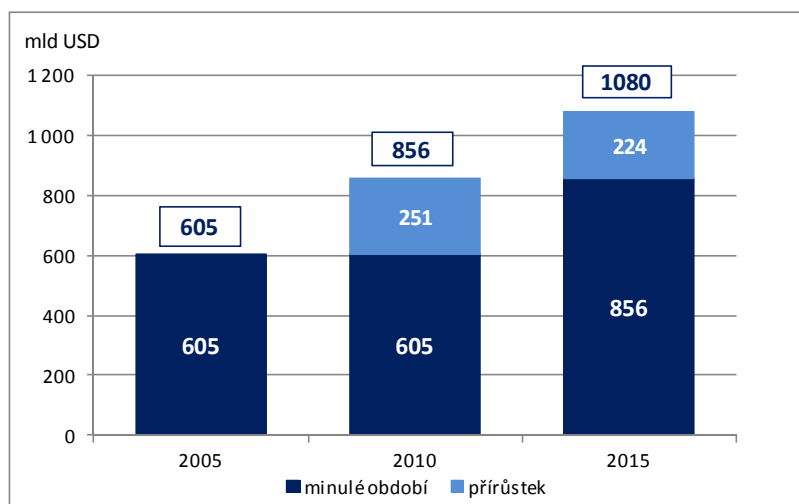


- Farmaceutický sektor bez větších problémů překonal ekonomickou krizi z přelomu let 2008/2009, ovšem v následujících letech bude čelit velké výzvě. Expirace patentů několika z nejvýznamnějších léků v loňském a letošním roce výrazně zpomalí celý trh. Zatímco v letech 2005-2010 přišly farmaceutické firmy kvůli expiracím o tržby za 70 mld USD, v dalších 5 letech se odhaduje 120 mld USD.
- Od dubna 2009, kdy se trhy vzpamatovaly z americké hypotéční krize, byl farmaceutický segment investory přehlížen a underperfoval americké i evropské indexy. Evropská dluhová krize přivedla investory zpět k farmaceutickým firmám, nicméně v 1. kvartálu 2012, který se vyznačoval velkým růstem akciových trhů, farmacie opět překonaly trh. V současných ekonomických podmínkách, kdy na trhu začala panovat zvýšená nejistota, by se mohly farmaceutické tituly stát opět atraktivní, a to nejen svým nadprůměrným dividendovým výnosem.
- Atraktivitu v sektoru vidíme i při analýze ukazatele P/E, když aktuální hodnota tohoto ukazatele pro farmaceutický sektor měřeného indexem BWPHRM je aktuálně nižší než jeho dlouhodobá průměrná hodnota (11,3 vs. 12,3). Také v porovnání s P/E hlavních indexů se farmacie jeví jako podhodnocené.
- Nicméně je třeba vnímat i rizika, která investice do farmaceutických firem přináší. Expirace patentů léků spojená s nástupem generických kopií či snahy vlád o úspory v poskytování zdravotní péče povedou i přes velké investice do vývoje nových léků ke stagnaci tržeb celého sektoru. O to více je třeba analyzovat jednotlivé firmy a zaměřit se na ty, které jsou finančně zdravé s potenciálem k růstu, či firmy s menším potenciálem, ale aktuálně podhodnocené.
- Podle našeho názoru je sektor i přes nepříliš pozitivní výhled podhodnocený. Řadu titulů proto vidíme jako atraktivní nákupní příležitost, zejména pak Merck & Co, Eli Lilly, Roche Holding a Amgen. Naopak tituly, jejichž aktuální valuace podle našeho názoru dostatečně nezahrnují všechna rizika, resp. přeceňují potenciál, jsou Merck KGaA a Novo Nordisk.

DYNAMIKA TRHU: ROSTOUCÍ KONKURENCE GENERIK A VLIV ČÍNY

Dynamika růstu tržeb za léky se v posledních letech zpomaluje. V roce 2005 činily tržby celého sektoru 605 mld USD, v roce 2010 to bylo již 856 mld USD (+251 mld USD). V následujících 5 letech tento nárůst je odhadován pouze na 209 mld USD při očekávaných celkových tržbách za léky v roce 2015 ve výši téměř 1,1 bilionu USD. Zatímco v letech 2006-2010 dosáhl růst tržeb CAGR¹ 6,2%, v následujících pěti letech toto tempo zpomalí na 3-6%. Co je ovšem důležitější, v příštích pěti letech výrazně klesne dynamika růstu originálních léků chráněných patentem z 5,3% na 0,9% ročně. To znamená, že většina růstu bude nasyčena generickými léky.

Predikovaný vývoj tržeb farmaceutického sektoru



ZDROJ: ISM Health, CYRRUS, a.s.

Z těchto čísel je patrné, že po tučných letech v minulosti budou farmaceutické firmy vyrábějící originální léky chráněné patentem zažívat horší období doprovázené poklesem růstu tržeb a velkou konkurencí ze strany výrobců generických léčiv.

Růst farmaceutického trhu

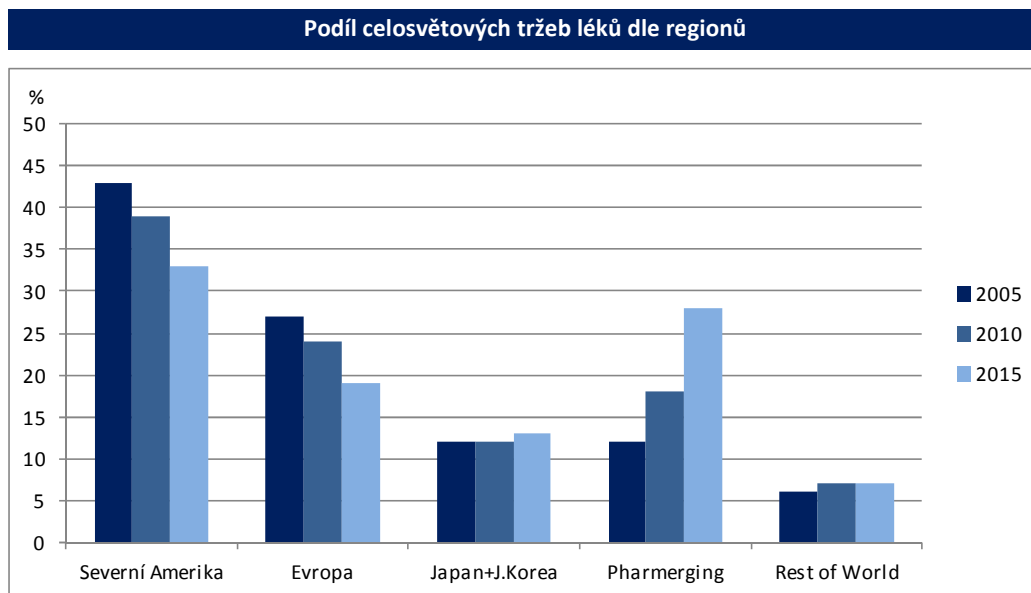
p.a.	2005 - 2010	2010 - 2015
Růst celého trhu	6,2%	3-6%
z toho Originály	5,3%	0,9%
z toho Generika	13,8%	12,8%

ZDROJ: ISM Health, CYRRUS, a.s.

Mírně pozitivní jsou tato čísla pro Novartis a Sanofi, které mají divize vyrábějící generické léky. U Novartisu podíl na tržbách činí 16%, u Sanofi je to 5,5%

¹ Compounded Annual Growth Rate = průměrný roční růst

Z geografického pohledu zůstává nejdůležitějším regionem Severní Amerika, nicméně její podíl v tržbách klesá zejména na úkor tzv. Pharmerging zemí². Výdaje na drahé léky chráněné patentem v západním světě neporostou tak rychle jako v předchozím období z důvodu úsporných opatření na snížení státních dluhů a také kvůli expiracím patentů některých léků, které bude možno nahradit levnější generickou konkurencí.



ZDROJ: Evlauate Pharma, CYRRUS, a.s.

Celkový růst trhu do roku 2015 bude tažen zejména Pharmerging zeměmi, jejichž relativní zastoupení poroste z dnešních cca 20% až na 28% celkových světových tržeb v roce 2015. Růst bude tažen jednak zvyšováním bohatství a životní úrovně v těchto zemích a z toho pramenící vyšší poptávkou po kvalitnější lékařské péči, dalším faktorem bude vyšší nabídka levnějších generických léků, která tuto silnou poptávku do velké míry uspokojí.

Růst farmaceutického trhu dle regionu

Oblast	CAGR 11-15
Severní Amerika	0-3%
Evropa	2-5%
Japan	2-5%
Asie + Austrálie + Afrika	11-14%
Latinská Amerika	11-14%

ZDROJ: Evlauate Pharma, CYRRUS, a.s.

Farmaceutické firmy se proto v příštích letech budou muset výrazně zaměřit za expanzi do Pharmerging zemí a zemí Latinské Ameriky, které skýtají významný potenciál a mohly by nahradit stagnující tržby v západních zemích.

² Pharmerging země jsou obdoba rozvojových zemí známých pod pojmem Emerging countries. Jedná se o země, které jsou rychle rostoucí z hlediska výdajů na léčiva. Kromě klasických zemí Brazílie, Rusko, India a Čína se mezi Pharmerging řadí kromě jiných také Mexiko, Turecko či Venezuela.

2011-2012: EXPIRACE VÝZNAMNÝCH PATENTŮ

Zásadní rozdíl mezi farmaceutickými a generickými firmami je v tom, že generické firmy vyrábějí léky původně vyráběné farmaceutickými firmami, jimž expiroval patent. Patenty se obvykle udělují na 20 let, ale firmy o něj žádají již ve fázi vývoje a výzkumu, v době uvedení léku do prodeje tak může patent chránit lék již třeba jen 8-10 let, když obvykle to bývá 15 let. Po expiraci může jakákoli firma využít chemickou substanci léku a vyrobit její generickou kopii. Historicky asi 90% expirovaných patentů čelí konkurenci generik ihned po expiraci a tržby tak dramaticky klesnou v horizontu několika měsíců. Zbývající část, přibližně 10%, ještě po nějakou dobu nemá generickou konkurenci, nicméně je to vždy jen otázka času, než generické firmy vyrobí kopii a dostanou souhlas od příslušných úřadů.

Období let 2011-2012 bude z historického pohledu přelomových z hlediska objemu expirovaných patentů. Zatímco v letech 2006 – 2010 expirovaly patenty léků s ročními tržbami 70 mld USD, v letech 2010 – 2015 to bude již 120 mld USD. Roky 2011 a 2012 jsou z tohoto pohledu nejvýznamnější v historii. Na tuto příležitost čekají jednak výrobci generických léků, kteří se snaží obsadit část uvolněného trhu, ale také státní autority a pojišťovny, protože generické kopie léků se prodávají přibližně za 20% ceny původního originálního léku.

Tržby z léků, které přišly o patent, obvykle klesnou o více než polovinu (v extrémních případech i na 10%) během několika málo měsíců, což je u některých firem drastický zásah do finančního hospodaření. Firmy se proto všemožně snaží o udržení tržeb pomocí pobídek, slev, snah o prodloužení patentu, výhodných smluv s pojišťovnami či zvýšenou marketingovou kampaní, nicméně dřív nebo později k dramatickému poklesu tržeb přijde.

Například evropské farmaceutické firmy přijdou v roce 2012 o 10% tržeb vlivem expirací patentů, což je o 4% více než v roce 2011. Z výše zmíněných 10% tržeb bude 95% čelit okamžité konkurenci generik.

Nejvýznamnější expirace patentů v letech 2010 – 2015

Lék	Výrobce	Expirace patentu	Tržby 2011 (mld USD)
Lipitor	Pfizer	11/11	9,6
Plavix	Bristol-Myers Squibb, Sanofi	5/12 USA	6,4
Singulair	Merck & Co	8/12	5,5
Nexium	Astra Zeneca	5/14	4,4
Seroquel	Astra Zeneca	3/12 USA	3,2
Diovan	Novartis	9/12 USA	2,4

ZDROJ: Výkazy, CYRRUS, a.s.

Výše uvedené jsou pouze ty nejvýznamnější léky vyráběné sledovanými firmami, jimž bude expirovat patent. Celkový pokles tržeb v příštích 5 letech vlivem expirací dosáhne přibližně 120 mld USD. Celkově 21 léků, které dosahují tržeb nad 1 mld USD, přijde o patent v příštích 5 letech.

