

GEDEON RICHTER

MAĎARSKO Z NEJHORŠÍHO VENKU

Ing. Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

2. 5. 2007

Cílová cena 42 437 HUF
Úvodní doporučení: koupit

Základní informace

Datum	2. 5. 2007
Posled. záv. kurz	37 500 HUF
Vydaných akcií	18 637 486 ks
Tržní kapitalizace	699 mld. HUF
52 týdenní max.	50 790 HUF
52 týdenní min.	33 500 HUF
Beta	0,98
Podíl v BUX	16,03 %

Akcionářská struktura

APV	25,04 %
The Bank of New York	13,59 %
Ostatní	61,36 %

Poměrové ukazatele 2006

ROA	15,42 %
ROE	18,03 %
Dluh/vl. kapitál	0,11
EPS	2 795 HUF
DPS	690 HUF
BVPS	17 677 HUF

Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Společnost Gedeon Richter je největší maďarskou farmaceutickou firmou a jednou z největších společností, zaměřující se na výrobu generických přípravků ve střední Evropě. Společnost vyváží zhruba tři čtvrtiny své produkce, především do zemí bývalého SSSR, dále do EU, USA i jiných zemích. Z hlediska farmaceutické skupiny se společnost zaměřuje na zdravotní péči o ženy, u níž vidí velký potenciál jak ve střední, tak zvláště ve východní Evropě, kde např. užívání antikoncepce silně zaostává za úrovní vyspělých států. Dalšími důležitými skupinami léčby jsou kardiovaskulární onemocnění a centrální nervový systém.

Při výhledu tržeb společnosti, jejich nákladů a ziskovosti vidíme největší riziko v aktuálním vývoji maďarského trhu, kde vláda na počátku roku 2007 přikročila k poměrně razantním reformám zdravotní péče, jež se negativně projevuje na hospodaření především místních výrobců léků. Domníváme se ale, že největší dopad této reformy již společnost Gedeon Richter překonala a dojde tedy postupně k zlepšení či normalizaci situace na tomto trhu. Postupnému zlepšování hospodaření také budou napomáhat prodeje na méně problémových trzích, především na dynamicky se rozvíjejících trzích střední a zvláště východní Evropy, kde se bude postupně farmaceutický trh díky rychlému ekonomickému růstu přibližovat úrovni vyspělejších států.

Společnost Gedeon Richter má kvalitní a silné zázemí v oddělení výzkumu a vývoje, v němž zaměstnává zhruba 800 svých zaměstnanců. Výzkum se zaměřuje na onemocnění centrálního nervového systému, čímž se společnost snaží vytvořit třetí pilíř svých prodejů za vedoucím segmentem antikoncepce/gynekologie a kardiovaskulárních chorob. Dlouhodobým cílem společnosti je uvádět na své klíčové trhy ročně 5 až 7 nových preparátů. K tomu by Gedeonu měla pomoci také spolupráce ve výzkumu se zahraničními společnostmi jako jsou Mitsubishi Pharmaceuticals a americká Forest Laboratories. Společnost má také několik dceřiných firem mimo Maďarsko (v Polsku, Rumunsku, Rusku) s vlastním vývojem a prodejní sítí, které napomáhají růstu společnosti Gedeon Richter na těchto trzích. Postupně také nabývá na významu spolupráce v rámci celé skupiny.

V analýze společnosti pozitivně hodnotíme výhled společnosti především na zahraničních trzích a také složení produktového portfolia, tedy zaměření na zdravotní péči pro ženy, pro kterou je v CEE regionu stále velký potenciál. Rizikem pro firmu zůstává především domácí maďarský trh, kde proběhla v poslední době řada hospodářských reforem včetně reformy zdravotnictví, jež se silně dotkla farmaceutických společností. Domníváme se, že tyto reformy ovlivní především hospodaření v první polovině letošního roku, akcie společnosti tak mohou krátkodobě negativně reagovat na zveřejněné výsledky hospodaření v tomto období. Na druhou stranu si myslíme, že nejhorší období má již na tomto trhu Gedeon Richter za sebou a postupně dojde k ustálení situace a přizpůsobení se novým podmínkám a tedy k návratu k růstovému trendu společnosti. Na základě modelu diskontovaných peněžních toků, s přihlédnutím k růstovým možnostem firmy, jejím rizikům a oborovému srovnání stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti na **42 437 HUF** a doporučujeme tento titul **koupit**.

	2007e	2008f	2009f
P/E	14,69	13,27	11,96
P/BV	2,12	1,89	1,68
EPS (HUF)	2 552	2 827	3 136
ROA	12,31%	12,08%	12,76%
ROE	14,44%	14,23%	14,07%
Dluh/vl. kapitál	0,10	0,10	0,10

Zdroj: Cyrrus

Společnost s více než stoletou tradicí,
tradiční vývojevou základnou a
působností v CEE regionu

Největším akcionářem ve společnosti
je stát

1. Profil společnosti

1.1. Historie společnosti Gedeon Richter

Společnost Gedeon Richter je nejstarší farmaceutickou firmou v Maďarsku. Byla založena lékárníkem Gedeonem Richterem v roce 1901. Na konci první světové války byla společnost jednou z největších farmaceutických firem v Rakousku-Uhersku. V roce 1926 firma vyráběla již kolem 100 léků. V období mezi oběma válkami společnost také založila 10 poboček v zahraničí, otevřela i 40 svých zastoupení a provozovala celosvětovou síť zástupců a agentur. Před druhou světovou válkou byl Gedeon Richter druhým největším exportérem v Maďarsku. Od samého začátku se firma věnovala i vlastnímu výzkumu a vývoji. Na konci dvacátých let byla založena první biologická laboratoř. Do roku 1948 společnost obdržela 86 vlastních patentů. Během druhé světové války ovšem společnost utrpěla značné materiální i personální ztráty.

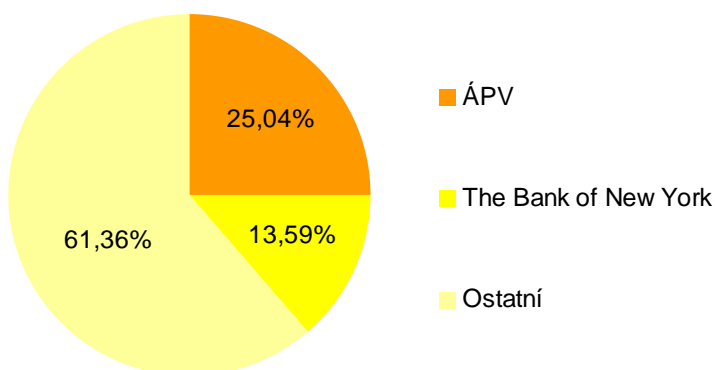
V roce 1948 byl Gedeon Richter znárodněn pod novým jménem Kőbányai Gyógyszerárugyár (v angličtině Kőbánya Pharmaceutical Factory). Společnost ztratila své západní trhy a své dceřiné společnosti v zahraničí. Po založení RVHP se exportní aktivity soustředily na východoevropské země. Zde firma i nadále používala obchodní značku Gedeon Richter. Úspěšně vstoupila na polský a československý trh, od roku 1954 vyvážela výrobky i do Sovětského svazu. V šedesátých letech se stala největším dodavatelem farmaceutických výrobků do členských zemí RVHP a SSSR. V sedmdesátých letech pak podstatně navýšila vývoz na západní trhy. V roce 1977 firma vyvinula lék Cavinton, doposud jeden z nejdůležitějších produktů. V osmdesátých letech export na západní trhy dále narůstal.

Rok 1990 přinesl zásadní změnu pro společnost samotnou i její trhy. Rozpad RVHP, kde byly snadno předvídatelné prodeje, navíc ziskové, vedl ke ztrátě tradičních trhů společnosti. Liberalizace trhu také vedla k nástupu dovážených léků na domácí trh firmy, navíc s masivní marketingovou podporou. Firma byla zatížena dluhy a platbami úroků, vysoká inflace se projevila ve zvyšování nákladů. Krize vrcholila v roce 1992, kdy přišel do společnosti nový management a byla určena nová strategie, v rámci níž byla zavedena přísná finanční kontrola, byla zastavena výroba léků produkovaných jen v malých objemech, modernizováno výrobní portfolio, zrušeny ztrátové linky. Strategie slavila úspěchy, firma si udržela pozici na domácím trhu, navrátila se i na trhy ve střední a východní Evropě, stejně jako do zemí bývalého SSSR. Opět začaly podstatně růst vývozy do západních zemí.

1.2. Akcionářská struktura

Společnost nemá majoritního akcionáře. Největší podíl ve firmě drží státní privatizační a holdingová společnost ÁPV (hlavní vlastník státního majetku v Maďarsku) s více než čtvrtinovým podílem, druhým největším akcionářem je The Bank of New York s více než 13,5 %.

Graf č. 1: Akcionářská struktura k 31. 12. 2006 (v %)



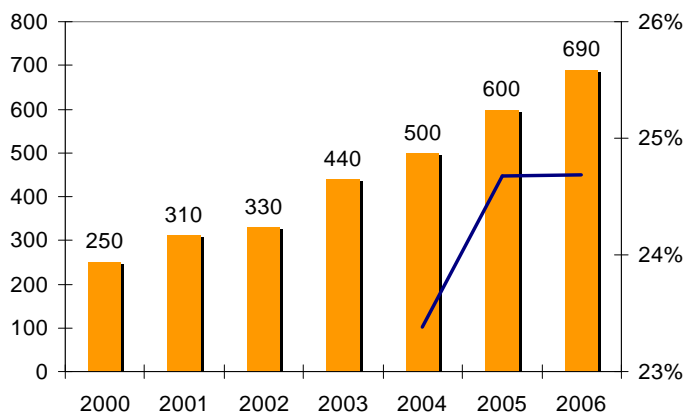
Zdroj: Gedeon Richter

Společnost na dividendách vyplácí zhruba čtvrtinu zisku

1.3. Dividendová politika

Dlouhodobým cílem společnosti je vyplácet na dividendách zhruba čtvrtinu svého zisku. Vzhledem k rostoucí ziskovosti firmy byla dividendy v posledních letech plynule navyšována z 250 forintů za rok 2000 na navržených 690 forintů ze zisku v roce 2006. V posledních dvou letech se podíl dividendy na konsolidovaném zisku ustálil na cca 24,7 % (před rokem 2004 společnost konsolidované výsledky neoznamovala).

