

GENERIČTÍ VÝROBCI V CEE

FARMACEUTICKÉ FIRMY STŘEDNÍ EVROPY

Ing. Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

29. 10. 2007

29. 10. 2007

CEE Farmaceutický průmysl

Doporučení

| | |
|----------------|------------|
| Egis | 23 143 HUF |
| EGIS HB | držet |
| Gedeon Richter | 42 499 HUF |
| RICHT HB | koupit |
| Zentiva | 1 608 CZK |
| ZEN CP | koupit |

Vývoj kurzu akcie EGIS HB (HUF)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie RICHT HB (HUF)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie ZEN CP (CZK)



Zdroj: Bloomberg

Středoevropské farmaceutické firmy se pohybují na atraktivních trzích, jež nabízejí ve srovnání se západoevropskými či jinými podobně vyspělými trhy větší prostor pro společnosti zaměřené na generika. Středoevropské země nabízejí větší možnosti výrobcům generických léků, které zde z velké části nahrazují drahá a pro řadu spotřebitelů nedostupná originální léčiva. Z těchto podmínek tak těží lokální a regionální výrobci, kteří se pohybují navíc často na rychle rostoucích trzích v zemích, kde silně narůstá spotřeba léčiv ve snaze dostat úroveň lékařské péče co nejbližší úrovni vyspělejších států. Na druhou stranu v řadě zemí střední a východní Evropy narůstají rozpočty na zdravotnictví měrou, která je neudržitelná a která vyvolává potřebu zdravotní rozpočty reformovat. Tyto reformy mohou být pro výrobce generik příležitostí (generika jako levnější alternativa originálních léků umožňují snižovat výdaje ve zdravotnictví), častěji ale představují hrozbu, neboť kromě toho, že způsobují před svým zavedením nejistotu trhu, která se projevuje poklesem aktivity obchodníků, mohou být také namířeny proti všem výrobcům léčiv, včetně generik.

V naší analýze se zaměřujeme na tři regionální producenty generických léků, konkrétně na maďarské společnosti Egis, Gedeon Richter a českou Zentivu. Všechny tyto firmy a kurzy jejich akcií jsou větším či menším dílem zasazeny snahami vlád v různých CEE zemích řešit rozbujele zdravotní rozpočty. Ke všem třem firmám jsme v uplynulém roce vydali samostatné fundamentální analýzy, tento materiál je tak především jejich aktualizací, s výrazně rozšířeným oborovým srovnáním s jinými výrobci generik obchodovanými na různých světových akciových trzích.

Akcie menšího z maďarských výrobců generik, společnosti **Egis**, doporučujeme **držet** s cílovou cenou **23 143 forintů**. Proti poslední revizi po výsledcích firmy za třetí kvartál jejího finančního roku jsme cílovou cenu lehce snížili o 1,5 %. Ve firmě se od té doby nestalo příliš výrazných změn, které by nás k větší změně doporučení vedly. Za aktuálně spíše pozitivní změnu považujeme převod 50 % podílu ve společnosti Medimpex na jiného maďarského obchodníka s léky, společnost Hungaropharma. Medimpex v poslední době ovlivňoval hospodaření dosti rozporuplně, jeho převod může poněkud vylepšit konsolidované výsledky firmy (byť Hungaropharmu Egis také částečně vlastní). Negativně u firmy působí naopak kurzové změny (oslabování forintu), proti kterým se navíc nezajišťuje. To spolu s trvajícím nejistotou na domácím trhu brání vylepšit výhled firmy a působí proti jakékoli pozitivní změně.

V případě společnosti **Gedeon Richter** jsme cílovou cenu proti poslední změně (opět revidované po posledních kvartálních výsledcích) naopak mírně zvýšili (o 1,5 %). Opět zde roli hraje prodej Medimpexu (Richter měl v této firmě a v Hungaropharmě stejné podíly jako Egis, dopady na něj jsou stejné) a proti němu působící problémy, které přetrvávají na domácím trhu, výsledky v zahraničí ovlivňuje opět slabý dolar. Zohlednit je třeba také nové akvizice firmy, německou biotechnologickou firmu Strathmann a rumunskou Pharmafarm, ovšem v druhém případě je přínos spíše sporný. Nové zprávy na firmu tak opět mají poněkud protichůdné dopady, které nás nenutí výrazněji měnit cílovou cenu, kterou stanovujeme na **42 499 forintů** a doporučujeme titul **koupit**.

V případě společnosti **Zentiva** jsme cílovou cenu kosmeticky snížili o 3,7 % na **1 608 korun** a ponecháváme doporučení na stupni **koupit**. U firmy vidíme zdaleka nejvyšší potenciál pro zhodnocení, byť i zde hrají roli negativa reforem zdravotních rozpočtů, tentokrát v ČR, která se projevují ve špatných výsledcích na tomto trhu. Tato negativa budou dle našeho názoru i nadále přetrvávat, ovšem počítali jsme s nimi již dříve. K mírnému snížení cílové ceny nás vedou spíše změny v devizových kurzech (rychlejší oslabování dolaru) a nepříliš příznivý vývoj některých položek nákladů, byť ten považujeme za spíše dočasný, navíc by se postupně měl odrazit ve zvýšených tržbách. Určitou neznámou je započtení společnosti Eczacibasi do konsolidovaných výsledků firmy od třetího kvartálu tohoto roku, považujeme jej ovšem za faktor, který má ambice výrazněji pohnout s kurzem akcií společnosti směrem vzhůru. Také její nedávné prohlášení a výhled tržeb pro celý rok 2007 (1 mld. dolarů) vzbuzuje naděje. Otázkou je zmíněný vývoj v nákladové stránce hospodaření firmy, případná nepříjemná překvapení by ale měla být překonána právě přínosem turecké firmy.

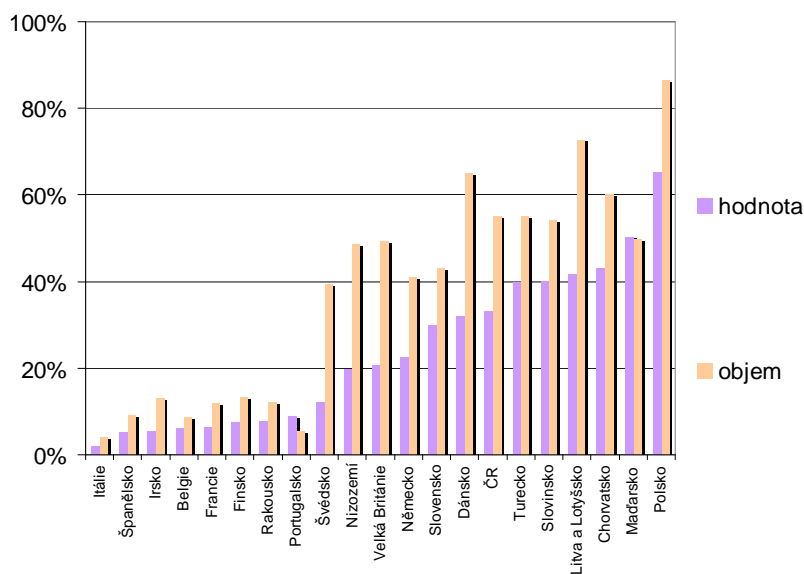
Ve střední a východní Evropě mají generičtí výrobci nadprůměrný prostor

1. Tržní prostředí generických výrobců

1.1. Pozice generik na evropských trzích

Generické léky zaujímají nezastupitelnou úlohu na řadě evropských trhů. Především ve střední a východní Evropě je jejich podíl jak z hlediska objemového, tak i hodnotového, téměř stejně významný jako podíl originálních léčiv, což je důležité pro existenci a rozvoj místních výrobců generik (např. Egis, Gedeon Richter, Zentiva), kteří tedy působí v pro ně příznivém regionu (s určitými omezeními plynoucími z problémů s veřejnými rozpočty v některých zemích). Existuje ale i nezanedbatelná skupina západoevropských zemí, které dávají generickým lékům na trhu značný prostor. Jde o země jako je Švédsko, Nizozemí, VB, Německo či Dánsko, kde z hlediska objemu zaujímají generika 40 a více procent trhu (tedy čtyři z deseti prodaných balení léků jsou generika), viz. graf č. 1 (údaje za rok 2004). V tabulce č. 1 je pak uveden hodnotový podíl generik na vybraných evropských trzích (odhad společnosti Stada pro rok 2006), který byť v omezené míře (málo CEE trhů) ukazuje silnou pozici generik ve střední Evropě a tedy příznivé podmínky pro lokální výrobce či firmy s regionální působností, jako jsou zmíněné maďarské společnosti Egis a Gedeon Richter či česká Zentiva.