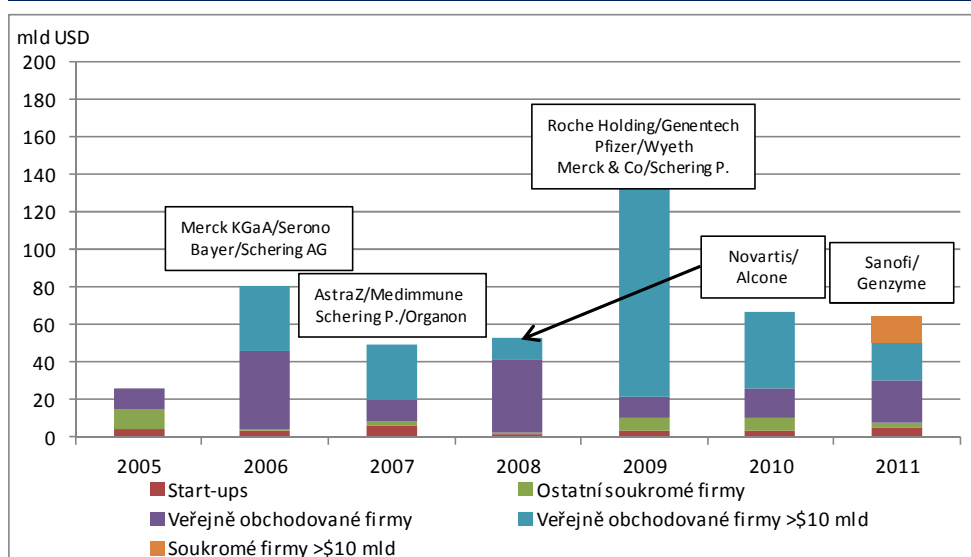
Z námi pokrývaných firem nebudou mít žádné významné expirace firmy Roche Holding, Amgen, GlaxoSmithKline a Novo Nordisk. Růst tržeb a žádné expirace patentů se u Roche Holding a Amgen pozitivně promítají i do naší cílové ceny s nákupním doporučením.

Naopak Pfizer, Bristol-Myers Squibb a Merck & Co budou čelit významným ztrátám tržeb a budou nuceny nahradit (alespoň částečně) tyto ztráty novými léky. Podle našeho názoru jsou ale již tyto ztráty tržeb více než započítané v aktuálním ocenění (zejména u Pfizeru a Merck & Co).

AKVIZICE USTUPUJÍ

Na tzv. patent cliff³ se firmy připravovaly již od roku 2006, a to zejména akvizicemi a navyšováním investic do výzkumu a vývoje. Například v roce 2009 Pfizer za 68 mld USD koupil v největší akvizici ve farmaceutickém sektoru americkou farmaceutickou firmu Wyeth. Merck & Co také v roce 2009 převzal za 41 mld USD americkou firmu Schering-Plough. Ve stejném roce Roche koupil za 47 mld USD americkou farmaceutickou firmu Genentech. Švýcarský Novartis zase v roce 2010 koupil za 28 mld USD největšího výrobce očních léků a přístrojů, také švýcarskou firmu Alcon. V roce 2011 koupila francouzská farmaceutická firma Sanofi třetí největší biotechnologickou firmu na světě Genzyme za 20 mld USD. Integrace těchto akvizicí ještě stále probíhá a synergické efekty se dostávají postupně.

Fúze a akvizice za posledních 7 let



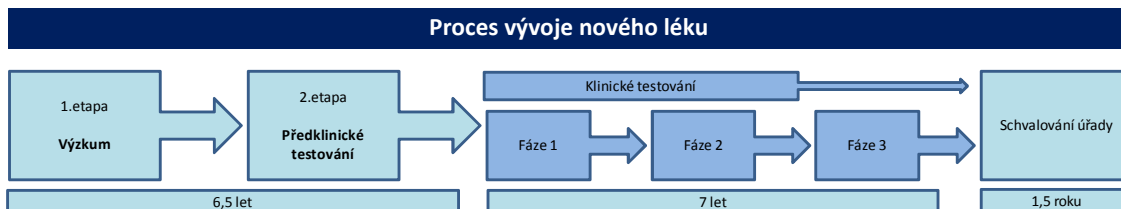
ZDROJ: www.seca.ch, HBM Partners, CYRRUS a.s.

M&A aktivita v oboru ovšem evidentně zpomaluje, když v roce 2009 byly uskutečněny transakce v objemu 177 mld USD, zatímco v roce 2010 to bylo pouze 67 mld USD a v roce 2011 jen 64 mld USD. V následujícím grafu je vidět dynamika M&A transakcí s vyznačením nejvýznamnějších transakcí v daném roce.

³ Uzavření jednoho expiračního cyklu, kdy expiruje více patentů v krátkém časovém období

SÍLA PIPELINE ROZHODNE O VÍTĚZÍCH A PORAŽENÝCH

Zásadním ukazatelem, jak se firmy dovedou vypořádat s poklesem tržeb vlivem expirací, je síla pipeline⁴. Každý lék prochází ve fázi výzkumu a vývoje několika fázemi a celý proces může trvat i více než 10 let.



ZDROJ: CYRRUS a.s.

Nejdůležitější fází z hlediska ocenění firmy je fáze klinického testování, zejména pak fáze 3, a dále pak proces schvalování příslušnými úřady. Při oceňování farmaceutické firmy je lékům ve vývoji kladena velká pozornost, neboť se vlastně jedná o vývoj nového produktu a potenciál nových tržeb. Dle síly pipeline lze pak usuzovat o růstovém potenciálu firmy.

Na tomto místě je třeba zdůraznit, že proces schvalování léků je natolik složitý a časově náročný, že na potenciální budoucí tržby je třeba nahlížet s notnou dávkou opatrnosti. Výsledek testů není až do posledního souhlasu jistý, v pipeline je tedy třeba mít co nejvíce rozpracovaných léků proto, aby se zvýšila pravděpodobnost alespoň nějakého úspěchu.

Léky ve fázi R&D s největším potenciálem tržeb v roce 2016

Firma	Tržby 2016 mld USD	Lék
Raptor Pharmaceuticals	3,2	DR Cysteamine
Johnson&Johnson	2,2	Incivek
Amarin	2,2	AMR101
Bristol-Myers Squibb	2,1	Eliquis
Pfizer	1,6	Tofacitinib
Novo Nordisk	1,4	Degludec
Oncolytics Biotech	1,4	Reolysin
Novartis	1,1	Bexsero

ZDROJ: JP Morgan, CYRRUS a.s.

Největší potenciál v pipeline má z námi sledovaných firem Bristol-Myers Squibb, dále pak Amgen a Novo Nordisk. Naopak nejmenší potenciál vidíme u Novartis, Sanofi a Merck KGaA. Detailnější informace o pipeline jsou obsaženy v kapitole „Faktory ovlivňující diskont / prémii“.

⁴ Pipeline obsahuje léky, které jsou ve fázi výzkumu a vývoje

ČLENĚNÍ LÉKŮ A RŮST JEDNOTLIVÝCH SEGMENTŮ

Členění léků do kategorií v závislosti na tom, jaké choroby léčí, je důležité zejména z hlediska predikce tržeb, neboť dynamika každého segmentu je odlišná. Nejvýznamnější kategorií jsou léky zaměřující se na léčbu onkologických onemocnění, cukrovky a dýchacích cest. Růst onkologických léků bude ovlivňovat zejména prodloužení života nemocných, s čímž bude souviset dlouhodobější péče a vyšší výdaje. Cukrovka a regulace tuků nepochybně souvisí se stravovacími návyky a kvalitou stravy a lze očekávat, že poptávka po léčbě zaměřující se na tyto nemoci poroste. Dýchací nemoci, zejména alergie, antidepressivní a autoimunitní onemocnění lze považovat za civilizační nemoci ovlivněné změnou způsobu života.

Neurologické léky a léky na regulaci tuků dosáhnou záporného CAGR v období 2011-2015 pouze vlivem expirací významných patentů (např. Lipitor, Seroquel). Bez těchto vlivů by segmenty rostly o 3-4% (regulace tuků) a 1-2% (antipsychotika/antidepressiva).

Nejdůležitější kategorie dle tržeb v roce 2015

Oblast	Tržby 2015 mld USD	CAGR 11-15 Market leader
Onkologie	77	5-8% Roche Holding
Diabetologie	45	4-7% Novo Nordisk
Dýchací nemoci	43	2-5% GlaxoSmithKline
Antipsychotika / antidepressiva	34	-4 až -7% Eli Lilly
Regulace tuků	31	-2 až -5% Pfizer
Vysoký krevní tlak	30	1-4% Pfizer
Autoimunitní nemoci	30	6-9% Abbot Labs
HIV	22	5-8% Gilead Sciences

ZDROJ: ISM Health, CYRRUS a.s.

Merck & Co a Pfizer budou nejvíce benefitovat ze silného očekávaného růstu spotřeby léků na autoimunitní nemoci, který se predikuje 5-8% ročně do roku 2015. Obě firmy měly v roce 2011 necelých 6% tržeb v této kategorii léků. Růst v prodeji onkologických léků, který se odhaduje na 5-8%, přispěje významně do tržeb firmy Roche Holding, která je v tomto segmentu leadrem na trhu a jejíž tržby v této kategorii dosahují 46% celkových tržeb společnosti.

Vlivem patentové ochrany dosahují farmaceutické firmy při prodeji některých léků miliardových tržeb. Historicky nejprodávanějším lékem je lék na snížení cholesterolu Lipitor vyvinutý a prodávaný firmou Pfizer. Jeho tržby vygradovaly v roce 2006, kdy dosáhly téměř 13 mld USD. Od té doby mírně klesají, když zásadní propad tržeb očekáváme v roce 2012 z důvodu ztráty patentové ochrany v listopadu 2011. To se již projevilo v tržbách za rok 2011, když byl Lipitor v tržbách předstížen lékem proti krevním sraženinám Plavix, který prodávají firmy Bristol-Myers Squibb a Sanofi. Tržby z tohoto léku dosáhly v roce 2011 téměř 10 mld USD.

V tabulce uvedené níže jsou zobrazeny všechny léky s tržbami za rok 2011 nad 2 mld USD u firem, jež zahrnuje tato analýza. Jak je patrné, nejvyšší počet léků má v daném seznamu Pfizer (5), dále pak Eli Lilly (4), Merck & Co, Novartis a Roche (3). Některé společnosti mají portfolio léků velmi koncentrované, když 3 nejprodávanější léky tvoří v podílu na tržbách u Astra Zeneca 50%, Eli Lilly 46% a Roche 39%.

Nejprodávanější léky 2011			
Lék	Tržby 2011 mil USD	Firma	Kategorie
Plavix	9 927	Bristol-Myers Squibb; Sanofi	Kardiologie
Lipitor	9 577	Pfizer	Kardiologie
Remicade	8 159	Merck & Co; J&J	Autoimunitní
Seretide/Advair	8 117	GlaxoSmithKline	Alergologie
Rituxan	6 799	Roche	Onkologie
Avastin	5 991	Roche	Onkologie
Herceptin	5 947	Roche	Onkologie
Diovan	5 665	Novartis	Kardiologie
Singulair	5 479	Merck & Co	Alergologie
Lantus	5 453	Sanofi	Diabetologie
Gleevec	4 659	Novartis	Onkologie
Zyprexa	4 622	Eli Lilly	Neurologie
Cymbalta	4 162	Eli Lilly	Neurologie
Lyrica	3 693	Pfizer	Neurologie
Enbrel	3 666	Pfizer	Autoimunitní
Prevenar 13	3 657	Pfizer	Vakcíny
Januvia	3 324	Merck & Co	Diabetologie
Lovenox	2 939	Sanofi	Kardiologie
Abilify	2 758	Bristol-Myers Squibb	Neurologie
Celebrex	2 523	Pfizer	Analgetika
Alimta	2 461	Eli Lilly	Onkologie
Zetia	2 428	Merck & Co	Kardiologie
Humalog	2 368	Eli Lilly	Diabetologie
Rebif	2 354	Merck KGaA	Neurologie
Lucentis	2 050	Novartis	ORL

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS a.s.

Patenty k prvním dvěma nejprodávanějším lékům ale expirují (Plavix ve 2012, Lipitor již expiroval v roce 2011). V roce 2016 bude pořadí nejprodávanějších léků odlišné, když market leadrem bude lék Humira od společnosti Abbot Labs (v roce 2011 pátý nejprodávanější lék) před Avastinem (Roche; 6. v roce 2011) a Rituxanem (Roche; 7. v roce 2011).

SOUDNÍ SPORY HROZBOU PRO VŠECHNY FIRMY

Podnikání ve farmaceutickém průmyslu s sebou přináší velká rizika, která s sebou často přináší řešení sporů soudní cestou. Všechny velké farmaceutické firmy vedou desítky soudních sporů, které se týkají sporů s pacienty a nemocnicemi za újmu na zdraví, dále pak také sporů s úřady, které udělují povolení k používání léků. V USA se jedná o organizaci Food and Drug Administration (FDA), v Evropské Unii se jedná o Committee for Medicinal Products for Human Use. Všechny léky musí mít také povolení v zemích, kde sídlí daná firma. Firmy na úhradu případných pohledávek vzniklých probíhajícími soudními spory vytváří rezervy (nákladová položka), samotný výsledek sporu tak většinou nezasáhne významně do hospodaření společnosti. Navíc finanční výše těchto sporů není v kontextu celé společnosti většinou nikterak významná.

Nejvýznamnější spory s největším dopadem na hodnotu akcií jsou patentové spory s jinými firmami, neboť právě patenty zajišťují firmám ochranu svých výrobků, jež tvoří hodnotu společnosti. Počet ani významnost těchto sporů nelze predikovat, nicméně je třeba mít na paměti, že rizika jsou vysoká. Například Pfizer již několik let vede soudní spor s výrobcem generických léků Teva Pharmaceuticals o patent na lék Lipitor.