Graf č. 2: Dividenda na akcii za roky 2000 až 2006 (levá osa, v HUF) a její podíl na konsolidovaném zisku (pravá osa, v %)



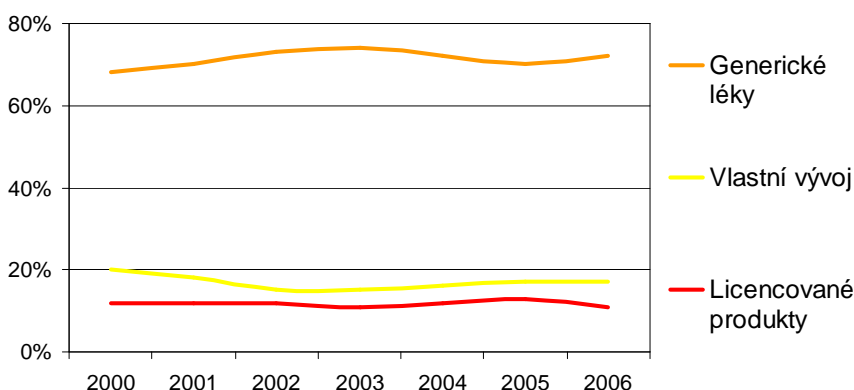
Zdroj: Gedeon Richter

Hlavní část tržeb tvoří generika ...

1.4. Zaměření společnosti

Gedeon Richter je, stejně jako ostatní středoevropští výrobci, společností zaměřující se na výrobu generických léků, tedy na produkci kopií preparátů, jimž vypršela patentová ochrana. Generické léky tvoří zhruba 72 % produkce (dle dat z roku 2006), 17 % je výroba vlastní produkce a 11 % výroba licenční. Podíly všech částí jsou v posledních letech v podstatě stabilní.

Graf č. 3: Rozdělení výroby mateřské společnosti v letech 2000 až 2006 (v %)



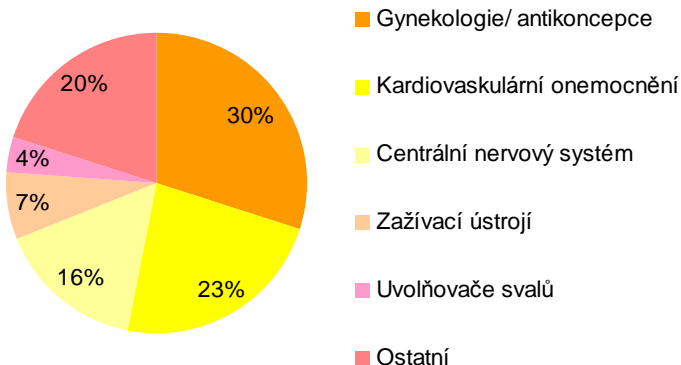
Zdroj: Gedeon Richter

... především v oblasti zdravotní péče o ženy

Tržby společnosti podle terapeutické skupiny lze rozdělit na čtyři velké skupiny, první je gynekologie/antikoncepce, druhou se stabilním podílem kardiovaskulární onemocnění. Třetí velkou část tržeb tvoří léky určené k léčbě centrálního nervového systému a zažívacího ústrojí. Poslední cca čtvrtinu tržeb tvoří preparáty určené k jiné léčbě.

Gedeon Richter je středně velkou farmaceutickou společností

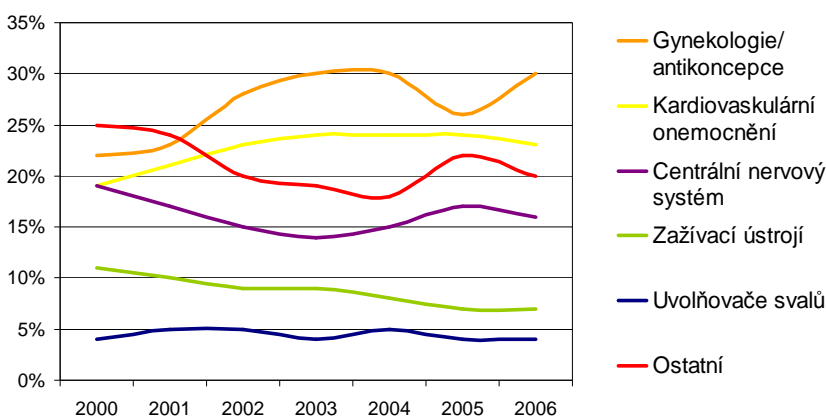
Graf č. 4: Rozdělení produkce mateřské společnosti dle terapeutické skupiny v roce 2006 (v %)



Zdroj: Gedeon Richter

V současnosti je Gedeon Richter středně velkou regionální farmaceutickou společností, která svou hlavní výhodu vidí především v prodeji antikoncepce. S výrobou gynekologických produktů začala společnost již před druhou světovou válkou, k rozvoji tohoto oboru ve firmě došlo v sedmdesátých letech. K dalšímu posílení tohoto segmentu došlo v druhé polovině devadesátých let investicemi do výzkumu a vývoje, kontroly kvality a zlepšením efektivnosti výroby. V roce 2006 se výrobky této skupiny podílely na tržbách mateřské společnosti zhruba třiceti procenty. V příštích letech se dá očekávat růst prodejů podobných preparátů především ve východní Evropě. Podle údajů IMS a společnosti Gedeon Richter z roku 2006 užívá v EU antikoncepci až 43 % žen ve věku 15 až 44 let. V ČR to je 31 % žen, v Maďarsku 22 % žen, na Slovensku 15 %, v Polsku 11 %, v Rumunsku 7 % a v Rusku pouhých 3 %. V zemích střední a zvláště východní Evropy tak lze očekávat rychlý růst užívání antikoncepčních pilulek (s přihlédnutím k vlivu katolické církve v některých zemích a jejímu postoji k užívání antikoncepce - Polsko).

Graf č. 5: Rozdělení produkce mateřské společnosti dle terapeutické skupiny v letech 2000 až 2006 (v %)



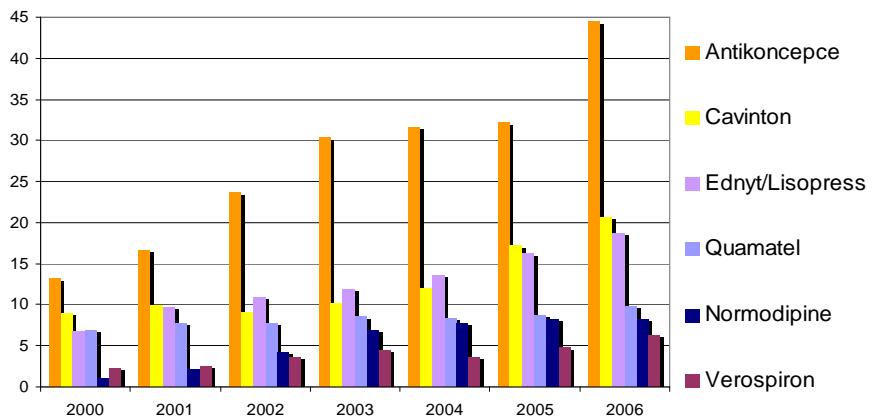
Zdroj: Gedeon Richter

Nejprodávanější skupinou preparátů je antikoncepce, následují kardiovaskulární onemocnění

Nejprodávanější skupinou preparátů je díky zaměření společnosti antikoncepce. Její prodeje v letech 2004 a 2005 stagnovaly, což se projevilo na poklesu podílu celé terapeutické skupiny na tržbách. V loňském roce ale prodeje začaly opět rychle růst. Z pohledu jednotlivých produktů je nejprodávanějším lékem samotnou společností vyvinutý Cavinton. Tento lék společnost představila již v roce 1977, ovšem do dnešní doby hraje na tržbách firmy významnou roli. Cavinton je lékem určeným k léčbě centrálního nervového systému. Druhým nejprodávanějším lékem společnosti je Ednyt/Lisopress, určený ke snižování vysokého krevního tlaku, stejně jako další často prodávány lék Normodipine. K léčbě kardiovaskulárních onemocnění je určen i Verospiron. Quamatel patří do skupiny léků užívaných k léčbě zaživacího ústrojí.

Nejprodávanější preparáty tak kromě firmou prosazované antikoncepce dávají základ prodejm především v oblasti kardiovaskulárních onemocnění.

Graf č. 6: Nejvýznamnější produkty v letech 2000 až 2006 (v miliardách HUF)



Zdroj: Gedeon Richter

Společnost klade důraz na vlastní výzkum a vývoj, především v oblasti centrálního nervového systému

Ve výzkumu spolupracuje i se zahraničními společnostmi

Výrobní dceřiné firmy se nacházejí v Polsku, Rumunsku a Rusku

1.5. Výzkum a vývoj

Společnost v roce 2006 navýšila náklady na výzkum a vývoj o 12,5 % na 14,2 miliardy forintů. Náklady tohoto typu tak dosáhly 6,8 % konsolidovaných tržeb. Cílem společnosti Gedeon Richter je uvádět na své tradiční trhy 5 až 7 nových produktů ročně. Mateřská společnost ve výzkumu a vývoji zaměstnává celkem 800 zaměstnanců z celkového počtu necelých šesti tisíc. Výzkum se zaměřuje především na léčbu centrálního nervového systému, především na chronický strach, schizofrenii a úzkost. V současnosti probíhá 16 projektů, 4 z nich se nacházejí v klinické fázi. V předchozích letech také proběhly investice do modernizace výzkumu a vývoje, byla renovována biologická laboratoř a v loňském roce byla dostavěna nová experimentální laboratoř schopná produkovat vysoce kvalitní aktivní farmaceutické substance. Vlastním výzkumem se společnost snaží posílit především prodeje preparátů pro léčbu centrálního nervového systému, což by jí pomohlo stabilizovat třetí velkou část tržeb po antikoncepci/gynekologii a stabilním kardiovaskulárním nemocem.

Ve výzkumu společnost spolupracuje s japonskou Mitsubishi Pharmaceuticals a americkou Forest Laboratories. Spoluprací s japonskou Mitsubishi se Gedeon Richter zapojuje do její celosvětové sítě výzkumných a vývojových center, kterou tato společnost buduje především v Severní Americe a Evropě. Forest Laboratories je pak společností, jejíž výzkum se zaměřuje na centrální nervový systém, kardiovaskulární onemocnění a respirační systém, Gedeon Richter tak má šanci posílit zvláště oblasti mimo své tradiční zaměření na zdravotní péči o ženy.