Graf č. 1: Podíly generik na evropských trzích v roce 2004 (v %)



Zdroj: EGA internal survey 2005

Na velikost prostoru, který generika dostávají, působí několik faktorů ...

Pro velikost prostoru, který dostávají generičtí výrobci na jednotlivých trzích je důležitých několik faktorů, na základě nichž se místní vlády snaží dosáhnout optimální struktury trhu. Cílem každé země je fungující systém, který poskytuje odpovídající zdravotní péči dostupnou pro každého jednotlivce při rozumných nákladech. Právě při udržování nákladů na přijatelné úrovni a zamezování nekontrolovatelného růstu výdajů na zdravotní péči alespoň v oblasti spotřeby léků hrají generika jako levnější alternativa originálních léků nezastupitelnou úlohu.

1.2. Vlivy na pozici generik ve vztahu k originálním lékům

K důležitým faktorům, které ovlivňují zastoupení generik na trzích patří např. (zdroj: EGA internal survey 2005):

1. jak je nastaven systém stanovení cen a doplatků u generických přípravků
2. jaká je role pacienta v systému zdravotní péče pokud jde o doplatky za léky
3. jaké jsou postoje a chování lékařů při předepisování generik
4. jaká je obecně regulace lékáren při distribuci generických léků
5. podmínky autorizace generik vládou

... jako např. způsob stanovení cen ...

Všechny tyto faktory v současné době hrají roli v rozhodování odborníků i politiků o budoucím směřování zdravotnictví a trhu s léky v řadě středoevropských zemích (např. již před několika lety Slovensko, v tomto roce výrazně Maďarsko, do budoucna také ČR). Rozhodování o nastavení trhu s léčivými výrobky v těchto zemích se bytostně dotýká hospodaření středoevropských generických výrobců jako jsou Zentiva, Egis či Gedeon Richter, není tedy od věci jednotlivé faktory blíže popsat.

První faktor popisuje, jak se stanovují ceny generik na trhu. Ty mohou být určovány buď volně (tržními mechanismy) nebo nějakým způsobem regulovány, což je běžnější (podle EGA regulaci používá 74 % zemí). Regulace je prováděna několika způsoby, ceny mohou být určovány z průměru ve vybraných evropských zemích, dle stanoveného procenta pod cenou originálního léčiva, maximální cenou popř. jinak. Asi nejobvyklejším způsobem je stanovení ceny procentním podílem pod cenou originálního léku, který využívá 40 %, dalších 22 % zemí určuje cenu generik podle průměru cen ve vybraných evropských zemích.

... spoluúčast pacienta ...

Role pacienta je v celém systému nezastupitelná. Je to právě pacient, který představuje konečnou spotřebu léčiv a je tedy zákazníkem farmaceutických firem. Jeho role je ovšem důležitá i ve financování systému, tedy v tom, jakým způsobem a podílem se účastní na úhradě léků. Prakticky ve všech zemích je obvyklá praxe, že pacient platí část jemu předepisovaných léků, na jednotlivých trzích ovšem existují rozdíly, které mohou výrazným způsobem ovlivnit konečné rozhodnutí pacienta, jaký preparát si zvolí. Spoluúčast pacientů bývá obvykle určována několika způsoby: pevným poplatkem vztahujícím se k předpisu (na položku, na recept či podle velikosti balení), procentem z nákladů (ceny) předepisovaného léčiva, rozdílem mezi referenční cenou nebo kombinací předchozích způsobů (obvykle pevným poplatkem plus nějaké procento z ceny). Podle EGA je nejčastější druhý způsob (% z ceny), který využívá 44 % zemí, třetina pak používá třetí možnost.

... postoj lékařů ...

Na tom, jaké místo na trhu zaujímají generika, mají svůj podíl také lékaři. V případě, že předepisují generické léky, mohou výrazně snížit náklady pacientů. Podle EGA jsou lékaři podporováni k předepisování generických přípravků jen v 56 % zemí a jen v 11 % je to jejich povinností, přestože předepisování generik umožňuje přizpůsobit léčbu také finančním možnostem pacientů.

... či lékárníků ...

Kromě lékařů mohou do procesu zasáhnout také lékárníci v případě, že lékař předepíše pacientovi nějaký produkt, ale lékárník má možnost nebo je povinen jej zaměnit za levnější generickou verzi. Tato možnost je jim dávana opět za účelem řízení nákladů v celém systému a je důležitá pro výrobce generických léčiv, neboť umožňuje růst generického trhu (lékárny a lékárníci tak jsou důležitou součástí trhu, na kterou se zaměřují výrobci léčiv a jejich prodejní týmy).

... nebo rychlost přístupu na trh.

Nezbytnou otázkou pro výrobce generických léčiv je také přístup na trh (a rychlost vstupu na trh). Tržní podmínky pro generika se na jednotlivých trzích liší. Přístup na trh je ovlivněn např. potřebou schválení léku k určení ceny, čas pro stanovení ceny po schválení/povolení generika, pojmenování generika, doba nutná k zařazení léku do seznamu léčiv s doplňkem apod. Jednotlivé kroky celého procesu mohou podstatným způsobem oddálit příchod generik na trh.

V Evropě je generikům nejvíce nakloněn region střední a východní Evropy (CEE)

Jak je patrné z grafu č. 1 i tabulky č. 1, generika mají na evropských trzích s léky nezastupitelnou úlohu. Jejich pozice je výrazně silnější ve střední a východní Evropě, kde si z hlediska objemového (počet balení), ale i hodnotového ukusují v některých případech i polovinu trhu. Střední a východní Evropa je tak regionem zaslíbeným výrobcům generických léčiv, z podmíněk na tomto trhu mohou těžit především místní výrobci, kterých v regionu působí celá řada. Z našeho pohledu zájmu jde především o společnosti Zentiva (ČR), Egis a Gedeon Richter, na něž se v této analýze zaměřujeme, ale i o firmy jako je slovenská Krka či chorvatská Pliva (byť tu již nelze považovat za samostatnou společnost poté, co ji ovládl americký Barr). Problémem středoevropských trhů s léky (a zdravotnictví celkově) je nedostatek finančních prostředků, který se projevuje v snahách reformovat systémy financování. Tyto snahy mohou vést a také vedou, k otřesům trhů, které se negativně projevují na hospodaření společnostmi (v současné době můžeme větší či menší problémy pozorovat téměř u všech firem), dlouhodobě by ale pozice generik v regionu měla i nadále zůstat silná. Postupné dohánění úrovně zdravotnictví západní Evropy se vzhledem k finančním možnostem středoevropského regionu bez výrazného podílu levnějších generických léčiv neobejde, navíc se ukazuje, že i výrazně vyspělejší západoevropské země mají snahu podíl generických léčiv ve svém stále finančně náročnějším zdravotnictví posilovat (viz. rychlejší růsty generik na jednotlivých trzích).

než je tomu u trhu jako celku v tabulce č. 1). Obecně z dlouhodobějšího pohledu tak není třeba mít o budoucnost výrobců generických léčiv (jako celek) obavy.