VÝVOJ TRŽEB: VELKÉ ROZDÍLY VLIVEM EXPIRACÍ PATENTŮ

Růst tržeb v předchozích letech byl velkou měrou ovlivněn akvizicemi, kterými se firmy snažily čelit ztrátám významných patentů. Za zmínku stojí především akvizice firmy Wyeth firmou Pfizer, která se významnou měrou podílela na nárůstu tržeb v roce 2010 o 36%. Ještě významnější z hlediska příspěvku k tržbám byla akvizice firmy Schering-Plough firmou Merck & Co, která se podílela přibližně 60% na nárůstu tržeb společnosti.

Světová ekonomická krize z let 2008/2009 nezanedala v tomto defenzivním odvětví velké stopy. Tržby některých firem sice mírně poklesly, či se mírně zpomalilo tempo růstu, nicméně fatální důsledky krize na farmaceutické firmy neměla. Větším problémem se do budoucna jeví spíše úsporná opatření ze strany vlád a konkurence ze strany generických léků.

Tržby											
mil USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	CAGR 07-11	CAGR 11-15
Pfizer	48 418	47 766	49 637	67 489	66 864	61 803	61 794	63 415	65 005	8,4%	-0,7%
		-1%	4%	36%	-1%	-8%	0%	3%	3%		
Merck & Co	24 198	23 850	27 428	45 987	48 048	49 090	47 379	48 886	48 485	18,7%	0,2%
		-1%	15%	68%	4%	2%	-3%	3%	-1%		
Merck KGaA	9 674	11 117	10 803	12 325	13 793	14 291	14 154	14 492	15 021	9,3%	2,2%
		15%	-3%	14%	12%	4%	-1%	2%	4%		
Eli Lilly	18 633	20 372	21 836	23 076	24 287	23 416	22 018	20 847	21 707	6,8%	-2,8%
		9%	7%	6%	5%	-4%	-6%	-5%	4%		
Novartis	38 072	41 459	44 267	50 624	58 566	61 058	59 583	62 668	65 985	11,4%	3,0%
		9%	7%	14%	16%	4%	-2%	5%	5%		
Bristol-Myers Squibb	16 704	17 715	18 808	19 484	21 244	19 548	17 168	17 409	18 061	6,2%	-4,0%
		6%	6%	4%	9%	-8%	-12%	1%	4%		
Sanofi	38 454	40 550	40 866	40 308	43 340	44 523	45 874	48 037	50 323	3,0%	3,8%
		5%	1%	-1%	8%	3%	3%	5%	5%		
Novo Nordisk	7 696	8 986	9 566	10 827	12 399	13 335	14 341	15 424	16 589	12,7%	7,6%
		17%	6%	13%	15%	8%	8%	8%	8%		
Roche Holding	38 479	42 255	45 306	45 672	47 942	49 653	51 428	53 271	55 183	5,7%	3,6%
		10%	7%	1%	5%	4%	4%	4%	4%		
Amgen	14 311	14 617	14 351	14 660	15 537	16 199	16 889	17 610	18 362	2,1%	4,3%
		2%	-2%	2%	6%	4%	4%	4%	4%		
GlaxoSmithKline	46 056	45 817	43 463	43 208	42 124	43 787	45 519	47 324	49 206	-2,2%	4,0%
		-1%	-5%	-1%	-3%	4%	4%	4%	4%		

ZDROJ: VÝROČNÍ ZPRÁVY, BLOOMBERG, CYRRUS A.S.

Srovnání CAGR růstu za období 2007-2011 a 2011-2015 jen reflektuje již výše uvedené informace. Pokles růstu trhu originálních léků z 5,3% v předchozích 5 letech na 0,9% v příštích 5 letech a expirace významných patentů povede u některých firem dokonce k zápornému růstu tržeb. Nejvýrazněji je tento trend vidět u Bristol-Myers Squibb, u nějž i přes silnou pipeline predikujeme 2011-2015 CAGR -4% zejména z důvodu expirace patentu na lék Plavix. Záporný CAGR -2,8% predikujeme také u Eli Lilly z důvodu expirace patentů léků Cymbalta, Evista a Gemzar. Nejvyšší růst naopak očekáváme pro firmu Novo Nordisk (CAGR 7,6%) z důvodu absence expirací důležitých patentů, silné pipeline a silného postavení v některých kategoriích léků (zejména inzulin).

DIVIDENDOVÝ VÝNOS NAD TRŽNÍM PRŮMĚREM

Dividendový výnos farmaceutických firem je dlouhodobě vyšší v porovnání s hlavním americkým (S&P), evropským (STOXX Europe 600) i světovým indexem (MXWO). V roce 2008 výnos skokově narostl z 2,9% na 4,4% mezi sledovanými firmami, což bylo do značné míry dáno blížícím se patent cliff, kdy firmy menší očekávaný růst nahrazovaly vyšší dividendou. V posledních dvou letech dividendový výnos mírně klesá, když v roce 2011 dosáhl 3,7%, což je stále nad tržním průměrem. Nejvyšší dividendový výnos dosahuje Eli Lilly (5,2%) a Roche (5%), na opačném konci jsou Novo Nordisk (1,5%) a Merck KGaA (1,6%). Amgen začal vyplácet dividendy až v roce 2011.

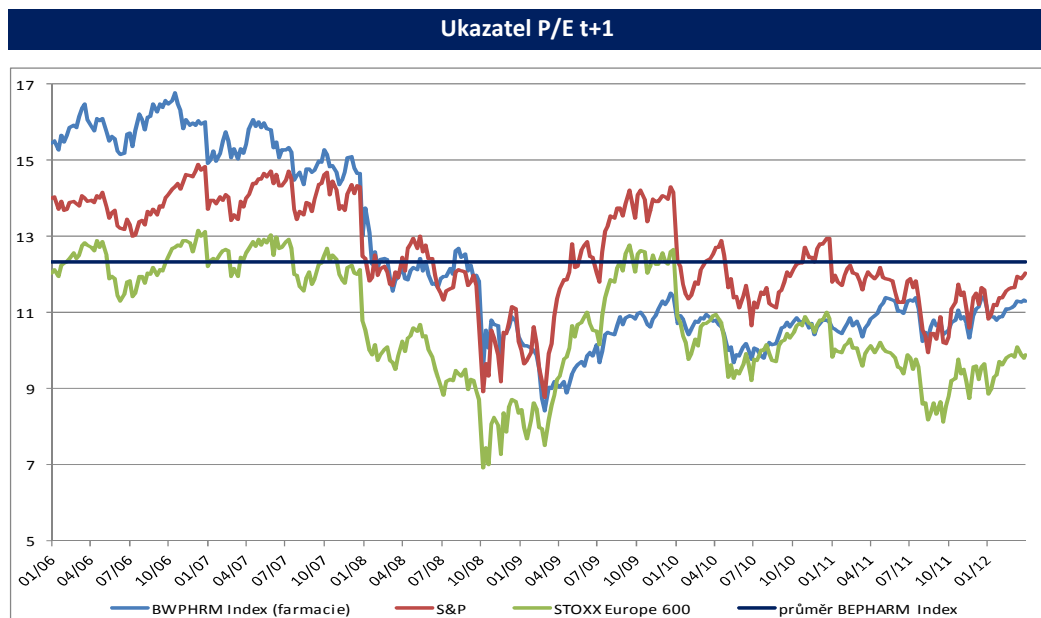
Dividendový výnos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pfizer	1,5%	1,7%	2,1%	2,9%	3,5%	4,4%	6,7%	6,8%	4,2%	3,9%
Merck & Co	2,8%	2,8%	3,9%	5,0%	3,9%	3,0%	4,5%	5,0%	4,2%	4,4%
Merck KGaA	3,9%	3,1%	1,6%	1,5%	1,1%	1,2%	5,0%	2,3%	1,7%	1,6%
Eli Lilly	1,9%	2,1%	2,2%	2,7%	2,9%	3,0%	4,0%	5,6%	5,6%	5,2%
Novartis	1,8%	1,7%	1,7%	1,5%	1,6%	2,2%	3,0%	3,5%	3,8%	4,1%
Bristol-Myers Squibb	4,4%	4,4%	5,2%	4,3%	3,9%	3,9%	5,9%	5,9%	5,1%	4,1%
Sanofi	1,3%	1,5%	1,7%	1,6%	2,2%	2,8%	4,6%	4,0%	5,0%	4,4%
Novo Nordisk	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,0%	1,7%	1,8%	1,2%	1,5%
Roche Holding	1,9%	1,8%	2,0%	1,6%	1,8%	2,9%	4,1%	4,2%	5,4%	5,0%
Amgen										2,1%
GlaxoSmithKline	3,4%	3,2%	3,4%	3,0%	3,6%	4,2%	4,5%	4,6%	5,3%	4,8%
Průměr	2,5%	2,4%	2,5%	2,5%	2,6%	2,9%	4,4%	4,4%	4,1%	3,7%
SPX Index (USA)	2,1%	1,9%	2,1%	3,2%	2,0%	1,8%	1,8%	1,9%	1,6%	1,8%
STOXX Europe 600	4,0%	3,1%	3,3%	5,6%	3,1%	2,9%	2,7%	2,8%	2,7%	3,3%
MXWO Index (svět)	2,9%	2,4%	2,5%	4,0%	2,4%	2,2%	2,0%	2,2%	1,9%	2,3%

ZDROJ: BLOOMBERG, CYRRUS A.S.

Farmaceutický sektor tak zvyšuje svoji atraktivitu výší dividend a může být zajímavý jak pro strategie defenzivní, tak i pro dividendové.

VALUACE FARMACEUTICKÉHO PRŮMYSLU V POROVNÁNÍ S TRHEM: SEKTOR JE PODHODNOCENÝ

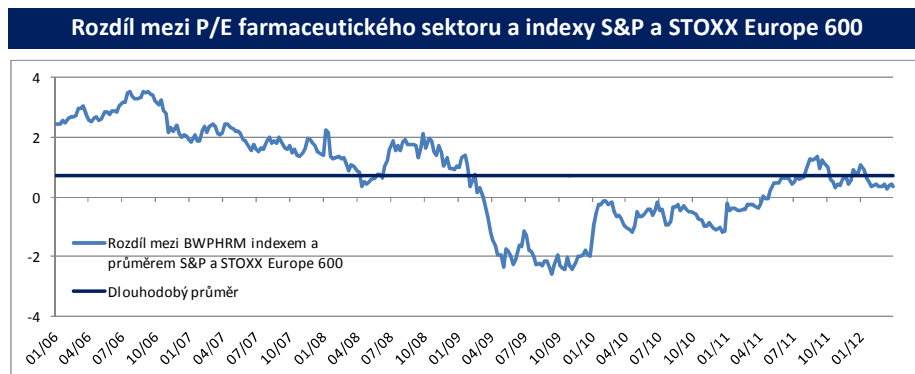
Valuace farmaceutického průmyslu měřeného indexem BWPHRM⁵ dle ukazatele P/E odhaluje, že aktuální ocenění je pod dlouhodobým průměrem. Současná hodnota P/E je 11,3x, zatímco dlouhodobý průměr je 12,3x. Z tohoto pohledu se farmaceutický sektor jeví jako podhodnocený.



ZDROJ: BLOOMBERG, CYRRUS A.S.

⁵ Obsahuje 64 největších farmaceutických firem na světě

Ukazatel, který měří rozdíl mezi ukazatelem P/E pro farmaceutický sektor a ukazatelem P/E pro S&P a STOXX Europe 600 (průměrná hodnota těchto dvou P/E) také indikuje podhodnocenost, ovšem jen mírnou. Dlouhodobá hodnota ukazatele je 0,72, aktuální úroveň je 0,34.



ZDROJ: BLOOMBERG, CYRRUS A.S.

Pokles tohoto ukazatele od začátku roku 2012 značí, že farmaceutické tituly nedokázaly těžít z akciové rally a underperformovaly trh (-6% vs. S&P; -2,2% vs. STOXX Europe 600). Při zpomalení růstu trhů, který se dá očekávat, by se defenzivní tituly mohly opět dostat do hledáčku investorů, což by vedlo k růstu diferenciálu mezi P/E farmaceutického sektoru a P/E tržních indexů a tedy k návratu tohoto ukazatele na nebo nad průměrnou hodnotu.

VÝVOJ POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

Ukazatel Price-to-Earnings patří i ve farmaceutickém průmyslu k nejdůležitějším ukazatelům pro ocenění, jako další vhodné ukazatele jsme použili Price-to-Sales a Enterprise Value-to-Sales.