1.6. Dceřiné firmy

Výsledky společnosti Gedeon Richter jsou na jednotlivých trzích ovlivněny jejími dceřinými firmami. V Maďarsku je to především společnost Medimpex Gyógyszer-Nagykereskedelmi, velkoobchodní firma s léčivými a zhruba 7 % podílem na místním trhu (v roce 2005). Společnost rovným dílem vlastní Gedeon Richter a jeho místní konkurent Egis. V roce 2006 Medimpex se zhruba dvěma sty zaměstnanci utřžil 38,15 miliardy forintů, podíl Gedeonu tak činil 19,07 miliardy forintů.

Další významné dcery společnosti Gedeon Richter jsou GZF Polfa v Polsku, Gedeon Richter Romania a Gedeon Richter-RUS. Společnost Polfa je podnikem s vlastní výrobou, stejně jako Gedeon Richter Romania. Obě společnosti mají i vlastní výzkumné kapacity. Dodávají výrobky především na své domovské trhy, nicméně dodávky v rámci celé skupiny postupně narůstají. Výrobou se zabývá také ruská Gedeon Richter-RUS.

Gedeon Richter je silně proexportní společnost, tři čtvrtiny svých výrobků vyváží

Podíl Maďarska na tržbách se postupně snižuje ...

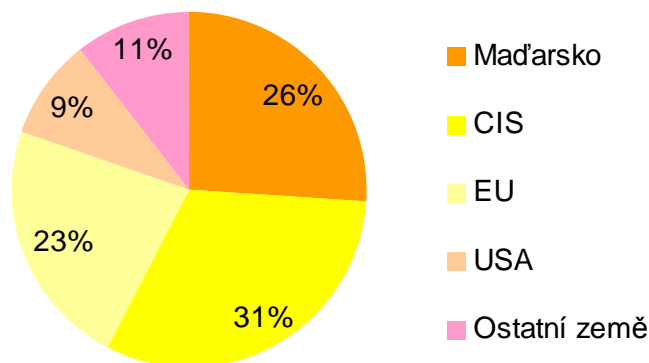
... a tento trend by měl pokračovat

Stále více ale společnost prodává v zemích CIS, zvláště v Rusku

2. Tržby společnosti

Společnost Gedeon Richter je silně proexportní firmou. Na svém domácím trhu realizuje zhruba čtvrtinu konsolidovaných tržeb, zbylé tři čtvrtiny vyváží. Nejdůležitějšími exportními trhy mateřské společnosti jsou Rusko, USA a Polsko. V Maďarsku, Rusku, Polsku a také Rumunsku konsolidované výsledky ovlivňují místní dceřiné společnosti.

Graf č. 7: Geografické rozdělení konsolidovaných tržeb v roce 2006 (v %)



Zdroj: Gedeon Richter

2.1. Maďarsko

Domácím trhem společnosti je Maďarsko. Podíl tohoto trhu se ovšem díky problémům, se kterými se celá země potýká, snižuje. Ještě v roce 2005 realizovala společnost v Maďarsku asi třetinu svých konsolidovaných tržeb, loni to bylo již jen 26 %. Vzhledem k momentálním růstovým možnostem maďarského trhu ve srovnání s ostatními trhy společnosti lze očekávat, že podíl Maďarska na tržbách společnosti bude klesat i nadále. Zvláště v roce 2007 se na tržbách společnosti projeví úsporná opatření zavedená vládou od ledna tohoto roku. Podle svých dokumentů odkazujících se na společnost IMS měl Gedeon Richter na domácím trhu v roce 2006 podíl 7,2 %, což z něj činí třetího největšího hráče. Konsolidované tržby společnosti jsou dále ovlivněny výsledky velkoobchodníka Medimpex se zhruba 7 % podílem na maďarském trhu (podle prezentace společnosti Medimpex, údaj za rok 2005).

Vzhledem k nepříznivým podmínkám na místním trhu, které se projeví i v roce 2007 očekáváme pro tento rok další pokles konsolidovaných tržeb v Maďarsku o 10,5 %. Na tržbách se projeví zastavení výroby některých léků, které společnost oznámila na počátku roku. Především první pololetí (a zvláště první čtvrtletí) bude obdobím, kde očekáváme největší propad tržeb. V roce 2008 by již mělo dojít k postupnému oživení a tržby začnou opět růst postupně k 5 % v dalších letech.

2.2. Země Společenství nezávislých států (CIS)

Z hlediska tržeb nejdůležitějším regionem jsou země bývalého Sovětského svazu a mezi nimi Rusko. Konsolidované tržby v tomto regionu se v loňském roce zvýšily o polovinu, proti asi třetinovému růstu v roce 2005. V regionu společnost Gedeon Richter realizuje tržby v amerických dolarech, na výsledcích v roce 2007 se tak projeví posilování forintu proti této měně. Zatímco v loňském roce byl průměrný kurz 210,51 forintů za dolar (zdroj Magyar Nemzeti Bank (MNB) – maďarská centrální banka), v letošním roce již forint posílil na hodnotu 179,95 forintů za dolar (dne 27. 4. 2007, zdroj Bloomberg). Tento, pro exportní firmy jako je Gedeon Richter, negativní jev se odpovídajícím způsobem projeví na tržbách společnosti (stejně jako se projevil v roce 2006 opačným způsobem, tedy oslabováním forintu proti dolaru, když průměrný kurz za rok 2005 byl podle MNB 199,66 forintů za dolar).

Velmi se daří prodejem v Rusku, i přes problémy systému DLO

Největším trhem v regionu je bezpochyby Rusko. V této zemi kromě mateřské společnosti Gedeon Richter působí také dceřiná firma Gedeon Richter-RUS. V Rusku byl v roce 2005 zaveden systém úhrady zdravotní péče pro sociálně postižené skupiny obyvatel, což dalo pozitivní impuls celému trhu s léky v této zemi. V roce 2006 se ovšem systém dostal do problémů s financováním, což vedlo na konci tohoto roku k vyřazení některých preparátů ze seznamu a k prodloužení plateb. Vzhledem k faktorům, které deficit způsobily je ovšem pravděpodobné, že bude do budoucna posílena pozice především společností prodávajících generické přípravky, jako je právě Gedeon Richter, ten by tak mohl z dalších změn opět profitovat. Pro rok 2007 ještě počítáme s pokračováním nepříznivého vlivu přečerpání rozpočtu v loňském roce. Nehledě na tento státní systém, soukromý trh s léky pokračuje v Rusku ve svém růstu (na této části trhu realizovala mateřská společnost Gedeon Richter v roce 2006 více než tři čtvrtiny ruských tržeb). V delším období bude společnost v Rusku těžit z rychlého ekonomického rozvoje, který se projeví ve zlepšení životní úrovně a tedy i poptávce po lécích. Ruské ministerstvo financí očekává, že do roku 2010 neklesne růst HDP Ruska pod 6 % ročně (v roce 2006 to bylo 6,7 %, o 0,3 p.b. více než o rok dříve).

Další zemí z regionu, kam společnost Gedeon Richter prodává svou produkci, je Ukrajina. Zde tržby pokračují v trvalém růstu i přes politickou nestabilitu, která se v zemi opakovaně objevuje. Také v ostatních zemích se tržby společnosti vyvíjejí příznivě. Příčiny jsou podobné jako v případě Ruska, jde o velké trhy s relativně nízkou základnou, které se budou v příštích letech přibližovat úrovni střední Evropy. Pro celý region CIS počítáme s postupným zpomalováním růstu k 10,5 % ročně.

2.3. Země EU

EU lze rozdělit na „starou EU15“ ...

Tržby ze zemí EU tvoří v zásadě dvě skupiny států. První skupinou jsou země „staré“ EU15, mezi nimiž mají největší podíl na tržbách Německo a Francie. V Německu rostly loni tržby společnosti jen mírně (vyjádřeno v eurech o 3,3 %, ve forintech o 10 % díky příznivému vývoji kurzu), ve Francii se ovšem zdvojnásobily a v dalších zemích „staré“ Evropy se navýšily dokonce o více než jeden a půl násobek. Pro další roky ovšem nepředpokládáme zopakování podobně skvělých výsledků a předpokládáme, že růst tržeb bude postupně zpomalovat, zvláště díky rostoucí konkurenci na poli generických léčiv a jí způsobené cenové erozi. Tržby z celé této skupiny zemí tak budou spíše kopírovat vývoj tržeb v Německu.

... a nové země, které se staly členy v roce 2004

Druhou skupinou zemí jsou státy střední Evropy, které do Evropské unie společně vstoupily v roce 2004, tedy Česká republika, Slovensko, Polsko a Pobaltí. Největší tržby z této skupiny realizuje Gedeon Richter v Polsku, které je na třetím místě mezi exportními trhy mateřské firmy. V Polsku jsou tržby dále ovlivněny výsledky dceřiné společnosti GZF Polfa. V zemích středoevropského regionu se objevují podobné problémy s financováním zdravotní péče jako v Maďarsku a jejich řešení se tak může negativně projevit na vývoji daného trhu. Aktuálně tento problém hrozí především v České republice, kde vláda zvažuje zavedení řady opatření, jejichž cílem je omezit spotřebu léků.

Pro celou skupinu zemí označenou jako EU očekáváme postupné zpomalování růstu k zhruba 5,5 % ročně. Rychleji by měly růst především v zemích střední a východní Evropy, kde společnost nachází prostor k prodejem ve své klíčové oblasti, jíž je péče o ženy. Západní Evropa je proti tomu trhem podstatně rozvinutějším a nasycenějším.

2.4. USA

Do USA prodává Gedeon Richter především API

Do Spojených států společnost Gedeon Richter exportuje především aktivní farmaceutické substance (API). Ty se v loňském roce podílely na prodeji v této zemi více než 90 %, především šlo o produkci v oblasti antikoncepce (zhruba 72 % loňského vývozu do USA). Pro mateřskou společnost jsou USA po Rusku druhým nejvýznamnějším exportním trhem. Společnost na tomto trhu těží ze spolupráce se společností Barr Laboratories Inc., největším hráčem na americkém trhu v oblasti antikoncepce (podle IMS). Také díky této spolupráce se vloni podařilo navýšit prodej do USA o téměř 32 % (vyjádřeno ve forintech), ovšem po 17 % propadu o rok dříve. Spolupráce s Barr Laboratories by se měla na tržbách společnosti pozitivně projevovat i nadále, postupně však počítáme s pokračujícím zpomalováním růstu tržeb ke zhruba 5,5 % ročně.