Tab. č. 1: Generika na evropských trzích v roce 2006 (v milionech eur)

| Trh | Farmaceutický trh | y/y | Trh s generiky | y/y | Tržní podíl generik |
|-------------|-------------------|------|----------------|------|---------------------|
| Německo | 22 080 | 3 % | 4 780 | 6 % | 21,6 % |
| Francie | 19 590 | 2 % | 1 570 | 17 % | 8,0 % |
| VB | 12 700 | 4 % | 2 770 | 16 % | 21,8 % |
| Itálie | 11 910 | 2 % | 420 | 19 % | 3,5 % |
| Španělsko | 8 920 | 7 % | 540 | 15 % | 6,1 % |
| Holandsko | 4 670 | 8 % | 915 | 17 % | 19,6 % |
| Švédsko | 2 820 | 5 % | 395 | 11 % | 14,0 % |
| Belgie | 2 750 | -2 % | 235 | 14 % | 8,5 % |
| Portugalsko | 2 420 | 5 % | 350 | 18 % | 14,6 % |
| Finsko | 1 720 | 0 % | 290 | -7 % | 16,9 % |
| Rakousko | 1 710 | 4 % | 140 | 8 % | 8,2 % |
| Dánsko | 1 670 | 9 % | 260 | 18 % | 15,8 % |
| Irsko | 1 400 | 12 % | 115 | 25 % | 8,3 % |
| ČR | 1 400 | 4 % | 710 | 6 % | 50,6 % |
| Litva | 390 | 17 % | 200 | 18 % | 51,5 % |

Zdroj: Stada (AR 2006)

2. Srovnávané společnosti

2.1. Středoevropští výrobci generických léčiv

Středoevropské výrobce generických léčiv, jejichž akcie jsou obchodovány na burzách v Praze a Budapešti (tedy společnosti Zentiva, Egis a Gedeon Richter), jsme v uplynulém roce hodnotili ve fundamentálních analýzách věnovaných jednotlivým firmám. Zde si proto přiblížíme spíše jen hlavní události a vývoj, kterým společnosti prošly od vydání jednotlivých analýz (ty je možno se zevrubnějším popisem firem nalézt na www.cyrrus.cz).

Egis

Společnost Egis je menší ze dvou maďarských farmaceutických společností, které máme zahrnuty do srovnávané skupiny. Egis je výrobcem a prodejcem generických léků, postupně narůstá také podíl léčiv vyráběných v licenci (asi třetina tržeb). Svou produkci prodává na domácím maďarském trhu, mimo Maďarsko pak v Rusku, jež je nejdůležitějším zahraničním trhem, v ostatních zemích bývalého SSSR a ve střední Evropě (zde především v Polsku, Rumunsku, ČR a SR). Terapeutické zaměření společnosti klade důraz na léčbu kardiovaskulárních chorob, centrální nervový systém a dýchací ústrojí. Tyto tři oblasti tvoří spolu asi čtyři pětiny tržeb společnosti. Egis na rozdíl od ostatních středoevropských farmaceutických firem nemůžeme považovat za autonomní společnost. Jejím většinovým akcionářem je francouzská společnost Servier, která drží 50,91 % firmy. Servier na druhou stranu umožňuje firmě se rozvíjet, podílí se asi polovinou na licenční výrobě Egisu, obě firmy spolu zbudovaly výrobní podnik v Rusku, který by měl napomoci Egisu upevnit si pozici na tomto důležitém trhu.

Od doby vydání naší fundamentální analýzy společnosti Egis (18. 12. 2006) firma již třikrát reportovala čtvrtletní výsledky svého hospodaření. Nutno přiznat, že to nebyla zrovna veselá čísla. V prvním kvartále finančního roku (tedy říjen až prosinec 2006) meziročně čistý konsolidovaný zisk firmy propadl o 74 % (nekonsolidovaný o 80 %), mírně (o 1,5 %) klesly i konsolidované tržby. Firmu zasáhly problémy domácího trhu, které způsobily pokles domácích tržeb v očekávání na pravidla platná od počátku roku 2007. Podobně špatně si vedlo i Rusko, kde se do problémů dostal místní systém úhrady léků pro sociálně slabé. Potíže v zahraničí navíc umocnil posilující forint (či spíše oslabující dolar). Výsledek za druhý kvartál byl obdobný. Konsolidované tržby sice vzrostly (o 9,6 %), jako brzdou se zda např. ukázala společnost Medimpex, která způsobila nižší růst konsolidovaných tržeb, než tomu

Egis je menší ze dvou farmaceutických firem obchodovaných na budapešťské burze.

Poslední výsledky firmy byly spíše smutným čtením, dopady maďarských reforem i dalších vlivů byly velmi silné.

bylo u mateřské firmy. Špatné výsledky Medimpexu, které zvýraznily problémy na domácím trhu se přidaly k pokračujícím slabým výkonům v Rusku. Čistý zisk skupiny tak v druhém kvartálu propadl o 66 %. Třetí kvartál pak vývoj opět víceméně potvrdil, i když ukázal již určitá mírná zlepšení. Stejně jako v předchozím případě rostly tržby (tentokrát o pěkných 18 %), které se zvyšovaly dokonce i v samotném Maďarsku. Zde se po předchozím snižování cen Egis patrně odrazil ode dna (byť se u něj ještě asi delší dobu bude držet). Konsolidované tržby v Maďarsku ale opět zaostaly za výsledky mateřské firmy, stejně jako v předchozím čtvrtletí se ukázala špatná výkonnost společnosti Medimpex. Firma se již ovšem již lépe vyrovnává s problémy ruského systému DLO, který dokáže nahrazovat na jiné části trhu. Egisu v posledním kvartále pomohla i jeho francouzská matka (Servier) a Egis tak zaznamenal silný nárůst exportu do západní Evropy. Určitá zlepšení se ale prozatím odrazila jen v tržbách, čistý konsolidovaný zisk opět propadl, tentokrát o 37 %. Naštěstí se ale začaly již zlepšovat alespoň ziskové marže, které byly ve třetím čtvrtletí finančního roku 2006/7 nejlepší za poslední rok.

Graf č. 2: Vývoj kurzu akcií společnosti Egis v roce 2007 (v HUF)



Zdroj: Bloomberg

Nedávno se ale spekulovalo (nepotvrzeně) i o převzetí firmy.

Kromě neuspokojivých výsledků v jednotlivých čtvrtletích měly na vývoj akcií firmy vliv také jiné faktory. V květnu to byly např. spekulace, že by většinový vlastník firmy, společnost Servier, mohl učinit nabídku na akcie Egisu, které doposud nevlastní. Reakcí na zprávu byl silný nárůst akcií společnosti (na druhou stranu z letošního minima). Květnové spekulace nicméně nebyly potvrzeny. Posloužily alespoň k zastavení předchozího propadu akcií firmy, které se od té doby stabilizovaly a spíše stagnují.

Každé tři měsíce také výrobci a prodejci léků v Maďarsku v tomto roce čekají na výsledky lékových aukcí, které nastavují ceny na další kvartál, první aukce v únoru snížila ceny léků v zemi v průměru o 5 %, další aukce se konala na konci června. Aukce se týká 1 200 léků a stanovuje kritéria pro státní podíl u léků s doplňkem. Zároveň ovšem vede k erozi tržeb farmaceutických firem, které z ní tedy radost rozhodně nemají. Také v září pokračoval tlak na ceny, když maďarské farmaceutické firmy snížily ceny 93 léků v průměru o 5 %. Egis se v tomto případě snižování cen své produkce podle vlastního prohlášení vyhnul.

Dceřiná společnost Medimpex byla pro Egis v poslední době spíše přítěží, proto svůj podíl Egis převedl na jinou firmu.

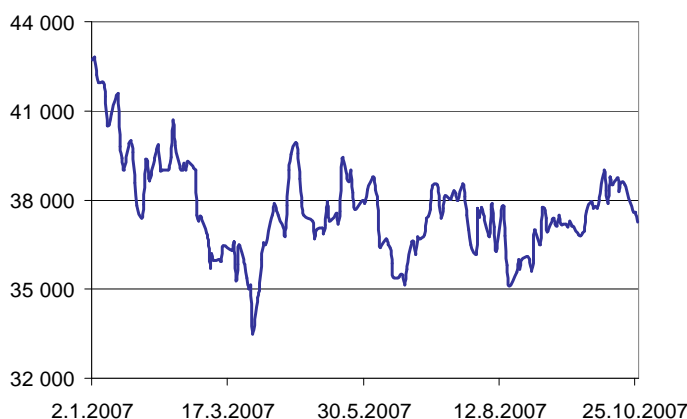
Společnost se dále rozhodla na počátku října 2007 (tedy v prvních dnech svého finančního roku, který začíná právě v říjnu), převést svůj podíl v obchodní společnosti Medimpex, jež působí na maďarském trhu, na společnost Hungaropharma. Obě společnosti patrně vyhodnotily Medimpex jako nepříliš perspektivní. U Egisu šlo o největší dceru, která ovlivňovala konsolidované výsledky firmy, nicméně její přínos byl v poslední době mizivý (např. za třetí kvartál finančního roku 2006/07 byl konsolidovaný čistý zisk jen o 17,2 % vyšší než nekonsolidovaný, rozdíl v tržbách byl přitom 30,8 %, i když tedy Medimpex zvyšoval absolutní hodnotu zisku, na druhou stranu jeho konsolidace do výsledků snižovala marže společnosti, v popisu kvartálních výsledků je ostatně přínos Medimpex jasně naznačen). Medimpex po prodeji 50 % podílu Egisem, který z něj získal 1,5 miliardy forintů, bude i nadále s firmou spojen, neboť Egis drží 30,7 % v Hungaropharmě, která Medimpex převzala.