P/E	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Pfizer	10,2	10,2	9,1	10,7	9,8	9,5	10,3	9,6	9,7	9,6
	-39%	-30%	-34%	-19%	-21%	-13%	-9%	-14%	-10%	-7%
Merck & Co	14,6	12,0	11,5	11,6	11,2	10,0	10,9	11,0	10,6	10,6
	-13%	-17%	-18%	-12%	-10%	-8%	-4%	-2%	-2%	3%
Merck KGaA	18,7	15,7	14,0	17,9	12,9	10,9	10,9	11,2	10,8	9,8
	12%	8%	0%	36%	4%	0%	-4%	0%	0%	-5%
Eli Lilly	12,7	11,3	10,0	9,1	8,5	9,2	11,3	12,6	15,4	14,7
	-24%	-22%	-28%	-31%	-32%	-16%	0%	12%	43%	43%
Novartis	17,9	17,5	14,6	13,2	10,7	10,0	10,2	10,1	9,6	9,1
	7%	20%	5%	0%	-14%	-8%	-10%	-10%	-11%	-12%
Bristol-Myers Squibb	30,7	22,5	19,6	17,4	15,3	14,4	15,8	18,4	17,4	16,7
	83%	54%	41%	32%	23%	32%	39%	64%	62%	62%
Sanofi	11,7	11,3	10,9	9,4	8,5	8,9	9,6	9,6	9,2	8,6
	-30%	-23%	-21%	-28%	-32%	-19%	-15%	-15%	-15%	-17%
Novo Nordisk	82,6	61,0	53,6	44,0	32,8	27,9	22,2	19,5	18,1	16,5
	394%	318%	286%	233%	165%	156%	96%	74%	68%	60%
Roche Holding	16,7	14,4	13,9	13,5	12,4	12,9	11,8	11,0	10,2	9,7
	0%	-1%	0%	2%	0%	18%	4%	-2%	-5%	-6%
Amgen	17,4	15,9	14,9	13,5	13,2	12,7	12,4	11,7	11,0	10,3
	4%	9%	7%	3%	7%	16%	9%	4%	2%	0%
GlaxoSmithKline	15,0	14,6	13,9	12,2	24,3	12,5	12,4	12,3	11,5	10,7
	-10%	0%	0%	-8%	96%	15%	9%	10%	7%	3%
Medián	16,7	14,6	13,9	13,2	12,4	10,9	11,3	11,2	10,8	10,3
Průměr	22,6	18,8	16,9	15,7	14,5	12,6	12,5	12,5	12,1	11,5

ZDROJ: Výroční zprávy, Bloomberg, CYRRUS a.s.

Největší prémii u všech ukazatelů obsahuje Novo Nordisk a Bristol-Myers Squibb. Podle našeho názoru je prémie u Novo Nordisk i přes pádné argumenty pro vysoké ocenění příliš vysoká. Prémii u Bristol-Myers Squibb považujeme za přiměřenou.

P/S	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Pfizer	3,4 2%	3,4 8%	3,4 11%	3,3 18%	2,4 -6%	2,4 -5%	2,8 9%	2,8 11%	2,7 11%	2,6 8%
Merck & Co	5,2 59%	4,7 49%	4,8 58%	4,3 52%	2,5 -3%	2,4 -8%	2,4 -5%	2,5 0%	2,4 0%	2,4 0%
Merck KGaA	2,8 -15%	2,5 -22%	2,4 -22%	2,3 -18%	1,9 -25%	1,7 -32%	1,8 -30%	1,9 -26%	1,8 -25%	1,7 -31%
Eli Lilly	3,0 -9%	2,5 -20%	2,3 -26%	2,5 -11%	2,0 -22%	1,9 -25%	2,0 -21%	2,1 -15%	2,2 -7%	2,2 -12%
Novartis	4,2 27%	4,0 26%	3,6 19%	3,5 24%	3,0 16%	2,6 1%	2,2 -15%	2,2 -12%	2,1 -13%	2,0 -18%
Bristol-Myers Squibb	3,0 -7%	2,8 -11%	2,7 -12%	2,8 -1%	2,9 11%	2,6 1%	2,9 15%	3,3 33%	3,3 36%	3,2 30%
Sanofi	2,7 -17%	2,8 -13%	2,8 -8%	2,6 -7%	2,6 0%	2,4 -9%	2,3 -8%	2,3 -6%	2,2 -7%	2,1 -15%
Novo Nordisk	12,2 271%	11,2 252%	10,3 239%	9,1 224%	7,8 200%	7,1 176%	5,8 131%	5,3 111%	5,0 106%	4,7 91%
Roche Holding	3,3 0%	3,0 -5%	3,1 0%	2,8 0%	2,9 12%	3,3 27%	2,9 16%	2,8 14%	2,7 13%	2,6 8%
Amgen	3,8 14%	3,7 15%	3,6 17%	3,6 29%	3,6 37%	3,4 33%	3,8 50%	3,7 46%	3,5 45%	3,4 38%
GlaxoSmithKline	3,1 -6%	3,2 0%	3,0 -2%	2,6 -9%	2,5 -2%	2,6 0%	2,5 0%	2,5 -1%	2,3 -3%	2,2 -10%
Medián	3,3	3,2	3,1	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4
Průměr	4,2	4,0	3,8	3,6	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8	2,6

ZDROJ: Výroční zprávy, Bloomberg, CYRRUS a.s.

Dalšími tituly s vysokou implikovanou premií v porovnání s trhem jsou Eli Lilly (dle ukazatele P/E) a Amgen (dle P/S a EV/S). Podle našeho názoru by oba tituly měly zahrnovat vyšší prémii. Nejhorší v porovnání s trhem vychází Merck KGaA, což podle našeho názoru odráží realitu i výhledy firmy.

EV/S	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Pfizer	3,4 -9%	2,9 -10%	2,4 -15%	3,4 23%	2,3 -10%	2,6 7%	3,0 5%	3,0 8%	2,9 8%	2,8 11%
Merck & Co	4,2 12%	5,2 60%	2,8 2%	4,5 63%	2,6 0%	2,5 -5%	2,5 -10%	2,6 -8%	2,5 -6%	2,5 0%
Merck KGaA	3,5 -6%	2,9 -10%	2,0 -27%	2,0 -29%	0,9 -64%	0,9 -67%	2,2 -20%	2,3 -17%	2,3 -15%	2,1 -17%
Eli Lilly	3,8 0%	3,3 0%	2,5 -11%	2,0 -29%	1,8 -32%	2,0 -24%	1,9 -30%	2,1 -26%	2,2 -18%	2,1 -17%
Novartis	3,9 5%	3,1 -5%	2,8 0%	2,7 -2%	3,1 19%	2,6 0%	2,4 -14%	2,5 -12%	2,3 -12%	2,2 -12%
Bristol-Myers Squibb	3,2 -15%	3,1 -5%	2,5 -10%	2,1 -24%	2,1 -20%	2,5 -4%	2,8 0%	3,2 13%	3,1 17%	3,0 18%
Sanofi	3,5 -6%	3,1 -4%	2,2 -20%	2,6 -6%	2,0 -23%	2,6 -1%	2,7 -2%	2,7 -3%	2,6 -2%	2,4 -5%
Novo Nordisk	4,0 7%	4,8 48%	3,5 25%	3,5 25%	6,0 131%	5,1 94%	5,6 102%	5,1 80%	4,8 80%	4,5 77%
Roche Holding	4,4 17%	3,5 8%	2,9 6%	3,6 31%	3,0 14%	3,7 40%	3,3 19%	3,2 14%	3,1 16%	3,0 17%
Amgen	5,8 54%	3,7 13%	4,0 46%	3,7 32%	3,1 21%	3,3 28%	3,9 39%	3,7 32%	3,5 33%	3,4 34%
GlaxoSmithKline	3,5 -8%	3,4 4%	3,2 15%	2,8 0%	2,6 1%	3,1 18%	2,9 4%	2,8 0%	2,7 0%	2,5 -2%
Medián	3,8	3,3	2,8	2,8	2,6	2,6	2,8	2,8	2,7	2,5
Průměr	3,9	3,6	2,8	3,0	2,7	2,8	3,0	3,0	2,9	2,8

ZDROJ: Výroční zprávy, Bloomberg, CYRRUS a.s.

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ DISKONT / PRÉMII

Rentabilita tržeb je důležitým provozním ukazatelem nejen farmaceutických firem. Nejvýznamnějšími faktory, které v čase tento ukazatel ovlivňují, jsou akvizice a ztráty patentů. Na příkladu firmy Pfizer z roku 2009, kdy koupila firmu Wyeth, je vidět trvalý negativní dopad do rentability tržeb. Důvodem jsou jednak přehnaná očekávání synergických úspor při akvizicích takových rozměrů (68 mld USD), jednak má kupovaná firma většinou jinou strukturu a tudíž i jiné hodnoty ukazatelů. Stejný jev lze pozorovat i u firmy Merck & Co po akvizici Schering-Plough (41 mld USD). Ztráty patentů výrazně snižují prodejní ceny léků, tedy tržby i zisk. Navíc firma musí více investovat do marketingových akcí na podporu prodeje expirovaného léku. Náklady na prodané zboží zůstává v podstatě nezměněné, proto rentabilita tržeb po expiraci patentů za jinak stejných okolností klesá.

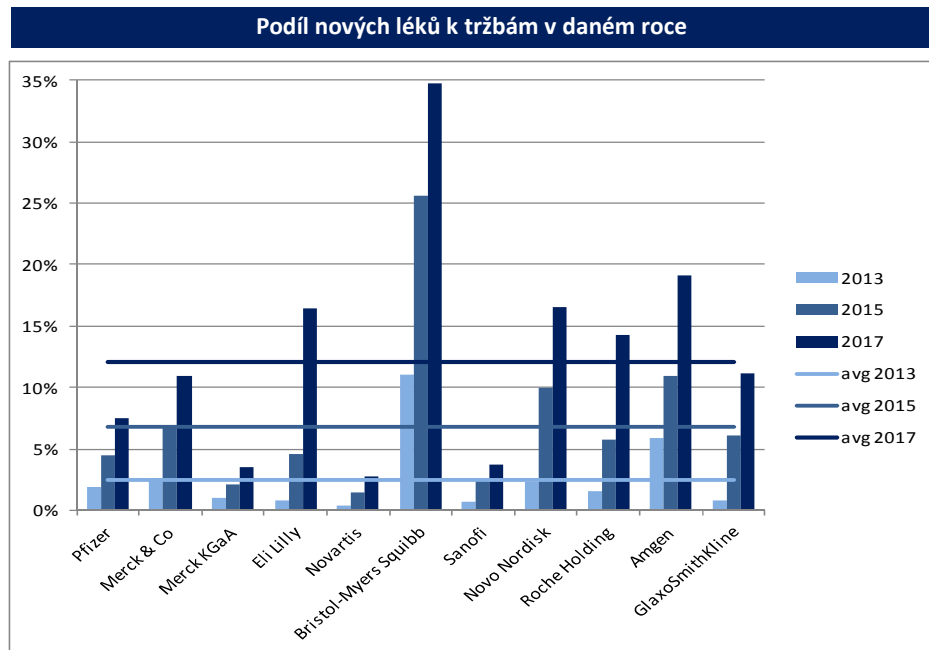
Rentabilita tržeb	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Pfizer	31%	31%	34%	28%	27%	27%	27%	29%	28%	27%
Merck & Co	25%	29%	31%	27%	24%	24%	22%	23%	23%	23%
Merck KGaA	20%	15%	14%	13%	15%	17%	17%	17%	18%	18%
Eli Lilly	22%	21%	22%	22%	23%	20%	18%	17%	15%	15%
Novartis	20%	19%	21%	21%	23%	22%	21%	22%	22%	22%
Bristol-Myers Squibb	12%	15%	16%	20%	19%	19%	19%	18%	19%	19%
Sanofi	22%	24%	24%	26%	28%	25%	24%	24%	24%	24%
Novo Nordisk	16%	20%	21%	21%	23%	25%	26%	27%	28%	28%
Roche Holding	18%	20%	21%	20%	23%	24%	25%	26%	27%	27%
Amgen	32%	32%	31%	33%	32%	31%	31%	31%	32%	33%
GlaxoSmithKline	23%	24%	21%	22%	10%	21%	21%	20%	20%	21%
Průměr	22%	23%	23%	23%	22%	23%	23%	23%	23%	23%

ZDROJ: Výroční zprávy, Bloomberg, CYRRUS a.s.

Nejvyšší rentabilitu tržeb dosáhly v roce 2011 Amgen (31%) a Pfizer (27%). Naopak nejnižší ukazatel dosáhly Merck KGaA (16%) a Bristol-Myers Squibb (19%).

Nejdůležitějším faktorem ovlivňujícím výši diskontu nebo prémie jsou budoucí tržby z nově uvedených léků. Jak již bylo uvedeno výše, nejistota spojená s výsledky pipeline je velká a akcie na nové zprávy reagují velmi citlivě.

Největší růstový potenciál mezi oceňovanými firmami má podle našeho názoru firma Bristol-Myers Squibb, jež v případě naplnění očekávání dosáhne v roce 2017 35% celkových tržeb z nových léků. Další firmy s vysokým růstovým potenciálem jsou Amgen (19%), Novo Nordisk (17%), Eli Lilly (16%) a Roche (14%). Je třeba mít na paměti, že tato čísla počítají s naplněním očekávání ohledně schválení nových léků a případný neúspěch se může významně odrazit v ceně akcie.



ZDROJ: JP Morgan, CYRRUS a.s.