Mezi ostatní země patří noví členové EU a „zbytek světa“

V budoucnu čekáme pokles podílu Maďarska na tržbách a růst regionu CIS

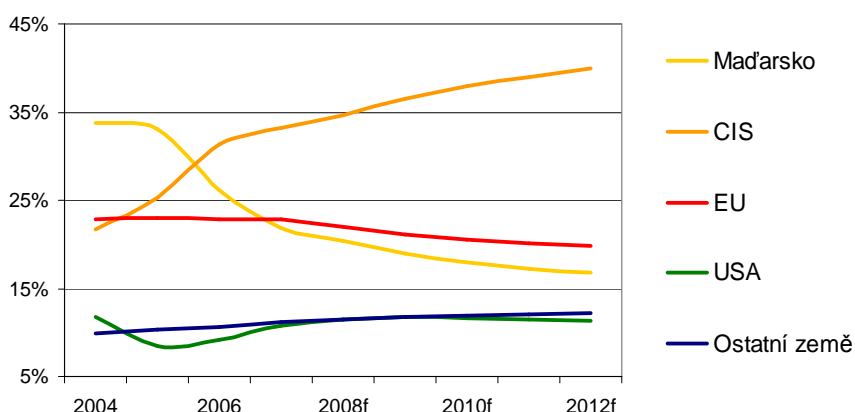
2.5. Ostatní země

Do této kategorie jsou zahrnuty ostatní státy, do kterých Gedeon Richter vyváží svou produkci, včetně např. Rumunska či Bulharska, jež vstoupily do EU až do počátku roku 2007, nebyly tedy do skupiny zemí EU dříve započítávány. V Rumunsku jsou konsolidované tržby společnosti ovlivněny místní dceřinou společností Gedeon Richter Romania. Dále sem patří i země jako je Japonsko, Vietnam apod. Především východoevropské země zařazené do této skupiny mají jisté potenciál pro růst tržeb, ovšem např. v Rumunsku, které se potýká s dlouhodobě deficitním rozpočtem zdravotnictví, může dojít k reformám zdravotnictví, které by se negativně projevíly na tržbách farmaceutických společností (opatření omezující rychle rostoucí spotřebu léků jsou ostatně již zvažována). Pro další roky počítáme s růstem tržeb v těchto zemích postupně se snižujícím k 8 %. Růst je rychlejší než např. v případě EU či USA, když se na této skupině zemí více podílejí státy s poměrně málo rozvinutou zdravotní péčí, a tedy s větším potenciálem k růstu. I zde se ovšem objevují rizika podobná těm ve střední Evropě.

2.6. Vývoj celkových tržeb

Vzhledem k očekávanému růstu jednotlivých trhů společnosti očekáváme především růst podílu regionu CIS, jež se podstatným způsobem navýšil už v předchozích třech letech, k poklesu, především v roce 2007, dojde naopak v případě problémového domácího trhu společnosti, podíly ostatních regionů zůstanou v zásadě stabilní.

Graf č. 8: Podíly jednotlivých zemí na konsolidovaných tržbách firmy v letech 2004 až 2012f (v %)



Zdroj: Gedeon Richter, Cyrrus

Celkově by tržby konsolidované společnosti Gedeon Richter podle našich očekávání měly v roce 2007 vzrůst o 7,25 % na 224,6 miliardy forintů, v dalších letech pak očekáváme další růst mezi 12,5 % v roce 2008 (kdy čekáme oživení v Maďarsku, tedy k návratu na růstový trend na tomto trhu, i vyřešení problémů z financováním systému DLO v Rusku, a tedy zrychlení růstu na tomto trhu) k postupně se zpomalujícím 7,67 %. V roce 2012 tak očekáváme konsolidované tržby ve výši 357,5 miliard forintů.

Tab. č. 1: Konsolidované tržby společnosti Gedeon Richter v letech 2007 až 2012 (v milionech HUF)

Region	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
Maďarsko	49 075	51 469	53 178	55 101	57 190	60 032
CIS	74 689	87 652	102 413	116 441	129 370	142 856
EU	51 422	55 533	59 353	63 159	66 989	70 755
USA	24 229	28 855	32 875	35 868	38 237	40 319
Ostatní země	25 161	29 056	32 869	36 630	40 229	43 519
Tržby celkem	224 576	252 565	280 688	307 200	332 015	357 481

Zdroj: Cyrrus

Hrubá marže v posledním roce rostla

V nejbližší době očekáváme posilování marketingu

Administrativu se společností daří udržovat v mezích

Výzkum a vývoj hraje důležitou roli ve strategii firmy

V roce 2007 hodlá společnost omezit investice, vlivem situace v Maďarsku

3. Provozní náklady

3.1. Přímé náklady na tržby

Vývoj přímých nákladů na tržby mírně zaostával za zvyšováním tržeb, což se pozitivně projevilo na zvýšení konsolidované hrubé marže v loňském roce na 57 % (v předchozím období byly také dokončeny modernizační projekty ve výrobě, které pozitivně ovlivňují efektivnost). Pro rok 2006 počítáme vlivem zhoršených podmínek na domácím trhu s mírným zhoršením této marže (na těchto nákladech se také projevují pořizovací ceny prodaného zboží, ovlivňující především výsledek obchodních společností, v Maďarsku tedy zvláště společnosti Medimpex), tedy s předstihem růstu přímých nákladů před tržbami, v dalších letech pak opět mírně zlepšování zpět k 57 % s tím, jak se bude zvyšovat podíl „méně problémových“ zahraničních trhů a odezní i negativa provedené reformy zdravotnictví v Maďarsku.

3.2. Marketingové náklady

Marketingové náklady v loňském roce představovaly 18,1 % konsolidovaných tržeb, proti 17,6 % o rok dříve. Vzhledem k nepříznivým podmínkám především na domácím trhu společnost očekáváme i v roce 2007 další tlak na zvyšování podílu tohoto druhu nákladů na 19,5 % tržeb, když se společnost bude dle našich předpokladů snažit aktivnější propagací svých výrobků a posílením své prodejní sítě v zahraničí vykompenzovat snížení prodeje v Maďarsku. V dalších letech pak již růst marketingových nákladů dle našich očekávání mírně zaostane za růstem tržeb a jejich podíl na tržbách se bude lehce snižovat k necelým 18 %.

3.3. Administrativní náklady

Správní náklady vykázaly v loňském roce nejnižší přírůstek mezi všemi hlavními skupinami nákladů, což hodnotíme pozitivně, když se společnosti dařilo i přes zhoršující se prostředí držet administrativní (neproduktivní) náklady na uzdě. Zaostaly také za růstem tržeb, což se projevilo v poklesu podílu správních nákladů na konsolidovaných tržbách ze 7,7 % na 7,1 %. Pro rok 2007 ovšem očekáváme díky nepříznivým podmínkám v Maďarsku opět růst podílu těchto nákladů na 8 % až 8,15 % v roce 2008, následně po zlepšení podnikatelského klimatu, očekáváme opět jejich pokles k 7,5 % tržeb, také díky očekávaným snahám na zefektivnění řízení společnosti vyvolaným současnou situací v Maďarsku.

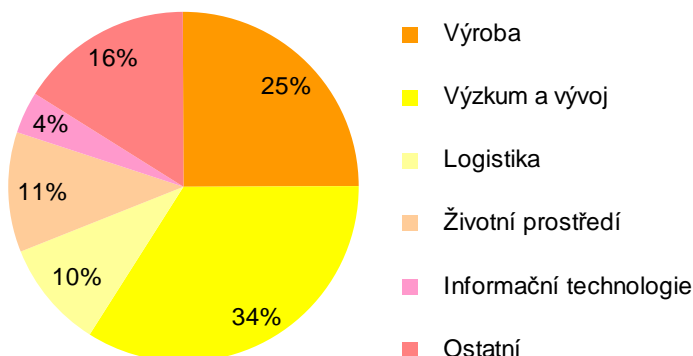
3.4. Náklady na výzkum a vývoj

Oddělení výzkumu a vývoje ve společnosti Gedeon Richter zaměstnává kolem 800 lidí, výzkum se ve společnosti zaměřuje na centrální nervovou soustavu. Vlastní výroba má na tržbách mateřské společnosti podíl kolem 17 %. Dlouhodobým cílem firmy je uvádět na trh kolem 5 až 7 nově vyvinutých produktů na své tradiční trhy. V posledních dvou letech společnost investovala do modernizace laboratoří a do nákup nových zařízení. Podíl nákladů na konsolidovaných tržbách byl v roce 2006 necelých 7 %. Pro další roky předpokládáme mírný růst podílu nákladů na výzkum a vývoj k 8 % ročně, mimo jiné díky prohloubení spolupráce v oblasti vývoje se zahraničními společnostmi a také snahou posílit prodeje nových produktů s větší marží, které pomohou vykompenzovat tlak maďarské vlády na výrobce generik.

4. Investiční výdaje

Vzhledem k nepříznivým podmínkám na domácím trhu společnost oznámila na počátku tohoto roku, že v roce 2007 omezí plánované investiční výdaje v Maďarsku až o 10 miliard forintů. Očekáváme tedy snížení investic v tomto roce, ovšem již v roce 2008 jejich návrat na předchozí postupně rostoucí úroveň. Z hlediska využití došlo v posledních 2 letech k určitým změnám ve složení investičních výdajů, v roce 2005 mateřská společnost největší část investic vložila do výroby (46 %), následoval výzkum a vývoj (19 %), o rok později se situace obrátila a více než třetina investic směřovala do výzkumu. Na poklesu podílu investic do výroby se projevilo dokončení investic do výrobního podniku v Dorogu v roce 2005 a započítání investice do výzkumného centra ve stejném roce, tento projekt byl téměř dokončen během roku 2006.

Graf č. 9: Rozdělení investic mateřské společnosti v roce 2006 (v %)

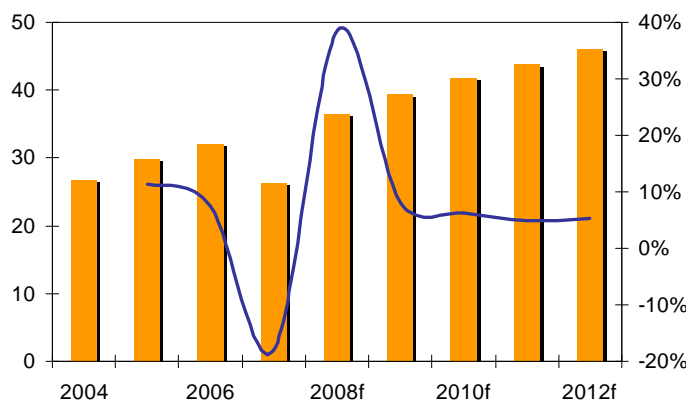


Zdroj: Gedeon Richter

Největší investice čekáme v oblasti výzkumu a vývoje

V dalších letech očekáváme podobnou strukturu investic, když tedy největší podíl budou hrát investice do výzkumu a vývoje, související se snahou společnosti novými generickými léky kompenzovat případné problémy na jednotlivých trzích. Očekávat se také dají pokračující tlaky na zkvalitňování a modernizaci výroby, stejně jako postupně se zpříšňující normy v oblasti životního prostředí.