Větší z maďarských firem je Gedeon Richter.

Gedeon Richter

Druhým zástupcem maďarského farmaceutického průmyslu je společnost Gedeon Richter. Ta je domácím konkurentem společnosti Egis a větší z obou maďarských společností. Patří také k největším firmám v oboru v rámci střední a východní Evropy. Největší část produkce, stejně jako u Egisu, v případě společnosti Gedeon Richter tvoří generická léčiva (v tomto případě přes 70 %), doplňkově firma vyrábí i vlastní originální léky a licencované produkty. Geografické zaměření je také podobné Egisu s určitými specifiky. Kromě domácího maďarského trhu je firma aktivní opět v Rusku a ostatních státech bývalého SSSR, produkci ale vyváží i do dalších regionů, jako je USA, západní nebo střední a východní Evropa. Specifikem terapeutického zaměření je zdravotní péče o ženy, v níž společnost vidí svou konkurenční výhodu. Tu doplňuje léčba nemocí kardiovaskulárních a centrálního nervového systému, popř. zažívacího ústrojí. Tyto oblasti se na tržbách firmy podílejí asi třemi čtvrtinami. Gedeon Richter nemá na rozdíl od Egisu většinového akcionáře, jde tedy o samostatnou firmu. Největší podíl ve firmě ovládá stát (25,04 %), nezanedbatelný je také podíl Bank of New York (13,59 %). Struktura akcionářů se patrně výrazně změnil v roce 2009, kdy držitelé konvertibilních dluhopisů je budou moci vyměnit za státní podíl.

Graf č. 3: Vývoj kurzu akcií firmy Gedeon Richter v roce 2007 (v HUF)



Zdroj: Bloomberg

Dopady maďarský reform jsou u Gedeon Richtera podobné jako u Egisu, stejný vliv pak má převod podílu v Medimpex, který firmy vlastnily napůl.

Fundamentální analýzu společnosti Gedeon Richter jsme vydali 2. 5. 2007. V té době již byla známá většina opatření, která zavedla současná maďarská vláda. Jejich popis, stejně jako analýza firmy je k dispozici na www.cyrrus.cz. Od doby vydání analýzy Gedeon Richter dvakrát oznámil výsledky svého hospodaření, které ukázaly podobné vlivy, jako tomu bylo o společnosti Egis. V prvním kvartále roku firmě propadl konsolidovaný zisk o 46 %, vliv opět měly špatné podmínky v Maďarsku (kromě mateřské firmy ovlivněné stejně jako u Egisu Medimpexem), popř. problémy ruského systému DLO, které vedly k horším výsledkům na tomto trhu, opět umocněným slabým dolarem. Konsolidované tržby klesly o 3 %. Vlivy tak svým dopadem na hospodaření jsou u Egisu i Gedeon Richtera podobné, i když v případě větší firmy není propad zisků naštěstí tak razantní. Ve druhém kvartále došlo k určitému obratu vývoje v případě tržeb, které již rostly (o slušných 16 %), nadále propadá zisk (tentokrát o 36 %). Vlivy snad ani nemá cenu rozebírat (útlum doma a v Rusku, problémy se slabým dolarem).

Gedeon Richter se v posledních měsících odhodlal ke dvěma menším akvizicím.

Kromě výsledků zaujaly u společnosti Gedeon Richter v posledních měsících zprávy týkající se jeho akvizic, byť ty nejsou např. ve srovnání se Zentivou příliš srovnatelné. Gedeon Richter koupil v srpnu 70 % společnosti Strathmann Biotec (zbylou část koupila společnost Helm), čímž hodlá posílit svou pozici v biotechnologiích. Za německou firmu zaplatil Gedeon Richter 22,9 milionů euro. Další akvizice přišla v říjnu, kdy Gedeon Richter oznámil koupi společnosti Pharmafarm. V této rumunské firmě získal podíl 95,8 %. Gedeon Richter neudal cenu této akvizice, tržní kapitalizace rumunského obchodníka s léky (má 14 lékáren) byla ovšem den před dokončením akvizice 19,7 milionů dolarů. Akvizice této firmy je vnímána poněkud rozporuplně, za jediný trh v regionu, kde má pro farmaceutické firmy smysl budovat podobným způsobem vlastní obchodní síť, je považováno Rusko. Kromě těchto dvou nákupů ovšem Gedeon Richter i prodával (či spíše převáděl na jinou společnost), a to konkrétně svůj 50 % podíl v maďarském obchodníku s léky Medimpex. Vzhledem ke

Jediným zástupcem oboru na pražské burze je Zentiva.

stejnému podílu v Medimpex, jaký měl Egis a stejným podmínkám převodu, jsou stejné i dopady této transakce na hospodaření společnosti Gedeon Richter.

Zentiva

Společnost Zentiva je největší farmaceutickou společností v ČR. Firma má výrobní provozy v České republice, dále také na Slovensku, v Rumunsku a nově i v Turecku. Výrobní závody mimo ČR souvisí s růstovou strategií firmy pomocí akvizic. Tyto země můžeme považovat tedy za domácí trhy společnosti, která dále působí v dalších státech střední a východní Evropy, jako je Polsko, Rusko, Ukrajina, Pobaltí, Bulharsko a naposledy např. Maďarsko. Tržby dle terapeutické skupiny jsou rozloženy mezi kardiovaskulární onemocnění (sem patří nejprodávanější produkty firmy), centrální nervovou soustavu, léčbu bolesti, trávicího traktu nebo gynekologické popř. urologické problémy. Zentiva podobně jako většina ostatních firem vybraných ke srovnání nemá většinového akcionáře, největší podíl v ní drží farmaceutická společnost Sanofi-Aventis (24,9 %), dalšími důležitými akcionáři jsou Česká pojišťovna s 12,3 % či management, který drží 6,1 % akcií firmy.

Graf č. 4: Vývoj kurzu akcií společnosti Zentiva v roce 2007 (v CZK)



Zdroj: Bloomberg

Zentiva v půlce roku dokončila akvizici v Turecku. Následně ovšem zklamala pololetními výsledky.