Důležitým ukazatelem je také celkové zadlužení. Ukazatel se mezi firmami výrazně liší, když v roce 2011 dosahoval pásma 0,73 (Sanofi, Novo Nordisk) – 3,65 (GlaxoSmithKline). Dlouhodobě nejvyšší zadluženost má firma Roche Holding, která v roce 2009 koupila firmu Genentech pomocí peněz z emitovaných dluhových cenných papírů. I když zadlužení postupně klesá, poslední dluhopisy jsou splatné až v roce 2041 a proto nelze očekávat, že se její zadlužení vrátí v brzké době na přednákupní úroveň kolem 0,5. Aktuálně nejzadluženější je firma GlaxoSmithKline, jejíž zadlužení v posledních letech neustále narůstá. Skokový nárůst nastal v roce 2008, kdy firma provedla buyback financovaný dlouhodobým dluhem.

D/E	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pfizer	0,62	0,77	0,92	1,35	1,21	1,16
Merck & Co	1,23	1,35	1,23	0,83	0,86	0,84
Merck KGaA	1,13	0,72	0,64	0,76	1,16	1,11
Eli Lilly	1,04	0,99	3,34	1,88	1,50	1,34
Novartis	0,65	0,53	0,55	0,66	0,77	0,78
Bristol-Myers Squibb	1,56	1,45	1,42	1,10	0,99	1,04
Sanofi	0,70	0,61	0,60	0,65	0,60	0,73
Novo Nordisk	0,48	0,48	0,53	0,53	0,66	0,73
Roche Holding	0,59	0,47	0,41	6,92	4,23	3,25
Amgen	0,78	0,94	0,74	0,75	0,82	1,57
GlaxoSmithKline	1,65	2,13	3,74	2,99	3,33	3,65
Průměr	0,95	0,95	1,28	1,67	1,47	1,47

ZDROJ: Výroční zprávy, Bloomberg, Capital IQ, CYRRUS a.s.

Nejnižší zadlužení si dlouhodobě udržují firmy Sanofi, Novo Nordisk a Novartis, jež mají všechny méně dluhu než vlastního kapitálu.

Úrokové krytí	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pfizer	31,0	38,1	31,7	11,5	10,0	10,8
Merck & Co	15,0	18,6	29,7	16,3	15,1	15,4
Merck KGaA	17,2	3,2	9,8	10,9	6,4	8,0
Eli Lilly	14,5	17,0	19,3	18,6	28,3	46,3
Novartis	26,9	31,1	30,1	16,9	17,0	17,6
Bristol-Myers Squibb	4,2	6,9	10,8	20,1	25,8	27,2
Sanofi	16,9	22,8	22,2	26,0	24,7	20,3
Novo Nordisk	21,4	25,7	38,0	28,6	28,4	61,3
Roche Holding	22,3	33,0	46,3	5,3	6,1	7,3
Amgen	4,2	5,9	4,9	8,1	7,1	10,2
GlaxoSmithKline	17,0	12,4	6,3	8,2	3,8	7,1
Průměr	17,3	19,5	22,7	15,5	15,7	21,0

ZDROJ: Výroční zprávy, Bloomberg, Capital IQ, CYRRUS a.s.

Míru zadlužení do značné míry odráží i ukazatel úrokového krytí, který vyjadřuje podíl čistého upraveného zisku k nákladovým úrokům. Nejhorší (= nejnižší) ukazatel mají právě nejvíce zadlužené firmy GlaxoSmithKline a Roche, na podobné úrovni je i Merck KGaA. Naopak nejlepších hodnot dosahují firmy Novo Nordisk, Eli Lilly a Bristol.

CÍLOVÉ CENY A DOPORUČENÍ

Pro ocenění jsme použili ukazatele standardně používané při oceňování farmaceutického sektoru. Největší váhu 50% má v modelu ukazatel P/E 2013e. Shodně s 25% váhou do modelu vstupují ocenění na základě ukazatelů P/S 2013e a EV/S 2013e.

Ocenění dle modelu jsme ještě upravili o prémii nebo diskont, jež jsme přiřazovali ke každému poměrovému ukazateli zvlášť, neboť každý ukazatel do jisté míry ovlivňují různé faktory.

prémie / diskont			
	P/E	P/S	EV/S
Pfizer	-5%	-5%	-10%
Merck & Co	5%	5%	-5%
Merck KGaA	-20%	-25%	-25%
Eli Lilly	-5%	5%	10%
Novartis	-15%	-10%	-10%
Bristol-Myers Squibb	35%	30%	30%
Sanofi	-10%	-15%	-15%
Novo Nordisk	40%	40%	40%
Roche Holding	10%	10%	15%
Amgen	30%	35%	35%
GlaxoSmithKline	0%	-5%	0%

Výslednou cenu upravenou o diskont / prémii jsme porovnali s aktuální tržní cenou a dle procentuálního rozdílu jsme přiřadili doporučení „koupit“, „akumulovat“, „držet“ nebo „prodat“ (viz. Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s. na straně 30)

Titul	Měna	Tržní cena	Cílová cena	Diferenciál	Doporučení
Pfizer	USD	22,5	23,5	4%	držet
Merck & Co	USD	38,7	43,0	11%	akumulovat
Merck KGaA	EUR	86,2	76,9	-11%	prodat
Eli Lilly	USD	40,3	45,3	12%	akumulovat
Novartis	CHF	50,7	52,3	3%	držet
Bristol-Myers Squibb	USD	33,9	32,1	-5%	prodat
Sanofi	EUR	58,1	59,9	3%	držet
Novo Nordisk	DKK	835,0	627,2	-25%	prodat
Roche Holding	CHF	160,3	176,4	10%	akumulovat
Amgen	USD	67,9	78,2	15%	koupit
GlaxoSmithKline	GBP	14,3	14,2	-1%	držet

* závěrečné ceny ke dni 3.4.2012

Nejlepší doporučení „koupit“ jsme přiřadili titulu Amgen.

Amgen má velký růstový potenciál vzhledem k síle pipeline, navíc má nejvyšší ukazatel likvidity mezi sledovanými firmami. Pozitivní vliv na cenu akcií by mohl mít i možný buyback. Z těchto důvodů jsme přiřadili titulu 35% prémii u P/S, EV/S a 30% prémii u P/E. Aktuální tržní cena je 67,9 USD, zatímco my stanovujeme cílovou cenu na úrovni 78,2 USD, což implikuje 15% růstový potenciál.

Doporučení „akumulovat“ přidělujeme firmám Eli Lilly, Merck & Co a Roche Holding.

Cílovou cenu akcie **Eli Lilly** stanovujeme na 45,3 USD vs. aktuální tržní ocenění 40,3 USD, což indikuje 12% růstový potenciál. Diskont pro ocenění dle ukazatele P/E jsme stanovili ve výši 5%, pro ocenění dle P/S, resp. EV/S jsme stanovili prémii 5%, resp. 10%. Pozitivními faktory jsou vysoký ukazatel úrokového krytí, nízká beta a solidní pipeline, naopak negativní dopad na diskont/prémii má zejména nízká úroveň net margin. Naše cílová cena je aktuálně nejvyšší na trhu a podle našeho názoru lépe odráží dobrou perspektivu firmy.

Diskont vůči průměru trhu implikovaný v aktuálním ocenění titulu **Merck & Co** podle našeho názoru není opodstatněný. My jsme aplikovali prémii 5% (resp. diskont 5% u ukazatele EV/S) zejména z důvodu silné pipeline, vysokého výplatního poměru a nízkého zadlužení. Stanovujeme cílovou cenu 43,0 USD v porovnání s aktuální tržní cenou 38,7 USD. Růstový potenciál odhadujeme na 11%.

Roche Holding má dle našeho názoru slušný růstový potenciál ze silné pipeline, navíc má ve srovnání s ostatními firmami vysoký ukazatel ROE. Z těchto důvodů jsme firmě přiřadili prémii 10% (resp. 15% pro EV/S). Cílovou cenu stanovujeme na 177,4 CHF, což ukazuje při aktuální ceně 160,3 CHF na 10% růstový potenciál.

Doporučení „držet“ přidělujeme akciím Pfizer, Sanofi, GlaxoSmithKline a Novartis.

Pfizer nevykazuje v žádném ukazateli v rámci peer group, snad kromě nízké volatility zisku, nicméně jeho diskont vůči průměru trhu při ocenění P/E 2013e považujeme za příliš vysoký. Námí stanovený diskont 5% (resp. 10% pro EV/S) považujeme za více odpovídající realitě. Cílovou cenu jsme stanovili na úrovni 23,5 USD při aktuální tržní ceně 22,5 USD, což odpovídá 4% potenciálu k růstu.

Sanofi se na trhu obchoduje aktuálně za cenu 58,1 EUR, zatímco naše doporučení je na úrovni 59,9 EUR, což implikuje 3% potenciál k růstu. Titul je tedy dle našeho názoru oceněn velmi blízko férové ceně i přes nepříliš silnou pipeline. Pozitivním faktorem je nízká úroveň zadlužení.

GlaxoSmithKline nevykazuje pozitivně v žádném ukazateli, naopak má nejvyšší zadlužení a úrokové krytí ze sledovaných firem. Tyto rizikové faktory jsou podle našeho názoru již zohledněny v tržním ocenění. Cílovou cenu stanovujeme na 14,2 GBP, což je jen mírně pod aktuální tržní cenou 14,3 GBP.

Největším hendikepem firmy **Novartis** je slabá pipeline, která je dle našeho názoru jedna z nejslabších mezi sledovanými firmami. Nicméně aktuální tržní cena podle našeho názoru více než zohledňuje rizika firmy. Cílovou cenu stanovujeme na 52,5 CHF a při aktuální tržní ceně 50,7 CHF vidíme 3% potenciál k růstu.

Prodejní doporučení dáváme na akcie Bristol-Myers Squibb, Merck KGaA a Novo Nordisk.

Firma **Bristol-Myers Squibb** má podle našeho názoru největší růstový potenciál ze sledovaných firem, tato informace je ale již zohledněna v tržním ocenění. Aktuální tržní cena je podle našeho názoru o 5% vyšší, než je férová hodnota. Tu jsme stanovili na 32,1 USD v porovnání s tržní cenou 33,9 USD.

Diskont, se kterým se na trhu **Merck KGaA** obchoduje, nepovažujeme za dostatečný. Firma má nejmenší růstový potenciál ze všech sledovaných firem a nejnižší ukazatel ROE, operating i net margin. Proto jsme při ocenění zahrnuli diskont 25% u poměrových ukazatelů P/S a EV/S a 20% diskont u P/E. Cílovou cenu jsme stanovili na 76,9 EUR v porovnání s aktuální tržní cenou 86,2 EUR, což implikuje 11% prostor pro pokles.

Novo Nordisk se obchoduje s nejvyšší tržní premií, jejíž výše je dle našeho názoru přehnaná. Firma vyniká především v silné pipeline, nízkém dluhu i úrokovém krytí. Dále je velmi pozitivní její významné zaměření na Čínu. My jsme pro výsledné ocenění aplikovali

prémii 40% u všech poměrových ukazatel. I přes tato všechna pozitiva náš model ocenil titul na 627,2 DKK oproti aktuální ceně 835 DKK, což indikuje 25% potenciál k poklesu.

Citlivostní analýza

Pro úplnost přikládáme i analýzu citlivosti cílové ceny při změnách prémie / diskontu. Citlivost počítáme jako změnu prémie / diskontu v porovnání s tabulkou „prémie / diskont“ pro všechny poměrové ukazatele o stejnou výši. Rozmezí jsme stanovili -15% až +15%.