Graf č. 10: Výše investičních výdajů (levá osa, v miliardách HUF) a jejich meziroční růst (pravá osa, v %) v letech 2004 až 2012f



Zdroj: Gedeon Richter, Cyrrus

Společnost prakticky nemá dlouhodobé dluhy, investice financuje z vlastních zisků

Pokud jde o zdroje financování investic, společnost prakticky nedisponuje dlouhodobými dluhy. Výše dlouhodobých úvěrů na konci roku 2006 ve výši 521 milionů forintů je pro společnost o velikosti Gedeon Richtera a vzhledem k jejím finančním potřebám zanedbatelná. I přes očekávaný propad zisku v roce 2007 očekáváme, že budoucí investice budou financovány z vlastních zdrojů (pokles letošního zisku se projeví právě v poklesu investic, ne ve změně struktury jejich financování).

5. Ziskovost

Zisky v minulosti rostly, pro rok 2007 čekáme pokles, ovšem již v dalším roce návrat k růstovému trendu

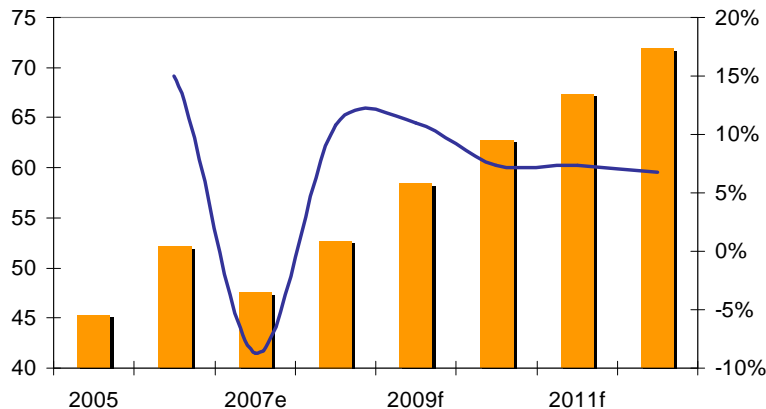
Společnost Gedeon Richter je dlouhodobě ziskovou firmou, která v loňském roce dosáhla zisku ve výši 52,1 miliard forintů, což bylo o 15 % více než o rok dříve. Vzhledem k nepříznivým podmínkám na domácím trhu očekáváme pro rok 2007 pokles zisku společnosti o 8,7 % na 47,6 miliardy forintů. V roce 2008 by se již měla projevit určitá „normalizace“ poměrů v Maďarsku a převážení vlivu méně problémových zahraničních trhů a zisk opět začne růst, v tomto roce jej očekáváme ve výši 52,7 miliardy forintů, tedy mírně nad úroveň zisku za rok 2006. V dalších letech pak pokračování růstu až k 72 miliardám forintů v roce 2012.

Stejně jako zisk se bude vyvíjet
vyplácená dividenda

Ve střední Evropě náklady na
zdravotnictví rychle rostou a rozpočty
si vyžadují úsporná opatření ...

... nejkřiklavějším případem je
Maďarsko

Graf č. 11: Výše konsolidovaného zisku v letech 2005 – 2012f (levá osa, v miliardách HUF) a jeho meziroční změna (pravá osa, v %)



Zdroj: Gedeon Richter, Cyrrus

Vyjádřeno v přepočtu na jednu akcii společnosti, očekáváme v roce 2007 pokles zisku na 2 552 forintů z loňských 2 797 forintů. Od roku 2008 pak postupný růst až na 3 861 forintů v roce 2012.

Dividendu předpokládáme v příštích letech ve výši 25 % čistého zisku, podobně jako v posledních letech, v roce 2007 tedy stejně jako u zisku dojde k jejímu poklesu, na 638 forintů, v roce 2008 pak mírně překoná dividendu schválenou k výplatě ze zisku za rok 2006.

Tab. č. 2: Zisk a dividenda na akcii v letech 2005 – 2012f (v HUF)

	2005	2006	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
EPS	2 436	2 797	2 552	2 827	3 136	3 367	3 615	3 861
DPS	600	690	638	707	784	842	904	965

Zdroj: Gedeon Richter, Cyrrus

6. Rizika

6.1. Politické riziko

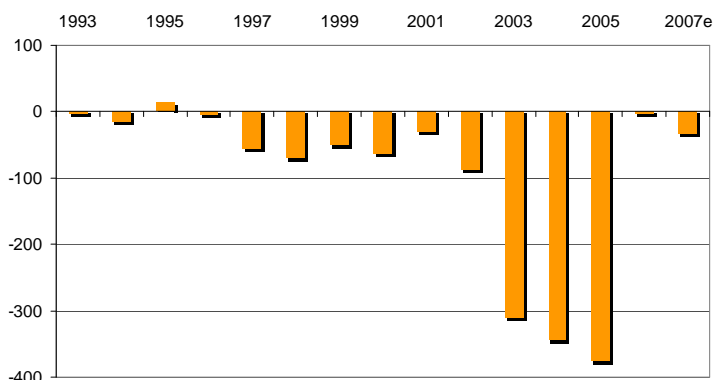
Středoevropské země v oblasti zdravotnictví procházejí podobným vývojem. Demografické vlivy (stárnutí populace) a ekonomický rozvoj se promítají do rychlého růstu požadavků na rozsah a kvalitu zdravotní péče a vyvolávají tlak na zvyšování nákladů na zdravotnictví, které svým růstem nezřídka převyšují růst příjmů zdravotnických rozpočtů. Rozpočty se tak dostávají do chronických deficitů, jež nutí vlády hledat řešení různými formami úsporných opatření. Tyto „úsporné balíčky“ představují riziko pro farmaceutické společnosti, neboť se zpravidla bezprostředně dotýkají jejich tržeb.

Maďarsko

Z hlediska společnosti Gedeon Richter je takovou rizikovou zemí především její domovské Maďarsko. Zde se rozpočet zdravotnictví dlouhodobě potýkal s deficitem, které prudce vzrostly v letech 2003 až 2005. Tento růst deficitu si vyžádal přijetí opatření, které zasáhly farmaceutické společnosti, především domácí výrobce Gedeon Richter a Egis.

Tempo růstu výdajů na léky převyšovalo růst celého rozpočtu zdravotnictví

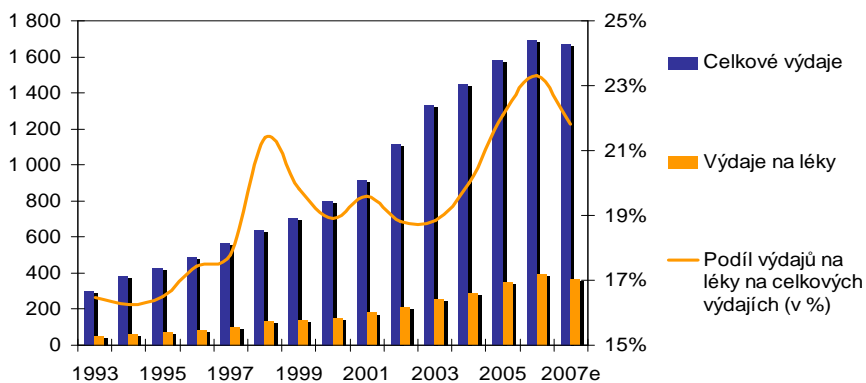
Graf č. 12: Saldo rozpočtu zdravotnictví Maďarska v letech 1993 až 2007e (v miliardách HUF)



Zdroj: ESKI (maďarský Národní institut strategického zdravotního výzkumu)

Farmaceutické společnosti zajímá především ta část rozpočtu zdravotnictví, která je vydávána na léky. Přestože jde o menší část výdajů, i zde jde zvláště od roku 2003 pozorovat pro maďarské veřejné rozpočty negativní jev rychlého růstu výdajů. Celkové výdaje zdravotního rozpočtu pokračovaly v setrvalém růstu a výdaje na léky je ještě předháněly, což se projevilo v navýšení podílu peněz vyplacených přímo na léky z cca 19 % v roce 2003 k 23 % v loňském roce.

Graf č. 13: Výdaje rozpočtu zdravotnictví a výdaje na léky (levá osa, v miliardách HUF) a podíl výdajů na léky na rozpočtu zdravotnictví (pravá osa, v %) v letech 1993 až 2007e



Zdroj: ESKI

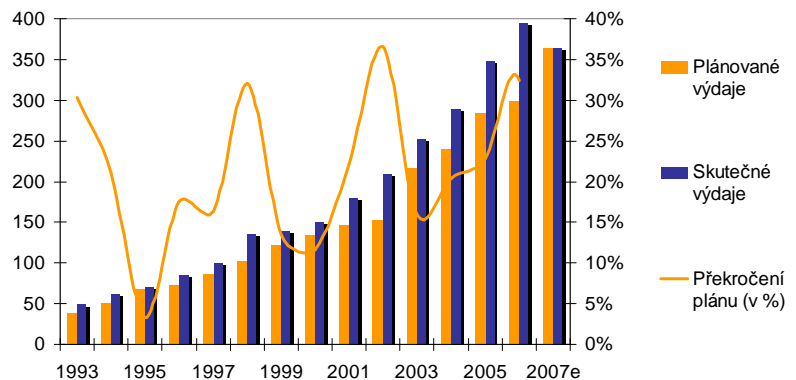
Rozpočet výdajů na léky přitom také vykazoval neustálý deficit, plánované výdaje byly opakovaně překračovány až o jednu třetinu. Cílem reformy zdravotnictví bylo mimo jiné tomuto překračování plánovaných výdajů zabránit či jej alespoň omezit.