Ode dne vydání fundamentální analýzy (18. 6. 2007) společnosti Zentiva došlo k několika událostem, které rozhodně stojí za zmínku. První z nich bylo dokončení akvizice turecké společnosti Eczacibasi, které společnost oznámila na počátku července. Zentiva tak definitivně získala 75 % společnosti Eczacibasi, za které zaplatila 460 milionů euro. Zároveň tak platí, že Eczacibasi bude konsolidována do výsledků Zentivy od třetího kvartálu roku 2007. Asi největší událostí, která zahýbala s kurzem akcií společnosti Zentiva ovšem byly pololetní výsledky hospodaření, kterými firma zklamala své investory. Vzhledem k tomu, že oznámení výsledků se strefilo do silně negativní tržní nálady, následovala po oznámení dle našeho názoru přehnaná tržní reakce a akcie poklesly během jediného dne o 16 %. Pro doplnění: firma oznámila čisté pololetní tržby ve výši 6 796,6 milionů korun (meziroční nárůst 5,5 %). Zisk hospodaření připadající na akcionáře mateřské firmy naopak klesl (o 6,8 %) na 831,3 milionů korun. Za špatnými výsledky stála především Česká republika, kde tržby klesly o 5,6 % díky cenovým tlakům na trhu, jež souvisí s postojem současné vlády, která se snaží snižovat náklady na zdravotní péči. Český trh tak zůstává pro společnost patrně největším problémem. Vliv také hrály náklady firmy, konkrétně na prodej a marketing, které v prvních dvou čtvrtletích roku silně rostly. Zvláště ve druhém kvartále patrně část trhu očekávala zpomalení růstu tohoto druhu nákladů a jejich přerod do zvýšených tržeb. Posledním vlivem byly jednorázové náklady v Rumunsku, které se (šlo o tvorbu rezerv, odpisy zásob) v této podobě dva roky od akvizice Sicomedu již nečekaly. Domníváme se nicméně, že tržní reakce po oznámení pololetních výsledků byla přehnaná a že náhled na budoucnost společnosti výrazně nemění. Pro budoucnost firmy je momentálně asi nejpodstatnější začlenění společnosti Eczacibasi a to, jakým způsobem se projeví ve výsledcích Zentivy. Ta na podzim přišla s ostatně s prohlášením, že po započtení Eczacibasi očekává za rok 2007 celoroční tržby ve výši 1 miliardy dolarů. To při aktuálním kurzu představuje cca 18,7 miliardy korun (při průměrném kurzu od počátku roku pak 20,7 miliardy korun), což by v případě splnění tohoto předpokladu každopádně znamenalo překonání našeho odhadu z června (v analýze jsme počítali s necelými 18 miliardami). Přestože se dá počítat s dalšími problémy na domácím českém trhu, rozhodující pro reakci na

výsledky hospodaření za třetí kvartál patrně budou výsledky v zahraničí, především v Turecku, kde ovšem postrádáme meziroční srovnání kvartálních výsledků, čísla tak mohou být poměrně překvapivá (ať již pozitivně či negativně). Přepokládáme, vzhledem k výhledu celoročních tržeb, že firma počítá s dobrým přínosem nové akvizice a nového trhu, reakce na výsledky by tak mohla být spíše pozitivní.

Po zohlednění vývoje, kterým prošly všechny popsané společnosti od vydání posledního investičního doporučení a vzhledem ke změnám, jež se udály v jejich výhledu do budoucnosti, jsme upravili cílové ceny a doporučení všech tří společností. Tato doporučení také zohledňují srovnání s jinými výrobci generických léčiv, jež jsou obchodováni na světových burzách. Zde je ovšem mít na paměti, že střední Evropa je z hlediska generik poněkud specifický region, ne všechna srovnání se společnostmi z jiných částí světa (v našem srovnání zpravidla z těch vyspělejších) lze přijmout bez výhrad.

2.2. Společnosti zvolené pro srovnávací analýzu

Barr Pharmaceuticals

Společnost Barr Pharmaceuticals je americkou společností, která se zaměřuje na výrobu generických léčiv (především přes dceřinou Barr Laboratories), které v roce 2006 tvořily asi dvě třetiny tržeb. Firma vyrábí asi 75 různých generických přípravků, z nichž nejvíce zastupuje terapeutickou oblast péče o ženy, především antikoncepce (22 přípravků), firma ale vyrábí i léky na alergie (v této oblasti spolupracuje Barr např. se společností TEVA) či přípravky pro diabetiky. Svou pozici v oblasti generik Barr také posílil v roce 2006 akvizicí chorvatské farmaceutické společnosti Pliva (ta zase v ČR vlastní společnost Lachema, Barr Pharmaceuticals tedy zprostředkovaně působí jako výrobce i v České republice). Díky společnosti Pliva má tedy Barr podstatné zastoupení v regionu východní Evropy a působí nyní asi v třicítce zemí světa. Firma nemá většinového akcionáře a akcionářskou strukturu lze označit za rozdrobenou, nikdo ve společnosti nedrží více než 10 % akcií (největší podíl drží ve firmě investiční společnost Wellington Management s 9,17 %).

Hikma

Hikma je nadnárodní farmaceutickou společností, která vznikla roku 1978 v Ammánu v Jordánsku. Generika na rozdíl od předchozích společností nehrají na tržbách firmy takovou roli, jejich zastoupení (35,9 % tržeb) je ovšem nezanedbatelné a téměř se vyrovná vedoucí skupině originálních léků (kam patří i licenční výroba, 41 % tržeb), zbylou část produkce tvoří především injekce. Firma působí aktuálně asi v šesti středních východu a Severní Afriky (49,7 % tržeb) je velmi aktivní také v USA (40,9 %). Malou část produkce vyváží i do Evropy, včetně ČR a SR. Zaměření dle terapeutické skupiny pokrývá jak léčbu infekcí, tak i centrální nervový systém, kardiovaskulární choroby či poruchy zažívacího traktu a metabolismu. Firma nemá většinového akcionáře, největší podíl ve společnosti Hikma drží Darhold Limited (31,3 %), za zaznamenání pak již stojí jen podíl managementu firmy ve výši 6,1 %.

Krka

Krka je slovinskou společností, která geograficky působí kromě domácího slovinského trhu především ve východní Evropě (27 % tržeb), jihovýchodní Evropě (17 % tržeb), střední Evropě (25 %) a západní Evropě popř. na jiných trzích (15 % tržeb). Firma vyrábí především léky na předpis (čtyři pětiny tržeb společnosti), které doplňují volně prodejné léky s asi desetinovým podílem na tržbách a také produkce kosmetická, pro léčbu zvířat a další. Z hlediska terapeutického zaměření jednoznačně vévodí léčba kardiovaskulárních onemocnění (téměř polovina tržeb), tu doplňují přípravky na poruchy zažívacího traktu a metabolismu, protinfekční preparáty či výrobky na léčbu centrálního nervového systému. Krka je společností bez hlavního akcionáře, deset největších investorů drží ve firmě dohromady něco přes 37 %. Největší podíly mají slovinské společnosti Slovenska Odszkodninska Druzba (14,99 %) a Kapitalska Druzba (9,86 %), podíly ostatních akcionářů jsou nezajímavé.

Vývoj kurzu akcie BRL US (USD)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie HIK LN (GBP)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie KRKG SV (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie MYL US (USD)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie SIP AU (AUD)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie SAZ GR (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj kurzu akcie TEVA US (USD)



Zdroj: Bloomberg

Mylan

Společnost Mylan je americkou firmou založenou před cca 45 lety, která tradičně působí na domácím americkém trhu, ale po nedávných akvizicích indické společnosti Matrix Laboratories Limited (druhý největší výrobce API - aktivních farmaceutických substancí na světě) a koupi generické divize společnosti Merck KGaA posiluje i v zahraničí (působí nyní asi na devadesáti trzích), což by mělo firmě pomoci stát se z trojky mezi výrobci generik v USA opět trojkou, tentokrát ovšem na světovém trhu. V posledním finančním roce ovšem prozatím dominovaly USA s podílem na tržbách 95 %, Indie, Evropa a zbytek světa se dělí o zbylých 5 % tržeb. Portfolio generických léčiv firmy zahrnuje cca 170 preparátů, největší podíl na tržbách mají preparáty užívané při léčbě problémů centrálního nervového systému a kardiovaskulární chorob, tyto dvě skupiny dohromady zajišťují asi dvě třetiny tržeb. Firma nemá většinového akcionáře, největší podíly drží společnosti jako Lord Abbett & Company (8,62 %), Vanguard (5,17 %) či Mellon Financial (4,29 %), tedy různé fondy a finanční instituce.

Sigma Pharmaceuticals

Společnost Sigma Pharmaceuticals je zástupcem australského farmaceutického průmyslu, v Austrálii představuje prakticky jedinou integrovanou farmaceutickou společnost, která vyrábí generika, zajišťuje ale i maloobchod a velkoobchod s léky a další služby v oblasti zdravotní péče. Největší část tržeb generuje zdravotní péče (asi tři čtvrtiny), zbytek připadá na farmaceutickou část společnosti. Ta ale vytváří téměř tři čtvrtiny zisků firmy a je tak neméně důležitou součástí aktivit Sigmy. Firma s relativně dlouhou historií (Sigma existuje od roku 1912, do současné podoby vstoupila ale až roku 2005 spojením se společností Arrow Pharmaceuticals Limited) kromě Austrálie působí také na Nové Zélandu. V Austrálii bývalý Arrow dosáhl 36 % podílu na generickém trhu. Firma je bez většinového akcionáře, největší podíl v ní drží australská finanční skupina Suncorp (6,74 %).