Citlivost ceny na změnu prémie / diskontu							
	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
Pfizer	19,7	21,0	22,2	23,5	24,7	26,0	27,2
Merck & Co	36,7	38,8	40,9	43,0	45,1	47,2	49,3
Merck KGaA	62,0	66,9	71,9	76,9	81,8	86,8	91,8
Eli Lilly	38,6	40,8	43,0	45,3	47,5	49,7	51,9
Novartis	43,3	46,3	49,3	52,3	55,3	58,3	61,3
Bristol-Myers Squibb	28,4	29,7	30,9	32,1	33,3	34,5	35,7
Sanofi	49,7	53,1	56,5	59,9	63,3	66,7	70,2
Novo Nordisk	560,0	582,4	604,8	627,2	649,6	672,0	694,4
Roche Holding	152,6	160,5	168,4	176,4	184,3	192,2	200,2
Amgen	69,3	72,2	75,2	78,2	81,1	84,1	87,0
GlaxoSmithKline	12,0	12,7	13,5	14,2	14,9	15,6	16,3

Pfizer

NEJVĚŠÍ VÝROBCE LÉKŮ NA SVĚTĚ

Pfizer

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Držet
Aktuální cílová cena: 23,5 USD

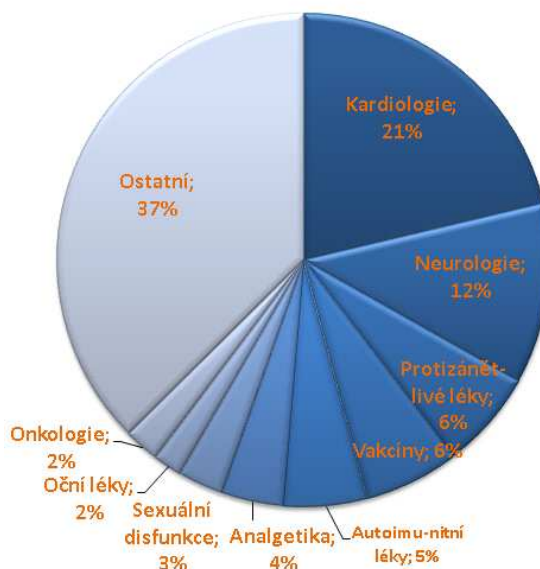
Vývoj ceny akcií Pfizer v USD



Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	22,5 USD
Počet akcií:	7,5 mld.
MCap USD:	169,9 mld.
52-week max:	22,8 USD
52-week min:	16,6 USD
Beta:	0,97
Sídlo firmy:	235 East 42nd Street9 New York United States
Web:	www.pfizer.com
ISIN:	US7170811035
WKN:	852009
Bloomberg:	PFE US

- Americká firma Pfizer je dlouhodobě největší ryze farmaceutickou společností na světě a zaujímá 13. místo dle tržní kapitalizace v indexu S&P. Její roční obrat v roce 2011 dosáhl téměř 69 mld USD a druhou firmu v pořadí, kterou je švýcarský Novartis, porazila o 8 mld USD. Pfizer vyvíjí, vyrábí a po celém světě prodává léky na téměř všechny kategorie lidských i zvířecích chorob. Jako většina farmaceutických firem se tato firma zabývá pouze originálními léky, které jsou chráněny patenty, a nevěnuje se výrobě generických léčiv.
- V roce 2009 Pfizer za 68 mld USD koupil v největší akvizici ve farmaceutickém sektoru americkou firmu Wyeth známou například výrobou a prodejem ibuprofenu. Roční tržby této firmy dosahovaly 40% tržeb Pfizeru a výrazně tak upevnily pozici Pfizeru jako největší farmaceutické firmy.



- Mezi oblasti lidského zdraví, na které se Pfizer specializuje nejvíce, se řadí kardiologie, neurologie a záněty. Nejprodávanějším lékem je lék na snížení hladiny cholesterolu Lipitor s ročními tržbami kolem 10 mld USD, což jej v roce 2011 řadilo na pozici druhého nejprodávanějšího léku na světě. O tuto pozici ale Lipitor v roce 2012 jistě přijde, neboť v listopadu 2011 ztratil patent a čelí tak generické konkurenci. Aktuálně se Pfizeru díky dobíhajícím smlouvám s pojišťovnami a pobídkám daří udržovat tržby na přibližně 35% původních úrovní, tento podíl ale bude v průběhu dalších měsíců klesat.
- Mezi významná rizika Pfizeru se řadí, stejně jako u jiných farmaceutických firem, případné neúspěchy ve fázi R&D u léků s potenciálem stát se blockbusterem. V případě Pfizeru se jedná zejména o léky Eliquis (snížení rizika infarktu, očekávaný začátek prodeje 2012), tofacitinib (lék na revma, 2013) či Bapineuzumab (lék na Alzheimerovu nemoc, 2015). Dalšími riziky jsou například neúspěch v dosahování synergií při integraci firmy Wyeth či zklamání z tržeb Lipitoru.

Merck & Co

3. NEJVĚTŠÍ NA SVĚTĚ

Merck & Co

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Akumulovat
Aktuální cílová cena: 43,0 USD

Vývoj ceny akcií Merck & Co v USD

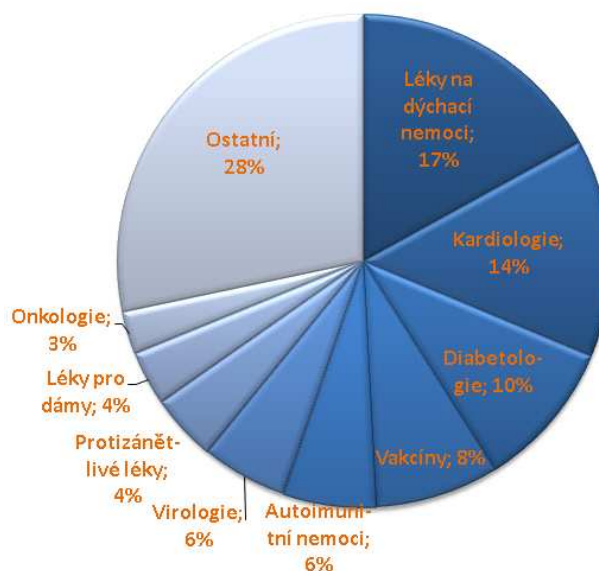


Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	38,7 USD
Počet akcií:	3,0 mld.
MCap USD:	117,8 mld.
52-week max:	39,4 USD
52-week min:	29,5 USD
Beta:	0,76
Sídlo firmy:	One Merck Drive Whitehouse Station New Jersey United States
Web:	www.merck.com
ISIN:	US58933Y1055
WKN:	A0YD8Q
Bloomberg:	MRK US

Americká firma Merck & Co se co do výše tržeb v roce 2011 řadila na 3. místo mezi světovými farmaceutickými firmami s ročními tržbami 48 mld USD. Její portfolio léků je podobně rozsáhlé jako u Pfizeru a zahrnuje také pouze originální léky na léčbu lidských i zvířecích chorob. V roce 2009 Merck koupil za 41 mld USD americkou farmaceutickou firmu Schering-Plough, známou mimo jiné díky výrobě antialergenního léku Claritin. Tato transakce přispěla necelými 20 mld USD k tržbám Mercku.

Nejvýznamnější oblasti lidských nemocí, na které se Merck zaměřuje, jsou dýchací a kardiovaskulární onemocnění či cukrovka. V oblasti léků na dýchací problémy se Merck & Co řadí dva mezi nejvýznamnější hráče na trhu společně s GlaxoSmithKline. Výzvou do příštích let zůstává nahrazení tržeb z léku Singulair (zmírňuje příznaky astma), jehož patent v srpnu 2012 v USA vyprší a Merck tak přijde o větší část z téměř 2 mld USD tržeb.



Expirace léku Singulair bude již druhou významnou expirací v relativně krátkém časovém období, když v roce 2010 expiroval patent na lék Cozaar (léčí vysoký krevní tlak), čímž Merck přišel na tržbách o 1,5 mld USD. Zmírnit negativní dopady expirací patentů by mohly jednak nové léky ve fázi vývoje či významný růst prodeje léku Januvia, která slouží pro léčbu cukrovky. Meziroční nárůst tržeb tohoto léku činil v roce 2011 42%, neboli 1 mld USD.

Mezi rizika, která mohou negativně ovlivnit budoucí vývoj ceny akcie, lze zařadit zejména integraci operací z akvizice firmy Schering-Plough, u níž se čekají významné synergie, což nemusí být lehké dosáhnout. Dalším rizikem je pokračující pokles tržeb za léky snižující cholesterol, jež čelí konkurenci generik, nebo neúspěch při vývoji nových léků.

Merck KGaA

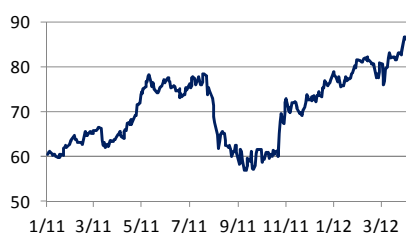
NEJSTARŠÍ FARMACEUTICKÁ FIRMA

Merck KGaA

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 76,9 EUR

Vývoj ceny akcií Merck KGaA v EUR



Základní informace o akciích

Data ke dni: 3. 4. 2012
 Cena akcie: 86,2 EUR
 Počet akcií: 64,6 mil.
 MCap EUR: 18,8 mld.

52-week max: 87,5 EUR
 52-week min: 88,9 EUR
 Beta: 0,67

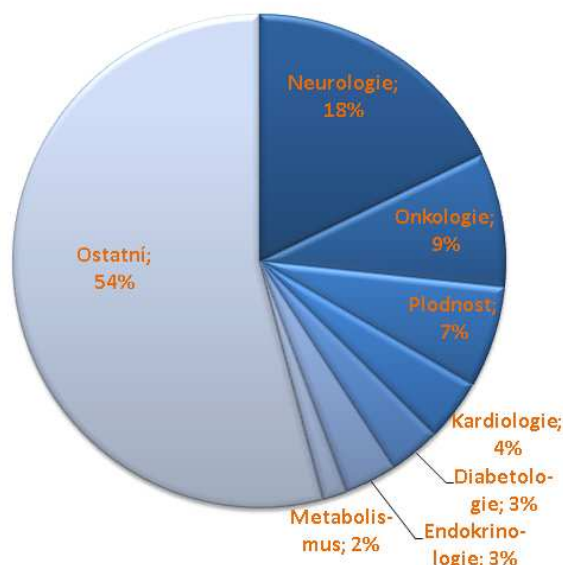
Sídlo firmy: Frankfurt Strasse 250
 64293 Darmstadt
 Germany

Web: www.merckgroup.com

ISIN: DE0006599905
 WKN: 659990
 Bloomberg: MRK GY

➤ Německá farmaceutická a chemická firma Merck KGaA je nejstarší stále fungující firmou v těchto odvětvích na světě. Vznik se datuje do roku 1668, ale po první světové válce ztratila firma ochranu nad svými zahraničními aktivy, čím došlo k rozdělení na Merck KGaA a americkou Merck & Co. Merck KGaA působí na trzích po celém světě, nicméně v Severní Americe působí pod značkou EMD Chemicals.

➤ Tržby se skládají z 86% z farmaceutického sektoru a zbytek připadá na chemický sektor. Merck KGaA je administrativně rozdělen na 4 divize. Merck Soreno se zabývá výrobou léků a v roce 2011 přispěla do celkových tržeb 57%. Divize Consumer Health Care se zabývá vývojem léků, které se prodávají bez předpisu (např. podpůrné vitamínové prostředky) a je s 5% tržeb nejmenší divizí. Divize Merck Milipore vyrábí přístroje pro zdravotnictví a dosahuje v rámci Merck KGaA 23% tržeb. Poslední divizí se 14% tržeb je Performance Chemicals zabývající se výrobou chemikálií.



➤ Nejvýznamnější farmaceutickou oblastí, kterou se Merck KGaA zabývá, je neurologie, dále pak onkologie a plodnost. Nejvýznamnějším lékem je Rebif s 16% z celkových tržeb, který se používá pro zmírnění příznaků roztroušené sklerózy. Divize Performance Chemicals těží zejména z vedoucí pozice na světovém trhu ve výrobě tekutých krystalů používaných při výrobě LCD televizorů.

➤ Rizikem pro Merck KGaA je potenciální zklamání ve 3. fázi vývoje onkologického léku Stimuvax, jehož prodej by mohl být zahájen v roce 2014 a lze od něj postupně očekávat významné tržby. Obecně je ale pipeline problémem, když neskýtá velké naděje na významné přírůstky tržeb. Nejistota také pramení z oznámeného plánu úspory nákladů, k čemuž firma přistoupila z důvodu negativních překvapení při vývoji nových léků v minulých letech. Předpokládají se úspory kolem 300 mil EUR, management se ovšem ještě k samotné výši nevyjádřil. Jakákoli výrazná odchylka od tohoto čísla by mohla způsobit překvapení s dopadem na cenu.

Eli Lilly

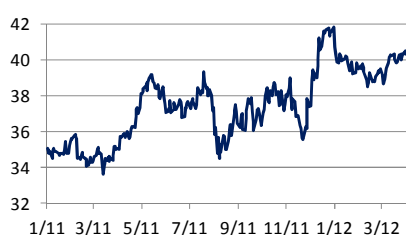
LEADER V NEUROLOGII

Eli Lilly

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Akumulovat
Aktuální cílová cena: 45,3 USD

Vývoj ceny akcií Eli Lilly v USD



Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	40,3 USD
Počet akcií:	1,16 mld.
MCap USD:	46,8 mld.
52-week max:	42,0 USD
52-week min:	33,8 USD
Beta:	0,64

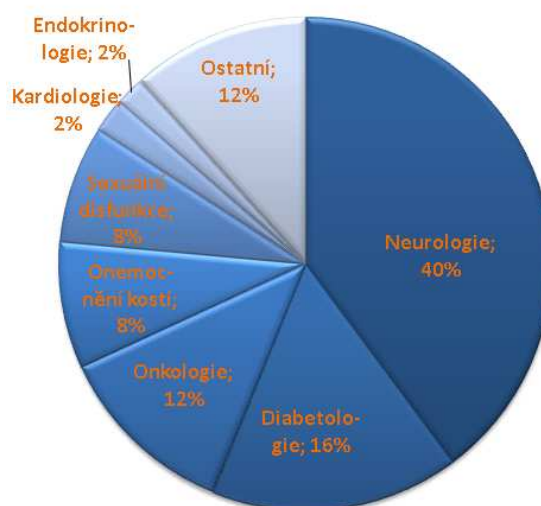
Sídlo firmy: Lilly Corporate Center
 Indianapolis, IN 46285
 United States

Web: www.lilly.com

ISIN: US5324571083
 WKN: 858560
 Bloomberg: LLY US

➤ Americká farmaceutická společnost se 130-letou historií Eli Lilly se s tržbami 24 mld USD řadí k těm větším firmám v oboru. Firma má vývojová centra v 8 zemích, továrny ve 13 zemích a své výrobky prodává ve 125 zemích po celém světě.