Snaha o řešení deficitů přinesla řadu nepřijemných opatření, pro výrobce i spotřebitele

Snaha vyřešit problém financování zdravotní péče, jako základ reformy veřejných rozpočtů v Maďarsku vedla v roce 2006 k zavedení opatření, jež se negativně promítla do hospodaření společnosti Gedeon Richter (byly např. sníženy ceny některých léků ve druhém pololetí roku 2006). Konsolidované tržby firmy v Maďarsku klesly o 4 %, nekonsolidované dokonce o 11,3 %. Další vlna společností kritizovaných opatření byla přijata v lednu 2007. Společnosti musí zaplatit 12 % ze státního příspěvku u léků na recept, čímž částečně zaplatí možný přebytek rozpočtu. Dále jsou povinny odvést roční poplatek 5 milionů forintů za každého obchodního zástupce v Maďarsku. V případě překročení rozpočtu se budou také určitým způsobem podílet na financování deficitu. Ministerstvo zdravotnictví také schválilo snížení státních příspěvků u léků na recept na 85 % z 90 %, na 55 % ze 70 % a na 25 % z 50 % v jednotlivých skupinách. U plně hrazených léků byl zaveden poplatek 300 forintů.

Výrobců generik se také dotkla pravidla určující maximální ceny jejich výrobků ve vztahu k originálním lékům. První generická verze léku musí být alespoň o 30 % levnější než originální produkt, druhá o dalších 10 % levnější, třetí opět o 10 % levnější a ostatní dále pod posledním limitem. Kromě dalších změn byly také zavedeny poplatky za návštěvu u lékaře (600 forintů, od 15. 2. 2007), které se okamžitě projeví až 60 % poklesem ambulantně ošetřených pacientů. Všechna tato opatření budou mít další negativní dopad na domácí tržby společnosti v roce 2007.

Graf č. 14: Plánované a skutečné výdaje na léky v Maďarsku v letech 1993 až 2007e (levá osa, v miliardách HUF) a překročení plánu (pravá osa, v %)



Zdroj: ESKI

Rusko

Politická rozhodnutí hrají roli také v Rusku. Na počátku roku 2005 byl v Rusku zaveden systém DLO, z něhož je hrazena péče sociálně postiženým skupinám obyvatel. Zavedení tohoto systému dalo silný impuls celému místnímu trhu a také prodejm farmaceutických společností, v jejichž zájmu bylo mít co nejvíce svých léků zahrnutých do tohoto systému. Ovšem i zde došlo již v roce 2006 k překročení rozpočtu, což vedlo k vyřazení řady léků ze seznamu, včetně některých produktů společnosti Gedeon Richter. Na konci února sice prezident Putin kritizoval zahraniční výrobce léků, že vydělávají na systému DLO „příliš“, tato kritika ovšem byla namířena spíše proti výrobcům originálních produktů, nikoli proti společnostem jako je Gedeon Richter. Příčinou problémů, do kterých se systém dostal, byla možnost pacientů zvolit si mezi hotovostí nebo lékem zdarma. Ti pacienti, kteří si vybrali léky, pochopitelně vyžadovali ten nejdražší preparát v dané skupině. To způsobilo propad podílu výrobců jako je Gedeon Richter na tomto systému a naopak rychlý růst podílů výrobců originálních léčiv. Největší podíl na systému tak měla společnost Johnson & Johnson (12 % ve třetím čtvrtletí roku 2006), na druhém místě byl Novartis s 8,4 % a třetí Roche Holding s 8,3 %. Podíl společnosti Gedeon Richter se naopak o polovinu snížil na zhruba 2 %. Případná opatření ruské vlády, která by zohledňovala ceny léčiv a tedy jejich dopad na veřejný rozpočet, by mohla společnosti Gedeon Richter opětovně pomoci.

Ostatní země

O zavedení poplatků za lékařskou péči se uvažuje také v Rumunsku. Naopak zrušeny byly na Slovensku, kde byla reforma zdravotnictví provedena za vlády premiéra Dzurindy, nová garnitura předchozí rozhodnutí zrušila, na Slovensku tak z tohoto pohledu panuje momentálně příznivější klima. V případě České republiky zavedení poplatků navrhuje stávající vláda. Návrh ministra zdravotnictví Julínka počítá s poplatkem 30 korun za návštěvu u lékaře a položku receptu, s dalšími 60 korunami za den v nemocnici a s 90 korunami za návštěvu pohotovosti v případě, kdy nehrozí prodlení. Cílem této reformy je podstatně omezit počet návštěv u lékaře, který je v ČR dvakrát vyšší než je průměr EU, a také spotřebu léků, což by mělo dopad na farmaceutické společnosti. Vzhledem k rozložení sil na české politické scéně je ovšem pravděpodobnost úspěšného prosazení podobných reforem poněkud nejasná.

V Rusku se veřejný systém dostal do problémů již v druhém roce své existence, změna podmínek by ovšem společnosti mohla prospět

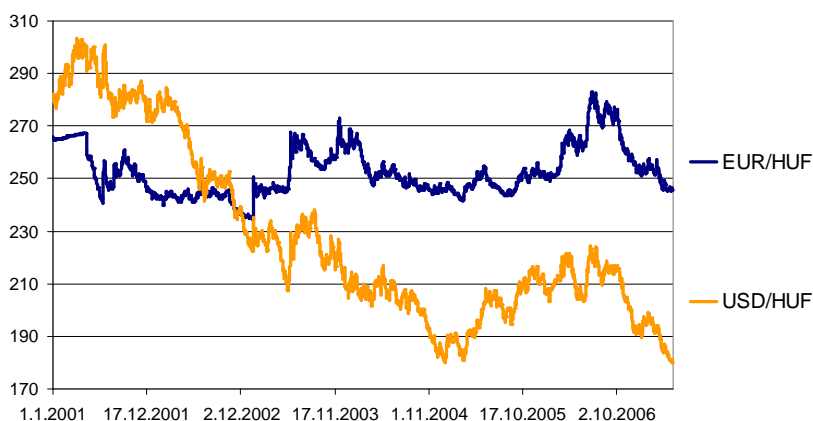
I další země hodlají řešit své zdravotnické rozpočty, aktuálně třeba ČR či Rumunsko

Společnost aktuálně čelí rychlému posilování domácí měny

6.2. Kurzové riziko

Společnost Gedeon Richter realizuje většinu tržeb v zahraničí, a tedy v cizích měnách (zhruba 80 % tržeb mateřské firmy). Rozhodující podíl tržeb je uskutečňován v amerických dolarech (v roce 2006 více než polovina tržeb mateřské společnosti), další podstatná část v eurech. Vzhledem k tomu, že podle svých prohlášení společnost většinu svých nákladů platí v maďarském forintu, v eurech jen menší část a v dolarech naprosté minimum, jsou výsledky společnosti ovlivněny změnou kurzu forintu k těmto dvěma měnám, především k americkému dolaru. Posilování forintu se projevuje ve snižování zahraničních tržeb vyjádřených ve forintech, k úspoře nákladů naopak nedochází. Posilování forintu vůči oběma měnám můžeme na grafu č. 15 jednoznačně vidět zvláště v posledních měsících, když na konci dubna 2007 se forint dostal na hodnotu 179,95 forintů za dolar (dne 27. 4. 2007).

Graf č. 15: Vývoj kurzu maďarského forintu k euru a americkému dolaru od počátku roku 2001



Zdroj: Bloomberg

Rizikem mohou být i patentové spory

6.3. Další rizika

Rizikem pro společnost vyrábějící generické léky mohou být i případné spory o patentovou ochranu s výrobci léků originálních. O tom se Gedeon Richter přesvědčil v nedávné době (v únoru 2007), když se soudil se společností Merck & Co. (USA), který jej zažaloval za porušení patentové ochrany svého léku Fosamax. Naštěstí pro maďarskou firmu dopadl spor ve prospěch Gedeonu. Ten předtím musel svůj lék Sedron stáhnout na osm měsíců z trhu, což jej údajně připravilo až o 3 miliardy forintů (soud nařídil Mercku určitou sumu Gedeonu zaplatit). Spory mezi výrobcí léků originálních a generických jsou poměrně běžné, v případě prohrané kauzy může společnost jako je Gedeon Richter přijít o část tržeb.

7. Srovnávací analýza

7.1. Vybrané společnosti

Pro srovnání byl vybrán Egis, Krka a Zentiva

Pro srovnání se společností Gedeon Richter byly vybrány firmy Egis, Krka, Pliva a Zentiva. Všechny tyto firmy působí v regionu střední a východní Evropy. Egis je domácím konkurentem Gedeonu, který se stejně jako Gedeon zaměřuje na výrobu generických léčiv. Větší roli ovšem hrají léky vyráběné v licenci, které se na tržbách podílejí cca 30 %, a to zvláště díky většinovému vlastníku Egisu, francouzské farmaceutické společnosti Servier (vlastníci necelých 51 % Egisu). Existence majoritního akcionáře je také jedním z rozdílů mezi těmito společnostmi. Z hlediska terapeutické skupiny se Egis zaměřuje především na léčbu kardiovaskulárních onemocnění, centrální nervový systém a dýchací ústrojí. Nejdůležitějším trhem Egisu je domácí Maďarsko (přes 45 % tržeb), následované Ruskem s asi pětinným podílem na tržbách.

Gedeon Richter je relativně velkou společností, s nízkými dluhy

Podle ROA a ROE mírně zaostává za Krkou a Zentivou ...

Krka je výrobcem působícím ve Slovinsku. Stejně jako ostatní zvolené firmy se zaměřuje na výrobu generik. Na domácím Slovinském trhu realizuje asi 16 % tržeb, největšími trhy jsou východní Evropa s 27 % tržeb a střední Evropa s 26 %. Zhruba stejně jako doma prodává Krka v jihovýchodní Evropě, zbylých 15 % jsou tržby z jiných trhů. Z terapeutických skupin jsou nejdůležitější kardiovaskulární onemocnění, zažívací trakt a metabolismus. Společnost nemá většinového akcionáře, podobně jako Gedeon Richter. Největším akcionářem na konci roku 2006 byla Slovenska Odškodninska Družba s 15 % podílem. Podíl 10 největších akcionářů byl necelých 36 %.

Společnost Zentiva je největším českým výrobcem léků, vyrábí generické produkty určené k léčbě širokého spektra onemocnění (kardiovaskulárních, centrálního nervového systému, zažívacího traktu apod.). Největším akcionářem je farmaceutická společnost Sanofi-Aventis s 24,9 %, další větší podíl drží Česká pojišťovna a s ní spřízněné osoby (12,3 %). Vzhledem k výrobním podnikům v několika zemích jsou domácími trhy firmy ČR, SR, Rumunsko a nově i Turecko. Výrobky prodává do řady dalších zemí střední a východní Evropy.