Stada Arzneimittel

Stada Arzneimittel je zástupcem západoevropského, konkrétně německého farmaceutického průmyslu (Stada je třetím největším výrobcem generik v Německu). Firma se výrazně zaměřuje na generická léčiva, která se na jejich tržbách podílejí asi 73 %, další velkou část (21 %) pak tvoří originální značkové léky, doplňkem jsou obchodní a jiné aktivity. Geograficky se Stada kromě domácího Německa (39 % tržeb) a západní Evropy v poslední době více soustředí také na východní Evropu, kde jí k expanzi pomáhá nedávná akvizice srbské společnosti Hemofarm Group či ruské Makiz. Firma v současnosti působí ve 27 zemích, zaměřuje se především na státy Evropské unie. Stada nemá podobně jako většina společností zařazených do peer group většinového vlastníka, v rozdrobené akcionářské struktuře má největší podíl finanční skupina Union Investments s pouhými 0,78 % akcií.

TEVA

Izraelská společnost TEVA je výrazně větší než ostatní srovnávané společnosti. TEVA je firmou s globální působností, specializuje se na vývoj a výrobu generických i originálních léků, významná je také výroba aktivních farmaceutických substancí. TEVA je důležitým hráčem na světovém trhu s léky, patří mezi 20 největších farmaceutických společností světa, zároveň je jedním z největších výrobců generik. Nejvíce tržeb firma realizuje v USA a Evropě (80 % tržeb), kde má také kromě Izraele a Latinské Ameriky výrobní kapacity. Svou pozici na trzích posiluje mimo jiné akvizicemi, jako byla společnost Sicom v roce 2004 či IVAX o dva roky později. Z terapeutických skupin největší podíl tržeb zaujímají léky centrálního nervového systému, dále preparáty používané při léčbě rakoviny a třetí skupinou jsou léčiva na kardiovaskulární choroby. při léčbě rakoviny a třetí skupinou jsou léčiva na kardiovaskulární choroby. Firma nemá většinového vlastníka, největší podíly drží manažeři společnosti, přičemž nejvyšší podíl vlastní viceprezident Phillip Frost (2,59 %).

2.3. Vstupní informace pro další srovnání

Srovnání v další části analýzy je založeno na cenách akcií popsanych firem ze dne 26. 10. 2007, na kurzech měn ze stejného dne. Tomu odpovídá i vypočtená tržní kapitalizace společností, která je uváděna v milionech eur a je použita k výpočtům vážených průměrů srovnávaných ukazatelů.

Tab. č. 2: Firmy vybrané k oborovému srovnání

| | Ticker (Bloomberg) | Cena 26. 10. 2007 | Tržní kapitalizace (mil EUR) |
|----------------|-----------------------|----------------------|---------------------------------|
| Barr | BRL US | 56,37 USD | 4 198,65 |
| Egis | EGIS HB | 22 950,00 HUF | 712,02 |
| Gedeon Richter | RICHT HB | 37 250,00 HUF | 2 766,47 |
| Hikma | HIK LN | 4,87 GBP | 1 166,42 |
| Krka | KRKG SV | 115,10 EUR | 4 077,55 |
| Mylan | MYL US | 15,00 USD | 2 283,45 |
| Sigma Phar. | SIP AU | 1,46 AUD | 874,41 |
| Stada | SAZ GR | 44,61 EUR | 2 598,82 |
| Teva | TEVA US | 44,54 USD | 24 546,58 |
| Zentiva | ZEN CP | 1 185,00 CZK | 1 682,67 |

Zdroj: firemní data, Bloomberg

Mezi společnostmi zvolenými ke srovnání svou velikostí dominuje izraelská TEVA.

Srovnávané společnosti zastupují skupinu výrobců generických léků obchodovaných na světových akciových trzích. Z pohledu tržní kapitalizace jde spíše o menší či řekněme středně velké firmy, mezi nimiž svou velikostí vyniká izraelská TEVA. Ta také patří mezi největší výrobce generik na světě, ostatní firmy působí spíše regionálně, byť mají snahu svou působnost rozšiřovat, a jejich velikost a tržní kapitalizace tomu odpovídá. Vzhledem k nedávným velkým akvizicím je relativně malá např. tržní kapitalizace společnosti Mylan. Ze střeoevropských společností lze za největší považovat slovinskou Krku, na druhém místě se drží maďarský Gedeon Richter, stále s relativně velkým odstupem před českou Zentivou, jejíž tržní kapitalizace odráží nedávný propad cen akcií v souvislosti se slabými pololetními výsledky. Menší z obou maďarských zástupců ve skupině firem Egis je zároveň firmou s nejmenší tržní kapitalizací mezi všemi firmami, zhruba stejnou velikost má ještě australská Sigma. Příliš velká kapitalizace (ve srovnání s ostatními společnostmi z oboru) společnosti TEVA způsobuje v dalším srovnání vysokou citlivost vážených průměrů na výsledky a hodnoty této firmy, proto je vážený průměr vždy doplněn mediánem, který spolu s ním umožňuje lépe hodnotit nad či podprůměrnost výsledků firem.

Tab. č. 3: Vybrané charakteristiky hospodaření v roce 2006

| | ROA | Pořadí | ROE | Pořadí | Debt/equity | Pořadí |
|----------------------|----------------|--------|----------------|--------|-------------|--------|
| Barr | 28,57 % | 1 | 23,01 % | 1 | 0,14 | 2 |
| Egis | 14,64 % | 6 | 16,63 % | 6 | 0,15 | 3 |
| Gedeon Richter | 16,64 % | 5 | 18,03 % | 4 | 0,11 | 1 |
| Hikma | 16,98 % | 4 | 16,00 % | 7 | 0,40 | 4 |
| Krka | 18,05 % | 2 | 19,63 % | 3 | 0,54 | 7 |
| Mylan | 13,96 % | 7 | 17,84 % | 5 | 1,55 | 10 |
| Sigma Pharm. | 8,35 % | 9 | 7,79 % | 9 | 0,54 | 6 |
| Stada | 10,31 % | 8 | 11,95 % | 8 | 1,49 | 9 |
| Teva | 5,19 % | 10 | 6,35 % | 10 | 0,83 | 8 |
| Zentiva | 17,71 % | 3 | 20,93 % | 2 | 0,51 | 5 |
| Vážený průměr | 10,98 % | | 11,73 % | | 0,73 | |
| Medián | 15,64 % | | 17,23 % | | 0,52 | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg

Při hodnocení firem dle různých ukazatelů se také budeme vracet k některým charakteristikám uvedeným v tabulce č. 3, které považujeme za důležité pro lepší posouzení správnosti ocenění společností na trhu. Např. hodnocení ocenění společností dle ukazatele P/BV má určitou spojitost s rentabilitou vlastního kapitálu (ROE), také další charakteristiky umožňují doplnit názor na jednotlivé firmy.

Před srovnáním společností pomocí jiných ukazatelů není bez zajímavosti rentabilita firem či jejich zadluženost.

Před samotným srovnáním firem dle jednotlivých ukazatelů tržního ocenění apod. se lze ale podívat i na tato data samotná např. srovnat dosahované hodnoty rentability ROA a ROE. Všechny střeoevropské farmacie, tedy Egis, Gedeon Richter i Zentiva dosahují vyššího ROE, což splňuje předpoklad, že firmy by měly zapojovat cizí zdroje tak, aby zvyšovaly rentabilitu pro akcionáře společností. Zapojení cizích zdrojů u všech třech firem pro akcionáře společností představuje přínos. Podobně je tomu ostatně i v případě celé peer group, jejíž ROE převyšuje rentabilitu aktiv, generickým výrobcům se tak obecně daří zapojovat cizí kapitál ku prospěchu vlastníků firem (s výjimkou společností Barr, Hikma či Sigma).