➤ Nejvýznamnějším sektory, kterým se Eli Lilly věnuje, jsou neurologie, cukrovka a onkologie. 7% tržeb plyne z prodeje léků pro zvířata. V oblasti léků používaných v neurologii je Eli Lilly vůbec největší firmou na trhu. Nejdůležitějším lékem je Zyprexa používaný při léčbě schizofrenie s ročními tržbami ve výši 4,5 mld USD (19% tržeb). V říjnu 2011 nicméně patent k tomuto léku vypršel a Eli Lilly se tak bude potýkat s dramatickým poklesem tržeb. Podobný problém čeká firmu i v roce 2013, kdy expiruje patent k léku Cymbalta používaného k léčbě depresí, jehož tržby dosahují přes 4 mld USD.



➤ Potenciál k budoucím novým tržbám z léků, které jsou aktuálně ve fázi výzkumu, má Eli Lilly poměrně velký, ale budou patrně nabíhat pomalu. Negativním jevem jsou vysoké administrativní náklady a náklady na výzkum a vývoj. S blížícími se expiracemi nebude firma schopna tyto náklady podle našeho názoru snižovat, což bude negativně působit na výsledné ocenění. V průběhu roku 2012 budou důležité nové zprávy o vyvíjeném léku Solanezumab na léčbu Alzheimerovy choroby, jehož tržby by mohly v případě úspěchu významně přispět k růstu ceny akcie. Riziko neúspěchu je ale v aktuální 3. fázi výzkumu velké, proto trh nemá podle našeho názoru případně inkrementální tržby z tohoto léku započítané.

Novartis

OČNÍ KRÁL

Novartis

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Držet
Aktuální cílová cena: 52,3 CHF

Vývoj ceny akcií Novartis v CHF

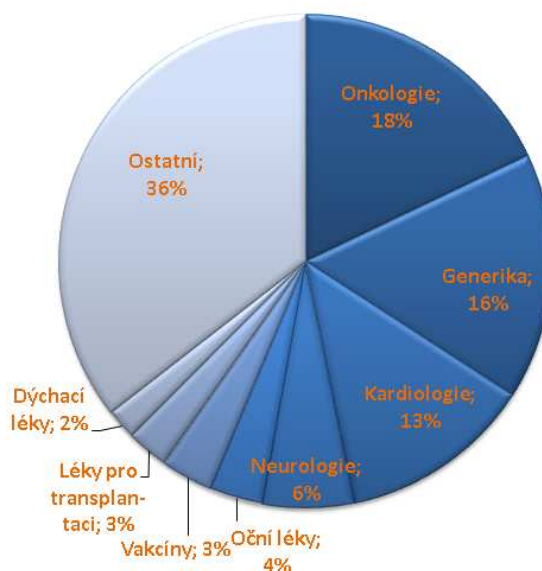


Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	50,7 CHF
Počet akcií:	2,8 mld.
MCap CHF:	138,2 mld.
52-week max:	55,1 CHF
52-week min:	38,9 CHF
Beta:	0,91
Sídlo firmy:	CH-4002 Basel Switzerland
Web:	www.novartis.com
ISIN:	CH0012005267
WKN:	904278
Bloomberg:	NOVN VX

Švýcarská firma Novartis je s 58,5 miliardami USD druhou největší farmaceutickou firmou na světě. Škála oblastí, na které se zaměřují, obsahuje kromě klasických originálních farmaceutických produktů také generika (16% tržeb) a přístroje používané v medicíně (3% tržeb). V roce 2008 Novartis rozšířil pole své působnosti o péči o oči akvizicí minoritního podílu (25%) švýcarské firmy Alcon od firmy Nestle. V roce 2010 uplatnil Novartis opci na zbývající majoritní 52% podíl za 28 mld USD a v současnosti drží ve firmě 80% podíl.

Jedna z divizí Novartisu, Sandoz, je druhým největším výrobcem generických léků na světě. V rámci firmy Novartis její prodeje tvoří 16%. Divize zabývající se výrobou léků bez předpisu stejně jakou dceřiná firma Alcon zabývající se péčí o oči jsou leaderem ve svých odvětvích.



Nejvýznamnějšími oblastmi, kterým se Novartis věnuje, jsou onkologie, kardiologie a neurologie. V segmentu prodeje onkologických léků je Novartis druhou největší formou na světě po dalším švýcarském gigantovi Roche Holding. Nejprodávanějším lékem co do výše tržeb je Diovan (na vysoký krevní tlak) s 5,5 mld USD tržeb. Patent k tomuto léku v roce 2012 expiruje, čímž dojde k významnému výpadku tržeb, které bude vzhledem ke slabé pipeline obtížné nahradit. Dalšími blockbustery jsou Gleevec a Zometa léčící některá nádorová onemocnění (4,5 mld USD, resp. 1,5 mld USD).

Riziko pro Novartis představuje zejména tlak na marže v USA v segmentu generik a posilování švýcarského franku. Na druhou stranu pozitivním faktorem je nízká úroveň zadlužení a málo léků čelících expiraci patentu.

Bristol-Myers Squibb

NEJVĚTŠÍ RŮSTOVÝ POTENCIÁL

Bristol-Myers Squibb

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 32,1 USD

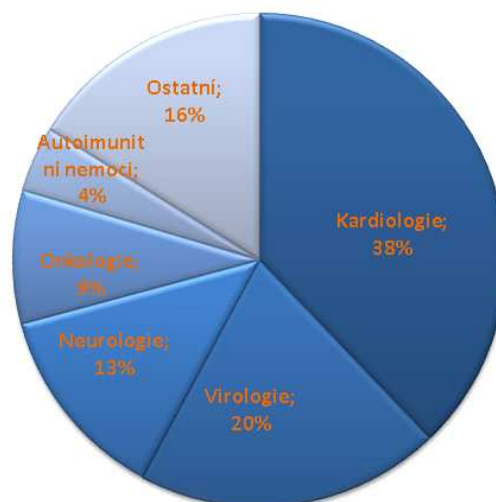
Vývoj ceny akcií Bristol-Myers Squibb v USD



Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	33,9 USD
Počet akcií:	1,7 mld.
MCap USD:	57,2 mld.
52-week max:	35,4 USD
52-week min:	25,7 USD
Beta:	0,62
Sídlo firmy:	345 Park Avenue New York, NY United States
Web:	www.bms.com
ISIN:	US1101221083
WKN:	850501
Bloomberg:	BMYS US

- Americká farmaceutická firma Bristol-Myers Squibb se s ročními tržbami za rok 2011 ve výši 21 mld USD řadí na konec první desítky mezi největšími farmaceutickými firmami na světě. Firma má užší portfolio lékových kategorií s jedním dominantním lékem.
- V posledních dnech Bristol-Myers Squibb dala nabídku na koupi firmy Amylin Pharmaceuticals za 3,5 mld USD, která se zaměřuje na výrobu léků na léčbu cukrovky a obezity s ročními tržbami 650 mil USD. Amylin Pharmaceuticals nabídku 28.3. odmítli.
- Výstavní skříň pro Bristol-Myers Squibb je lék Plavix (jehož patent sdílí se Sanofi Aventis) s ročními tržbami ve výši přes 7 mld USD, což je 33% tržeb celé společnosti. Léčivo má největší tržní podíl v oblasti předcházení vzniku trombózy, nicméně o toto postavení brzy přijde. Patent k tomuto léku v květnu 2012 vyprší a Bristol-Myers Squibb se tak bude potýkat s rychlým a výrazným poklesem tržeb, který bude umocněn jeho relativní důležitostí v tržbách. Expirace patentu tohoto léku bude největší tržní expirací patentu v roce 2012.



- Nejdůležitější oblastí z hlediska tržeb jsou pro Bristol-Myers Squibb léky na kardiovaskulární nemoci, které nyní tvoří 38% tržeb. Většina se ovšem sestává z prodeje léku Plavix, který bude čelit generické konkurenci. Do budoucna bude tedy nejdůležitějším segmentem virologie, dnes s 20% podílem tržeb. Třetím v pořadí dle výše tržeb je segment neurologických léků s 13% tržeb.
- Expirace patentu léku Plavix bude mít dramatický dopad do tržeb, nicméně Bristol-Myers Squibb má velký potenciál se s tím vypořádat z důvodu nejsilnější pipeline mezi sledovanými firmami.

Sanofi

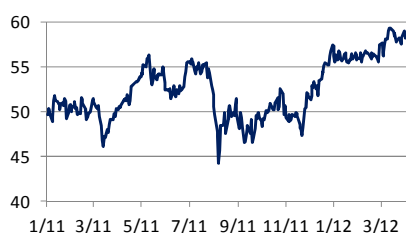
NEJVĚTŠÍ VÝROBCE VAKCÍN

Sanofi

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Držet
Aktuální cílová cena: 59,9 EUR

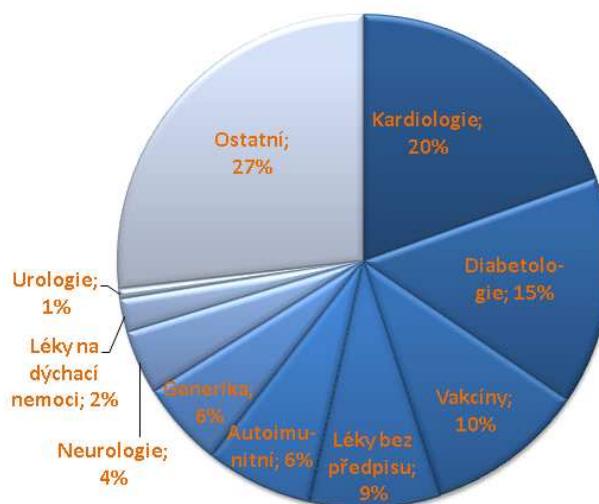
Vývoj ceny akcií Sanofi v EUR



Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	58,1 EUR
Počet akcií:	1,3 mld.
MCap EUR:	78,1 mld.
52-week max:	59,6 EUR
52-week min:	42,9 EUR
Beta:	0,72
Sídlo firmy:	Rue de la Boetie 54 75008 Paris France
Web:	www.sanofi.com
ISIN:	FR0000120578
WKN:	920657
Bloomberg:	SAN FP

- Francouzská farmaceutická firma Sanofi se sídlem v Paříži se řadí mezi pět největších farmaceutických firem na světě. V roce 2011 dosáhla na tržby ve výši 44 mld USD. Firma v současné podobě vznikla až v roce 2004 sloučením francouzských firem Sanofi-Synthelabo a Aventis. V roce 2011 se firma přejmenovala ze Sanofi-Aventis na Sanofi. Také v roce 2011 firma koupila třetí největší biotechnologickou firmu na světě Genzyme za 20 mld USD. Do ročních tržeb tato transakce přispěla 4 mld USD.
- Nejdůležitějším segmentem z hlediska tržeb jsou kardiologické léky, které tvoří asi 20% tržeb. Dále jsou to léky na cukrovku (15%) a vakcíny (11%). Dceřiná společnost Sanofi Pasteur je největší výrobce vakcín na světě. Vysokou relativní důležitost má také divize vyrábějící generické léky, do níž patří mimo jiné česká dceřiná společnost Zentiva.



- Nejdůležitějším lékem z hlediska výše tržeb je insulin Lantus na léčbu cukrovky. Jeho tržby tvoří 12,5% všech tržeb společnosti a patent má zajištěný minimálně do roku 2018. Sanofi je také společně s Bristol-Myers Squibb výrobcem léku Palvix, jehož patent letos expiruje. Sanofi dosáhlo tržeb z tohoto léku ve výši 2,8 mld USD, ale o většinu z nich postupem času přijde. Navíc firma nemá nikterak silnou pipeline, takže její potenciál k růstu v porovnání s ostatními sledovanými firmami je omezený.
- Rizikem pro společnost jsou kromě standardních rizik ohledně patentových sporů a zklamání při vývoji nových léků také integrace firmy Genzyme a slabá pipeline. Naopak silnou stránkou Sanofi je výroba a prodej generických léčiv, což by mohla být v rostoucím trendu těchto léčiv konkurenční výhoda.