7.2. Základní údaje

Gedeon Richter je mezi zvolenými společnostmi firmou s relativně velkou tržní kapitalizací, v níž jej aktuálně překonává jen slovinská Krka. Zaostává za ním jak česká Zentiva, tak především jeho domácí konkurent Egis, který je mezi středoevropskými farmaceutickými výrobci nejmenší společností. Tržní kapitalizace společností je v dalším srovnání firem použita k výpočtům vážených průměrů sledovaných ukazatelů, např. pro porovnání zadluženosti společností. Obě maďarské farmacie vykazují velmi nízkou zadluženost, když nedisponují prakticky žádnými významnějšími dlouhodobými dluhy. Zbývá dvojice společností je zadlužena podstatně více, v případě Zentivy je toto dáno např. financováním zahraničních akvizic.

Tab. č. 3: Tržní kapitalizace a ukazatel zadluženosti

Společnost	Mcap (mil. EUR)	Pořadí	Dluh/vlastní kapitál	Pořadí
Egis	679	4	0,15	2
Gedeon Richter	2 819	2	0,11	1
Krka	3 127	1	0,54	4
Zentiva	2 015	3	0,51	3
Vážený průměr			0,36	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

Z hlediska ziskovosti jsou obě maďarské společnosti pod průměrem sledované skupiny, a to jak při porovnání ukazatele rentability aktiv, tak i v případě rentability vlastního kapitálu. Společnosti Egis i Gedeon Richter čelí stejným obtížím na domácím trhu, což se projevuje více na menší z firem, jejíž expozice Maďarskému trhu je větší a větší je také negativní dopad na ziskovost. Nicméně rozdíly ve srovnání s dalšími dvěma společnostmi, zvláště v případě společnosti Gedeon Richter nejsou nijak zásadní. Všem sledovaným společnostem se také zapojením cizích zdrojů daří zvyšovat rentabilitu vlastního kapitálu, i když v případě Zentivy jen mírně.

Tab. č. 4: Ukazatele rentability aktiv a vlastního kapitálu (v %)

Společnost	ROA	Pořadí	ROE	Pořadí
Egis	13,72	4	16,63	4
Gedeon Richter	15,42	3	18,03	3
Krka	17,13	2	19,51	1
Zentiva	18,08	1	18,21	2
Vážený průměr	16,52		18,50	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

... ovšem dle NI marže je jeho ziskovost velmi dobrá

Na druhou stranu porovnáme-li společnosti podle NI marže (NI – čistý zisk), vychází společnost Gedeon Richter mezi všemi firmami nejlépe. Výrazně nadprůměrné hodnoty dosahuje především v roce 2006, v němž jsou výsledky ostatních tří společností srovnatelné. Pro další dva roky očekáváme u Gedeon mírné zhoršení tohoto ukazatele, ten si ale i tak udrží své první postavení.

Tab. č. 5: NI marže (v %)

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	15,24	4	10,03	4	10,58	4
Gedeon Richter	24,88	1	21,18	1	20,86	1
Krka	16,66	2	18,05	2	18,16	2
Zentiva	15,73	3	15,03	3	15,18	3
Vážený průměr	19,01		17,74		17,75	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.3. Srovnání dle ukazatele P/E

Podle P/E se společnost jeví jako poměrně levná ...

Při srovnání ukazatele P/E, tedy poměru aktuální tržní ceny akcie společnosti a jejího zisku se ukazuje společnost Gedeon Richter jako levnější především ve srovnání s firmami Krka a Zentiva, které jsou oceněny podstatně výše především při zohlednění zisku za rok 2006. Zde se Krka a Zentiva obchodují na zhruba 26 násobku zisku, Gedeon Richter na hodnotě asi poloviční. Ještě níže je oceněn Egis. Ceny akcií obou maďarských společností v posledních měsících zaznamenaly podobně sestupný trend, což se projevilo na jejich ocenění. Ve srovnání s Krkou a Zentivou tak mají maďarské firmy potenciál pro růst, což u Gedeonu podporuje ukazatel NI marže, v němž jak Krku, tak i Zentivu převyšuje.

Tab. č. 6: Ukazatel P/E

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	9,97	1	13,89	1	11,51	1
Gedeon Richter	13,41	2	14,69	2	13,27	2
Krka	26,83	4	22,78	4	19,62	4
Zentiva	25,79	3	20,91	3	16,70	3
Vážený průměr	20,88		19,01		16,23	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.4. Srovnání dle ukazatele P/BV

... což potvrzuje také ukazatel P/BV ...

Podobných výsledků jako v případě P/E se dobereme také při srovnání P/BV, tedy porovnáním míry tržního zhodnocení vlastního kapitálu firmy. I zde jsou maďarské firmy výrazně levnější než Krka a Zentiva. Gedeon Richter v tomto srovnání vychází jako druhá nejlevnější společnost, když se obchoduje mírně nad dvojnásobkem hodnoty vlastního kapitálu na akcii. Nejdražší je zde Krka, což je společnost, která má také nejvyšší ukazatel ROE, rozdíl jeho hodnoty ovšem ve srovnání se společností Gedeon Richter není nijak zásadní (Krka 19,51 %, Gedeon Richter 18,03 %). I zde se tak ukazuje potenciál pro růst akcií společnosti.

Tab. č. 7: Ukazatel P/BV

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	1,66	1	1,46	1	1,30	1
Gedeon Richter	2,42	2	2,12	2	1,89	2
Krka	5,48	4	4,47	4	3,77	4
Zentiva	4,70	3	4,36	3	3,59	3
Vážený průměr	3,85		3,33		2,83	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

... a nakonec i P/S

7.5. Srovnání dle ukazatele P/S

I porovnání dalšího ukazatele P/S, který zohledňuje tržby společností, dává obdobné výsledky jako P/E či P/BV. Opět jsou levnější maďarští výrobci, byť odstup společnosti Gedeon Richter od Krky a zvláště Zentivy zde není tak velký jako u předchozích dvou ukazatelů. Nejvýrazněji zaostává Egis, společnost, která vykazuje nejslabší NI marži. Stejně jako u předchozích dvou porovnávaných ukazatelů, i podle P/S má Gedeon Richter určité růstové možnosti, srovnáme-li jej se Zentivou a Krkou.

Tab. č. 8: Ukazatel P/S

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	1,52	1	1,39	1	1,22	1
Gedeon Richter	3,34	2	3,11	2	2,77	3
Krka	4,68	4	4,11	4	3,56	4
Zentiva	4,06	3	3,14	3	2,54	2
Vážený průměr	3,85		3,35		2,88	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.6. Srovnání dle EV/EBITDA

Ukazatel EV/EBITDA zohledňuje tržní hodnotu společnosti a také její úročené dluhy. Jak je zřejmé již z porovnání zadluženosti ukazatelem dluh/vlastní kapitál, maďarské firmy jsou zadluženy podstatně méně než jejich konkurenti z ČR a Slovinska, což EV/EBITDA snižuje a i zde je výsledek podobný jako v předchozích případech.

Tab. č. 9: Ukazatel EV/EBITDA

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	7,20	1	7,77	1	6,91	1
Gedeon Richter	9,40	2	9,68	2	8,32	2
Krka	16,12	3	13,70	4	11,96	4
Zentiva	17,15	4	13,39	3	10,79	3
Vážený průměr	13,47		11,85		10,10	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.7. Dividendové výnosy společností

Jak bylo napsáno již v profilu společnosti, Gedeon Richter vyplácí na dividendách zhruba jednu čtvrtinu svého zisku. To při posledním závěrečném kurzu dělá dividendový výnos 1,84 % v případě dividendy za rok 2006, což je nejvyšší hodnota ze všech sledovaných společností. V následujícím roce očekáváme pokles dividendy, vlivem snížení zisku, v roce 2008 následně obrát k lepšímu, když zisk i dividendy lehce překonají hodnotu za rok 2006. Domácí konkurent Gedeonu společnost Egis naproti tomu dlouhodobě vyplácí dividendu ve výši 120 forintů na akcii, zde tedy čekáme stále stejný dividendový výnos, mírně nad 0,5 %, což je nejslabší hodnota mezi sledovanými společnostmi. Plynulé navyšování dividendy očekáváme v případě Krky i Zentivy. Zentiva hodlá na dividendách vyplácet kolem 15 až 20 % zisku, za rok 2006 je navržena dividendy 11,5 korun. Krka každoročně zvyšuje dividendu o 150 až 200 SIT na akcii, ze zisku za rok 2005 vyplatila dividendu ve výši 1 650 SIT (6,89 EUR).

Tab. č. 10: Dividendový výnos (v %)

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	0,56	4	0,56	4	0,56	4
Gedeon Richter	1,84	1	1,70	1	1,88	1
Krka	1,01	2	1,20	2	1,44	2
Zentiva	0,77	3	0,96	3	1,20	3
Vážený průměr	1,19		1,26		1,46	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

Nízká zadluženost maďarských společností snižuje EV

Gedeon Richter je nejatraktivnější, pokud jde o dividendy

Při srovnání s konkurencí se Gedeon Richter jeví jako podhodnocený

Celkově se společnost Gedeon Richter jeví ve srovnání s dalšími středoevropskými výrobci jako podhodnocená. Prakticky podle všech vybraných ukazatelů je levnější, přestože podle ROA a především ROE není výrazně horší než Krka či Zentiva a podle NI marže je dokonce převyšuje. Na rozdíl od těchto dvou společností také disponuje podstatně nižší zadlužeností. Ve srovnání s domácím konkurentem Egisem se Gedeon Richter jeví jako lepší volba. Jde také o podstatně větší, a tedy stabilnější společnost, jejíž vystavení rizikovému domácímu trhu navíc není tak velké jako v případě Egisu. Srovnáním se zvolenými třemi společnostmi tak Gedeon Richter považujeme za firmu se solidním růstovým potenciálem, s přihlédnutím k přetrvávajícím rizikům.

Podle modelu DCF je vnitřní hodnota akcie 42 437 forintů

8. Model diskontovaných cash flow

Vnitřní hodnotu akcie společnosti, počítanou pomocí modelu diskontovaných peněžních toků, odhadujeme na 42 437 forintů. Což je o 13,2 % nad posledním závěrečným kurzem 37 500 forintů (ze dne 27. 4. 2007). Výhled společnosti především pro rok 2007 je silně poznamenán hospodářskými reformami v Maďarsku, jejichž důsledky silně dopadají na hospodaření farmaceutických společností. Nejsilnější dopad těchto vlivů na výsledky společnosti Gedeon Richter předpokládáme zvláště v první polovině roku 2007, tedy po zavedení řady nových opatření v lednu a únoru tohoto roku. Postupně předpokládáme přizpůsobení se novým poměrům a posilování pozitivních vlivů zahraničních trhů. V jejich případě se v roce 2007 negativně projeví posílení kurzu maďarského forintu především proti dolaru, v němž mateřská společnost realizuje zhruba polovinu svých tržeb. Do dalších let očekáváme stabilizaci kurzu.