Egis a Gedeon Richter mají cizích zdrojů minimální objem.

Zentiva naopak po akvizici Eczacibasi patří k nejvíce zadluženým firmám, její ziskovost ji k tomu ale opravňuje.

Akvizice v oboru nejsou výjimečné, spíše naopak. Stranou je poněkud Egis, Gedeon Richter se pouští spíše do menších nákupů.

Zájem má Gedeon Richter hlavně o Rumunsko.

Obě maďarské firmy se nedávno zbavily málo výkonné dcery Medimpex.

Zentiva se nebojí pouštět do velkých obchodů.

Při zohlednění zapojení cizích zdrojů je ovšem potřeba také zmínit výši jejich zapojení na financování aktivit firem. Maďarské farmaceutické společnosti Egis a Gedeon Richter patří mezi společnosti, které se prakticky obejdou bez cizích zdrojů. Podobně je na tom již jen Barr, kde je nízký podíl cizích zdrojů trochu překvapivý díky jeho nedávné akvizici společnosti Pliva. U maďarských výrobců je dán nízký podíl dluhů na financování naopak prakticky absencí nějakých výraznějších akvizic, Egis samostatnou akviziční politiku nemá, Gedeon Richter se při kupování jiných společností drží docela při zdi. K financování svého provozu si pak firmy vystačí s vlastními zdroji.

Zentiva naopak na rozdíl od Maďarů využívá cizí zdroje podstatně aktivněji, což způsobuje právě její strategie růst díky akvizicím jiných firem (např. poslední akvizice společnosti Eczacibasi je financována dluhem 460 milionů euro). I tak ale Zentiva není nijak dramaticky zadluženou firmou, po zohlednění akvizice turecké společnosti vzroste poměr debt/equity na cca 1,38, což stále nevybočuje z hodnot v peer group. Zentiva se z pohledu zadlužení dostane k úrovni společností Mylan či Stada, které se podobně jako český výrobce generik nebojí pouštět do pro ně významných akvizic. Proti těmto dvěma společnostem navíc Zentiva dosahuje lepších úrovní rentability, její zadlužování tak je i nadále pod kontrolou, nenarůstá do nijak nenormálních hodnot a firmu neohrožuje.

3. Akvizice mezi výrobci generik

3.1. Středoevropské firmy

I z velmi stručných charakteristik jednotlivých společností vyplývá, že generičtí výrobci nezůstávají pozadu v otázce rozšiřování své působnosti a posilování tržní pozice a konkurenčních výhod pomocí akvizic a slučování s jinými firmami. Poněkud specifickým případem v rámci zvolené skupiny firem je maďarská farmaceutická společnost Egis. Ta díky většinovému akcionáři narozdíl od ostatních firem nemá zcela autonomní politiku, její případné budoucí akvizice tedy závisí spíše na rozhodnutí mateřského Servieru než na samotném Egisu. Druhý maďarský výrobce Gedeon Richter je v tomto ohledu na tom o poznání lépe, neboť díky absenci nějaké mateřské firmy může své aktivity řídit zcela dle svých potřeb a zájmů.

Vzhledem k nepříliš dobré situaci na maďarském trhu, která poznamenává hospodaření místních firem je ale akviziční politika Gedeon Richtera spíše opatrná, byť u něj určité tendence rozšiřovat své aktivity můžeme pozorovat. Firma nedávno (konec roku 2006) koupila velkoobchodníka s léky Sibofarm či společnost Dita Group (opět velkoobchod, čtvrtý kvartál roku 2006, Rumunsko), za kterou Gedeon Richter zaplatil 20,6 milionů dolarů, v posledních měsících to pak byla německá biotechnologická společnost Strathmann Biotec, za níž Gedeon Richter zaplatil 31,7 milionů dolarů (za 70 %, zbytek koupila společnost Helm), čímž se maďarská společnost snaží posílit svou pozici v biotechnologiích.

Vzhledem k potížím na maďarském trhu byly ale místní farmaceutické společnosti spíše než k nákupům nových firem donuceny k prodejům. Na počátku října 2007 firmy Gedeon Richter a Egis převedly své podíly v obchodníku s léky Medimpex (každá z firem vlastnila 50 % této společnosti), který jim v poslední době prakticky nepřinášel zisky, na jinou firmu zabývající se obchodem s léčivými. Tou je jednička maďarského trhu Hungaropharma, se kterou se její doposud konkurent sloučí. Každá z farmaceutických firem z transakce vytěžila 1,5 miliardy forintů, nad Medimpexem navíc neztratily kontrolu, neboť v Hungaropharmě drží každá 30,7 %. Jen o pár dní později ovšem Gedeon Richter svou pozornost upřel do Rumunska, kde koupil 95,8 % místního velkoobchodníka s léky Pharmfarm. Koupí této firmy Gedeon Richter na loňskou akvizici Dita Group. Cenu za koupi společnosti Pharmfarm Gedeon Richter nezveřejnil, její tržní kapitalizace byla 12. 10. 2007 necelých 20 milionů dolarů.

Podstatně aktivnější v oblasti akvizic je česká Zentiva. Její strategie počítá s rozvojem právě díky akvizicím a nutno dodat, že se Zentivě prozatím tuto strategii daří naplňovat. K prvnímu výraznému rozšíření aktivit touto cestou došlo u Zentivy v roce 2003 vstupem do hlohovecké Slovakofarmy (1,9 miliardy korun), úspěch této akvizice přiměl Zentivu zopakovat podobnou transakci v Rumunsku, kde firma koupila místního výrobce léčiv Sicomed (za 150 milionů dolarů Zentiva získala 75 % akcií). Doposud poslední akvizicí je koupě turecké společnosti Eczacibasi, kterou Zentiva dokončila v polovině tohoto roku a za níž zaplatila 460 milionů euro (za 75 % společnosti, na zbytek má Zentiva opci). Ze středoevropských farmaceutických

Donedávna samostatnou chorvatskou společností Pliva koupil americký Barr.

Jiná americká firma, Mylan, kupuje dokonce firmy větší než je ona sama.

Německá Stada akvizicemi míří na východ, kromě Balkánu především do Ruska.

Největší s firmou TEVA není troškař ani v akvizicích, nedávno koupila například společnost IVAX.

společností tak je Zentiva z pohledu akvizic asi neaktivnější firmou, což jí v případě zvládnutí aktuální akvizice popř. nějaké další ztraktivuje i do budoucna.

3.2. Srovnání s ostatními výrobci

Bez zajímavosti není ani srovnání střeoevropských farmaceutických firem a jejich akvizičního apetitu s ostatními společnostmi v oboru. Za zmínku stojí hned první z jmenovaných firem, Barr Pharmaceuticals, která koupila chorvatskou společnost Pliva. Ta patří do skupiny středně velkých střeoevropských farmaceutických společností podobně jako Gedeon Richter, Zentiva či Krka, nemůžeme ji ale již považovat za samostatnou firmu. Barr tohoto vlastníka české Lachemy koupil za 2,5 miliardy dolarů (získal za ně 92 % akcií společnosti), zájem o Plivu přitom měla i další společnost vyrábějící generika – Actavis (tu naopak přes svou společnost Novator převzal islandský miliardář Bjorgolfsson, který v červenci 2007 držel přes 80 % této firmy se zájmem navýšit svůj podíl nad 90 %).

Akvizicím, byť podstatně menším, se nevyhýbá ani jordánská Hikma. Ta v lednu 2007 za 45 milionů dolarů koupila německou společnost Ribosepharm, zaměřující se na onkologická onemocnění. V loňském roce navíc Hikma koupila zbylých 52,5 % akcií společnosti JPI (Al-Jazeera Pharmaceutical Industrie, výrobce léčiv), které doposud nevladnula, za 21 milionů dolarů

O poznání aktivnější firmou je americký Mylan, který na konci roku 2006 držel 20 % akcií indického výrobce aktivních farmaceutických substancí Matrix Laboratories Limited, přičemž tento podíl v únoru 2007 navýšil o dalších 51,5 %. Za tyto akcie Mylan zaplatil po zohlednění nákladů na akvizici apod. 765 milionů dolarů. Někteří akcionáři Matrixu pak koupili část akcií společnosti Mylan za 168 milionů dolarů. Tuto na první pohled velkou akvizici v letošním roce s přehledem překonává transakce, v níž se Mylan dohodl se společností Merck KGaA na koupi její generické divize Merck Generics za 6,7 miliardy euro. Dokončení transakce firmy naplánovaly na druhé pololetí roku 2007. Na konci září získal Mylan k akvizici svolení amerických úřadů. Akvizice, která svým objemem převyšuje tržní kapitalizaci společnosti Mylan, by mu měla pomoci dosáhnout cíle být trojkou na světovém trhu s generiky.