Novo Nordisk

EXPERT NA CUKROVKU

Novo Nordisk

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 627,2 DKK

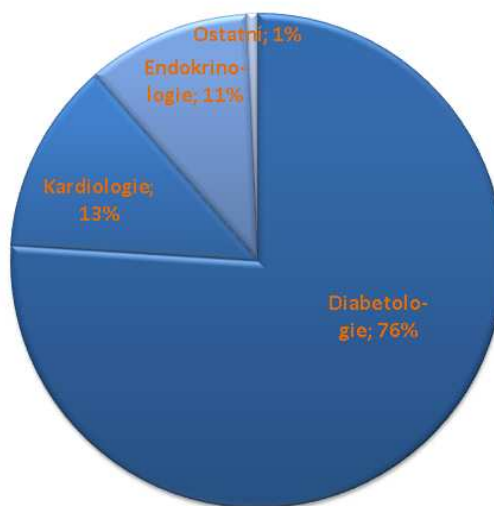
Vývoj ceny akcií Novo Nordisk v DKK



Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	835 DKK
Počet akcií:	472,5 mil.
MCap DKK:	478,0 mld.
52-week max:	857,5 DKK
52-week min:	507,0 DKK
Beta:	0,92
Sídlo firmy:	Novo Alle 2880 Bagsvaerd Denmark
Web:	www.novonordisk.com
ISIN:	DK0060102614
WKN:	A0M9QL
Bloomberg:	NOVOB DC

- Dánská farmaceutická firma Novo Nordisk s továrnami v 7 zemích a pobočkami v 76 zemích se řadí mezi středně velké farmaceutické firmy a tržbami 14,3 mld USD. Firma v posledních letech zaznamenala impozantní růst tržeb 14% CAGR od roku 2004.
- Hlavním segmentem, na který se firma zaměřuje, je léčba cukrovky. V této oblasti je Novo Nordisk lídrem na trhu



- Novo Nordisk se od ostatních analyzovaných firem liší v koncentraci produktového zaměření. V roce 2011 tvořily téměř 76% tržeb společnosti léky na léčbu cukrovky. V této oblasti je firma světovým lídrem. Téměř polovina ze 76% tržeb byla dosažena tržbami za prodej inzulinu, který se používá pro doplnění hladiny cukru u pacientů s cukrovkou. Tento segment má potenciál dosáhnout nadprůměrného růstu 4-7% CAGR do roku 2015. S měnícím se životním stylem a růstem populace má Novo Nordisk jako nejvýznamnější hráč na trhu velkou šanci na tomto růstu významně participovat.
- To je také zřetelné na silné pipeline. V červnu 2012 se v USA očekává schválení insulínu Degludec, jenž je oproti stávajícím lékům velmi inovativní. Zatímco v současnosti se insulin musí aplikovat 1x denně, Degludec bude stačit podávat 3x týdně, což výrazně usnadní nemocným život. Inkrementální tržby z tohoto léku očekáváme ve výši 10% celkových tržeb společnosti v roce 2015 s dalším silným růstem.
- Z toho pramení i rizika. V případě problémů při schvalování, případně při nižších než očekávaných tržbách z prodeje tohoto léku může být vysoký očekávaný růst ohrožen.

Roche Holding

ZDRAVÝ ONKOLOGICKÝ KRÁL

Roche Holding

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Akumulovat
Aktuální cílová cena: 176,4 CHF

Vývoj ceny akcií Roche Holding v CHF



Základní informace o akciích

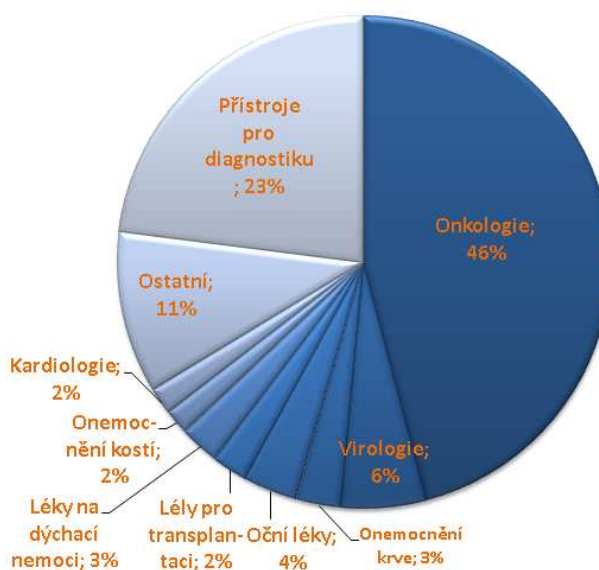
Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	160,3 CHF
Počet akcií:	702,6 mil.
MCap CHF:	140,2 mld.
52-week max:	166,5 CHF
52-week min:	115,1 CHF
Beta:	0,87

Sídlo firmy: Grenzacherstrasse 124
4070 Basel
Switzerland

Web: www.roche.com

ISIN: CH0012032048
WKN: 855167
Bloomberg: ROG VX

- Švýcarská firma Roche Holding je 4. největší ryze farmaceutickou firmou na světě. Její tržby dosáhly v roce 2011 47 mil USD. Firma se kromě výroby léků zaměřuje také na výrobu diagnostických přístrojů používaných ve zdravotnictví. V tomto segmentu firma dosáhla 23% svých tržeb. V roce 2009 Roche Holding převzal za 46,8 mld USD americkou biotechnologickou firmu Genentech.
- Nevýznamnějším sektorem, na který se Roche zaměřuje, jsou léky na léčbu rakoviny. Tržby z tohoto segmentu dosahují 46% celkových tržeb společnosti. Firma je v této oblasti dle výše tržeb největší firmou na světě.



- Nejvýznamnějším lékem co do výše tržeb je lék Rituxan se 14% tržeb, dále pak Avastin s 12% tržeb a Herceptin také s 12% tržeb. Všechny tyto léky jsou onkologické, což jen podtrhuje význam onkologie v rámci firmy Roche. Pozitivem je, že firma nepřijde v příštích letech o žádné významné patenty. Nejbližší významnou expirací bude v roce 2015 ztráta patentu v EU na lék Herceptin. Naopak Roche má poměrně silnou pipeline. Velká očekávání se dávají do onkologického léku Pertuzumab, u něž se očekávají tržby v roce 2017 kolem 5 mld CHF. V posledních dnech se také objevily zprávy o úspěšných testech onkologického léku T-DM-1. Zahájení prodeje tohoto léku se očekává v letech 2012 nebo 2013 a tržby by měly dosáhnout 1-2 mld CHF v roce 2017.
- Vzhledem k silné pipeline a s tím souvisejícím vysokým očekávaným růstem vyplývají rizika z neúspěchu ve fázi výzkumu a vývoje, případně zklamání z výše tržeb léků v pipeline.

Amgen

MALÝ PRODUKTOVÝ MIX

Amgen

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Koupit
Aktuální cílová cena: 78,2 USD

Vývoj ceny akcií Amgen v USD



Základní informace o akciích

Data ke dni: 3. 4. 2012
 Cena akcie: 67,9 USD
 Počet akcií: 791,4 mil.
 MCap USD: 53,8 mld.

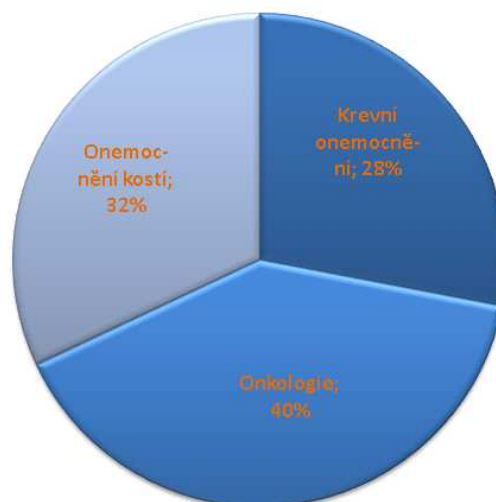
52-week max: 70,0 USD
 52-week min: 47,7 USD
 Beta: 0,66

Sídlo firmy: One Amgen
 Center Drive
 Thousand Oaks
 California
 United States

Web: www.amgen.com

ISIN: US0311621009
 WKN: 867900
 Bloomberg: AMGN US

- Americká farmaceutická firma Amgen se s tržbami 15,5 mld USD řadí ke středně velkým firmám v oboru. Její růst je spíše organický, i když několik menších akvizic již uskutečnila (např. Ilypsa 420mil USD, BioVex Group 1mld USD, Micromet 1mld USD).
- Na rozdíl od ostatních farmaceutických firem je portfolio léků firmy Amgen poměrně omezené. Aktuálně čítá pouze 12 léků, dalších 23 léků má v pipeline. Nejvýznamnější oblastí lidských nemocí, na které se Amgen zaměřuje, jsou léčba rakoviny, krevní onemocnění (např. anémie) a revma. Onkologické léky tvoří 40% tržeb, krevní onemocnění tvoří asi 28% a léky na léčbu revmatu tvoří 24% celkových tržeb.



- Nejvýznamnějším lékem z hlediska tržeb je Neulasta, lék na léčbu nádorových onemocnění (26% tržeb), druhým nejvýznamnějším je Enbrel (24%) na léčbu revmatu a Aranesp (14%) na anémii.
- Amgen má velmi silnou pipeline, z firem v naší analýze druhou nejsilnější (po Bristol-Myers Squibb). Silná stránka firmy je také vysoký operating margin i net margin a nejvyšší ukazatel běžné likvidity mezi sledovanými firmami.

GlaxoSmithKline

LEADER V PÉČI O KŮŽI A VE FILANTROPII

GlaxoSmithKline

Datum vydání: 5. 4. 2012

Aktuální doporučení: Držet
Aktuální cílová cena: 14,2 GBP

Vývoj ceny akcií GlaxoSmithKline v GBP

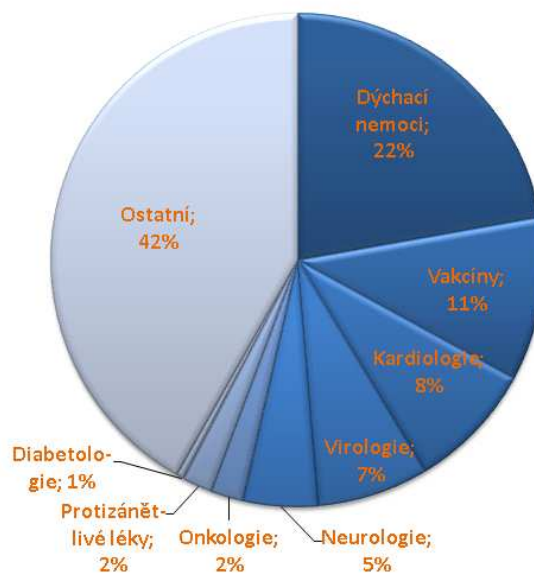


Základní informace o akciích

Data ke dni:	3. 4. 2012
Cena akcie:	14,3 GBP
Počet akcií:	5,0 mld.
MCap GBP:	72,2 mld.
52-week max:	14,9 GBP
52-week min:	11,6 GBP
Beta:	0,71
Sídlo firmy:	980 Great West Road Brentford, TW8 9GS United Kingdom
Web:	www.gsk.com
ISIN:	GB0009252882
WKN:	940561
Bloomberg:	GSKUS

➤ Britská firma GlaxoSmithKline (GSK) je pátou největší ryze farmaceutickou firmou na světě. Její tržby v roce 2011 dosáhly 43,6 mld USD. Firma vznikla v roce 2000 spojením firem GlaxoWellcome plc a SmithKline Beecham plc. V roce 2009 firma GlaxoSmithKline koupila americkou firmu Stiefel a stala se tak největší společností na světě v prodeji přípravků na péči o kůži.

➤ I přesto, že se jedná o britskou firmu, dosahuje téměř 30% tržeb v USA. Největším sektorem z hlediska tržeb tvoří léky na dýchací onemocnění, které tvoří 22% tržeb společnosti. GlaxoSmithKline je v tomto segmentu největším hráčem na trhu. Další důležitou kategorií jsou vakcíny s 11% tržeb a léky na kardiovaskulární onemocnění s 8% tržeb. Významným segmentem jsou též léky prodávané bez předpisu, jež přispěly do celkových tržeb 19%. Nejprodávanějším lékem je Advair, lék na astma. Jeho tržby v roce 2011 dosáhly 8,1 mld USD, což je 19% celkových tržeb společnosti. V roce 2013 vyprší tomuto léku patent v EU, nicméně jeho generická kopie je zatím v nedohlednu.



➤ V listopadu 2009 vytvořila firma společný podnik s firmou Pfizer nazvaný ViiV Healthcare. Do této společnosti, v níž GSK vlastní 85%, byla vyčleněna všechna aktiva týkající se léků a léčby HIV.

➤ Firma si dává velice záležet na tom, aby byla vidět při charitativních akcích. GSK například v roce věnovali 1,4 mil USD na pomoc obětem zemětřesení v Haiti, v roce 2009 věnovali 50 miliónů vakcín H1N1 rozvojovým zemím. Ve stejném roce se zavázali zlevnit léky o 25% padesáti nejchudším zemím světa či slíbili investovat 20% zisků, které dosáhnou v nejchudších zemích, zpět do zdravotnické infrastruktury těchto zemí.

Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **5.4.2012**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	12	37,5
Akumulovat	7	21,9
Držet	6	18,8
Prodat	7	21,9
V revizi	1	3,1

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvláště pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.**Koupit:**

Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Automobilový a ocelářský průmysl
Tomáš Menčík	Brno	mencik@cyrrus.cz	Farmaceutický a chemický průmysl

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střet zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosažováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
Veveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361