Tab. č. 11: Předpoklady modelu DCF

Beta	0,98
Bezriziková sazba	5,78 %
Riziková prémie	5,70 %
Růst reálného HDP	3,22 %
Růst inflace	3,26 %
Diskontní faktor	11,37 %

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, OECD

Bezriziková sazba použitá v modelu odpovídá váženému průměru úroků státních dluhopisů nejdůležitějších zemí, kam společnost vyváží svou produkci. Tato sazba je použita, spolu s rizikovou premií pro maďarský trh a faktorem beta, pro výpočet diskontního faktoru. Růst reálného HDP a inflace je odhadnut jako vážený průměr pro trhy, na nichž prodává společnost Gedeon Richter svou produkci. Na mírně vyšší hodnotě HDP se projevují rychle rostoucí ekonomiky střední a východní Evropy jako je Rusko, Slovensko, Polsko či Rumunsko. Rychlý růst je v některých z těchto zemí (Rusko) také spojen s vyšší inflací, která je momentálně také problémem místního maďarského trhu, ovšem postupně očekáváme její pokles.

Tab. č. 12: Model diskontovaných cash flow (v HUF na akcii)

	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
Čistý zisk	2 552	2 827	3 136	3 367	3 615	3 861
Odpisy	1 082	1 325	1 610	1 915	2 163	2 475
Změna prac. kapit.	-348	-881	-914	-858	-864	-931
Investiční výdaje	-1 409	-1 952	-2 110	-2 243	-2 353	-2 476
Splátky dluhu	-28	0	0	0	0	0
Nový dluh	0	0	0	0	0	0

FCFE	1 849	1 319	1 723	2 182	2 561	65 093
Diskontované FCFE	1 719	1 101	1 291	1 468	1 547	35 310

Pokračující hodnota	62 165
NPV	42 437

Zdroj: Cyrrus

Na vnitřní hodnotu mají největší vliv budoucí zisky společnosti, nečekáme naopak vliv zadlužování firmy

Vnitřní hodnotu akcie nejvýraznějším způsobem ovlivňuje ziskovost společnosti. Pro rok 2007 předpokládáme poklesu zisku na akcii, tak jak bylo popsáno v kapitole o ziskovosti, tedy na 2 552 forintů. V dalších letech pak postupný růst až na 3 861 forintů na akcii v roce 2012. Pozitivní vliv na vnitřní hodnotu také budou mít postupně nabíhající odpisy. Minimální vliv naopak předpokládáme u dluhového financování. Na konci roku 2006 měla společnost dlouhodobý úvěr v nepříliš významné výši 521 milionů forintů, jehož splacení očekáváme během roku 2007. Poté i přes snížení zisku v roce 2007 nečekáme dluhové financování investic společnosti, která pro letošní rok oznámila díky očekávaným problémům omezení investičních výdajů až o 10 miliard forintů. I v tomto roce by tak Gedeon Richter měl být schopen své investiční potřeby pokrýt z vlastních zdrojů, investiční výdaje mezi lety 2007 až 2012 tak podle našich odhadů vzrostou o zhruba 1 000 forintů na akcii, přičemž největší růst by měl být zaznamenán mezi lety 2007 (kdy budou investice omezeny) a 2008 z 1 409 forintů na 1 952 forintů.

9. Doporučení

Dvanáctiměsíční cílovou cenu akcie společnosti Gedeon Richter stanovujeme na 42 437 forintů a doporučujeme titul koupit

Investiční doporučení k tomuto titulu je koupit, s dvanáctiměsíční cílovou cenou 42 437 forintů. Toto doporučení podporuje také srovnání se středoevropskými konkurenty společnosti Gedeon Richter. Ovšem především v krátkém období nelze vyloučit ani pohyby směrem dolů, především kvůli očekávaným špatným výsledkům za první čtvrtletí roku 2007, v němž by se měly nejvíce projevit reformy zdravotnictví v Maďarsku a jejich negativní dopady na farmaceutické společnosti. Změnu vnímání farmaceutických společností v Maďarsku, zvláště společnosti Gedeon Richter tak očekáváme spíše v druhé polovině roku, kdy by již mělo dojít k ustálení trhu po provedených reformách a přizpůsobení se jak spotřebitelů tak výrobců a obchodníků novým podmínkám. Postupně by také měly převážit pozitivní vlivy zahraničních trhů, jejichž podíl na celkových tržbách postupně poroste. V zemích střední a východní Evropy je stále velký potenciál v oboru, na nějž se společnost Gedeon Richter soustřeďuje, tedy v oblasti zdravotní péče o ženy.

VÝHLED ZKRÁCENÝCH KONSOLIDOVANÝCH FINANČNÍCH VÝKAZŮ DLE IFRS

Rozvaha

v milionech HUF	2007e		2008f		2009f	
Investiční majetek	167 930	46,39 %	181 621	44,69 %	192 889	42,37 %
<i>Pozemky, budovy a zařízení</i>	141 631	39,12 %	152 989	37,64 %	162 361	35,66 %
<i>Dl. nehmotná aktiva</i>	4 680	1,29 %	5 011	1,23 %	4 945	1,09 %
<i>Ostatní</i>	21 619	5,97 %	23 620	5,81 %	25 583	5,62 %
Oběžný majetek	194 086	53,61 %	224 787	55,31 %	262 379	57,63 %
<i>Zásoby</i>	55 946	15,45 %	62 978	15,50 %	70 027	15,38 %
<i>Pohl. z obchodního styku</i>	45 670	12,62 %	52 481	12,91 %	59 537	13,08 %
<i>Peníze a jejich ekvivalenty</i>	72 822	20,12 %	85 508	21,04 %	104 451	22,94 %
<i>Ostatní</i>	19 649	5,43 %	23 821	5,86 %	28 364	6,23 %
Aktiva	362 017	100,00 %	406 408	100,00 %	455 268	100,00 %
Vlastní kapitál	329 455	91,01 %	370 251	91,10 %	415 535	91,27 %
<i>Základní kapitál</i>	18 638	5,15 %	18 638	4,59 %	18 638	4,09 %
<i>Emisní ážio</i>	15 209	4,20 %	15 209	3,74 %	15 209	3,34 %
<i>Nerozdělený zisk</i>	288 580	79,71 %	329 376	81,05 %	374 660	82,29 %
<i>Ostatní</i>	7 028	1,94 %	7 028	1,73 %	7 028	1,54 %
Dlouhodobé cizí zdroje	1 613	0,45 %	1 613	0,40 %	1 613	0,35 %
<i>Úvěry a půjčky</i>	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
<i>Ostatní</i>	1 613	0,45 %	1 613	0,40 %	1 613	0,35 %
Krátkodobé cizí zdroje	30 949	8,55 %	34 544	8,50 %	38 119	8,37 %
<i>Úvěry a půjčky</i>	377	0,10 %	377	0,09 %	377	0,08 %
<i>Záv. z obchodního styku</i>	18 268	5,05 %	20 481	5,04 %	22 681	4,98 %
<i>Ostatní</i>	12 304	3,40 %	13 686	3,37 %	15 061	3,31 %
Pasiva	362 017	100,00 %	406 408	100,00 %	455 268	100,00 %

Zdroj: Cyrrus

Výsledovka

v milionech HUF	2007e		2008f		2009f	
Tržby	224 576	100,00%	252 565	100,00%	280 688	100,00%
<i>Náklady prodaných výrobků</i>	99 670	44,38%	110 895	43,91%	120 940	43,09%
Hrubý zisk	124 906	55,62%	141 669	56,09%	159 748	56,91%
<i>Prodejní náklady</i>	42 634	18,98%	48 056	19,03%	51 657	18,40%
<i>Administrativní náklad</i>	17 938	7,99%	20 433	8,09%	22 034	7,85%
<i>Výzkum a vývoj</i>	15 538	6,92%	17 998	7,13%	20 563	7,33%
<i>Ostatní náklady</i>	4 222	1,88%	6 081	2,41%	7 395	2,63%
EBITDA	64 743	28,83%	73 801	29,22%	88 111	31,39%
EBIT	44 573	19,85%	49 102	19,44%	58 099	20,70%
<i>Výsledek z finanční činnosti</i>	5 617	2,50%	7 452	2,95%	8 325	2,97%
EBT	50 191	22,35%	56 554	22,39%	66 425	23,66%
<i>Daň</i>	2 400	1,07%	3 613	1,43%	7 688	2,74%
Čistý zisk	47 566	21,18%	52 688	20,86%	58 456	20,83%

Zdroj: Cyrrus

Výkaz peněžních toků

v milionech HUF	2007e	2008f	2009f
Cash flow z provozní činnosti	61 243	60 967	71 433
Cash flow z finanční činnosti	-13 379	-11 892	-13 172
Cash flow z investiční činnosti	-26 254	-36 388	-39 318
Celkový cash flow	21 610	12 686	18 943

Zdroj: Cyrrus

Analýzy

Jan Procházka	petrochemie, energetika, doprava	prochazka@cyrrus.cz
Marek Hatlapatka	Zahraniční trhy, energetika	hatlapatka@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Nemovitosti, farmacie	potmesil@cyrrus.cz

Trading & Sales

Michal Oplt	Brno	opt@cyrrus.cz
Petr Bánovský	Brno	banovsky@cyrrus.cz
Eduard Tesař	Brno	tesar@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz
Marek Šperlich	Praha	sperlich@cyrrus.cz
Marie Kolovratová	Praha	kolovratova@cyrrus.cz

Ondřej Svoboda	Brno	svoboda@cyrrus.cz
Aleš Honsa	Praha	honsa@cyrrus.cz

Portfolio management

Tomáš Kuncický		kuncicky@cyrrus.cz
----------------	--	--------------------

Corporate finance

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCCP“) a 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. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. 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.

Standardně jsou investiční doporučení vydávána jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je v investičním doporučení výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů. Bližší informace k délce investičního horizontu investičních doporučení a stupňům investičních doporučení naleznete na <http://www.cyrrus.cz>.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCCP. 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. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. 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 a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

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

Praha
 Anděl Park – Vchod B
 Radlická 14
 150 00 Praha 5 Smíchov
 tel.: + 420 221 592 361

e-mail: info@cyrrus.cz, cyrrus@cyrrus.cz
www.cyrrus.cz