Australská Sigma v nedávné minulosti (konec roku 2005) úspěšně převzala společnost Arrow zaměřující se na výrobu generik (Arrow tak nyní tvoří generickou část tržeb Sigmy). Převzetí či spíše sloučení firem bylo provedeno formou výměny akcií. Akcionáři Sigmy získali za každou svou akcii 4,4 akcie spojené firmy a 28 centů k tomu, akcionáři společnosti Arrow měnili své akcie za akcie nové společnosti v poměru jedna k jedné. Převzetí společnosti Arrow dává Sigmě dle jejich prohlášení chuť zopakovat si rozšíření aktivit formou akvizic i v blízké budoucnosti.

Západoevropský zástupce v porovnávané skupině firem, německá Stada Arzneimittel koupila v roce 2006 srbskou společnost Hemofarm, která se zároveň stala největší akvizicí v sto desetileté historii firmy. Za 100 % podíl v této firmě Stada zaplatila 493,9 milionů euro, což představuje cca 2,4násobek tržeb společnosti Hemofarm v roce 2005 a získala tak přístup a dobrou pozici na trzích Balkánu, posílila v Rusku a ostatních zemích SNS. Rusko zjevně společnost Stada láká, neboť zde letos v létě koupila společnost Makiz za 125 milionů euro (konečná cena může být v závislosti na podmínkách kontraktu ještě o 10 milionů euro vyšší). Stada tak koupí hodlá více participovat na generickém ruském trhu, který by v roce 2010 mohl mít objem až 8 miliard euro. Stada za Makiz platí sumu odpovídající 2,5násobku jeho tržeb (pro srovnání Zentiva za Eczacibasi zaplatila 3násobek jeho tržeb).

Posledním a největším zástupcem výrobců generik je v našem seznamu izraelská TEVA. Ta není troškařem, ani pokud jde o akvizice, když v roce 2006 koupila neméně známou společnost IVAX, již o dva roky dříve navíc koupila opět ne zrovna malou společnost Sicor, společnost se sídlem v Kalifornii a výrobními podniky v Mexiku, Itálii a Litvě, celkem za 3,46 miliardy dolarů. Objem akvizice o dva roky později byl více než dvojnásobný, IVAX přišel TEVU na 7,9 miliardy dolarů (v penězích a akciích), velikost IVAXu se okamžitě odrazila na konsolidovaných výsledcích firmy za rok 2006, kdy například tržby vzrostly meziročně o 60 % (přinesla s sebou ale i propad zisku v roce 2006, který by ovšem měl být jen krátkodobý a v roce 2007 by se již ziskovost firmy měla opět zvyšovat).

Ukazuje se, že mezi generickými výrobci jsou akvizice téměř na denním pořádku.

Poměr P/E kolem necelých 20 je v oboru běžnou hodnotou.

Maďarské farmaceutické firmy patří dle údajů za rok 2006 k nejlevnějším, očekávaný propad zisků v roce 2007 ale leccos mění.

Na vybraném vzorku firem se ukazuje, že růst pomocí akvizic je nedílnou součástí života výrobců generických léčiv, bez ohledu na jejich velikost. Spíše platí, že s jidlem roste chuť a výrobci generik se nebojí pouštět do velkých akvizic, které v extrémních případech objemem převyšují jejich vlastní tržní kapitalizaci (Mylan). Ze středoevropských výrobců si v tomto ohledu nejlépe vede česká Zentiva, pro kterou akvizice představují významný růstový faktor. Zentivě se prozatím daří opakovat významné akvizice v zhruba dvouleté periodě, přičemž postupně zvyšuje jejich objem. Srovnání s ostatními ale ukazuje, že na konsolidujícím se trhu je takováto strategie pravděpodobně správná. Maďarští výrobci si až tak odvážně nepočínají, i když Gedeon Richter také vykazuje určitou aktivitu. Nutno ovšem podotknout, že maďarské firmy byly zasaženy hospodářskými problémy své země a v současnosti spíše brání své pozice. U Egisu významnější akvizice nelze čekat ani v budoucnu, firma na rozdíl od ostatních srovnávaných společností díky existenci majoritního akcionáře neprovádí samostatnou politiku, na druhou stranu pokud se Servier nerozhodne navýšit výrazně svůj 51 % podíl, může se Egis i dlouhodobě vyhnout osudu, který potkal chorvatskou Plivu, již spolknul americký Barr. Pliva či srbská Hemofarm tak středoevropským farmaceutickým firmám ukázaly, že vlastní akvizice podporující růst firmy jsou dobrým ochranným prostředkem pro samostatnou budoucí existenci.

4. Srovnávací analýza

4.1. Srovnání společností dle P/E

Pohled na tržní ocenění výrobců generických léčiv dle ukazatele P/E naznačuje, že za odpovídající lze považovat cenu akcií, která odpovídá cca 18 – 20 násobku dosahovaného zisku na akcii (pochopitelně při zohlednění specifik dané firmy – růstové možnosti, akvizice, makroekonomická situace na trzích apod.). Tento poměr v zásadě odpovídá také obecně přijímané teorii platné pro akcie jako celek. V našem případě toto ocenění potvrzuje jak medián za rok 2006, tak i za rok 2007 (zde podobné hodnoty dosahujeme i v případě váženého průměru). Ocenění peer group v obou letech je podobné a pohybuje se kolem 19 (očekávané zisky i další údaje za rok 2007 jsou již z velké části založeny na pololetních výsledcích, obsahují tak dosti informací z průběhu roku a měly by vcelku odpovídat realitě). V případě váženého průměru za rok 2006 je dosažená hodnota výrazně ovlivněna „úletem“ u společnosti TEVA, která v loňském roce zaznamenala propad ziskovosti, jež by se ovšem neměl opakovat, jak ukazují podstatně normálnější očekávané hodnoty v letech 2007 a 2008. (Vážený průměr odráží velkou tržní kapitalizaci společnosti TEVA, která proti ostatním společnostem z vybrané skupiny hraje přeci jen vyšší ligu.)

Tab. č. 4: Srovnání ukazatele P/E v letech 2006 až 2008f

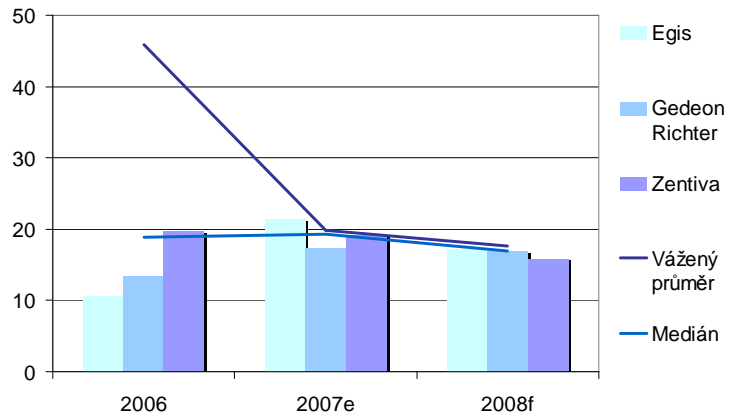
| | P/E 2006 | Pořadí | P/E 2007e | Pořadí | P/E 2008f | Pořadí |
|----------------------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|
| Barr | 17,96 | 5 | 18,23 | 4 | 14,78 | 2 |
| Egis | 10,58 | 1 | 21,35 | 8 | 17,21 | 7 |
| Gedeon Richter | 13,33 | 2 | 17,42 | 3 | 16,98 | 5 |
| Hikma | 30,00 | 8 | 25,57 | 9 | 19,47 | 8 |
| Krka | 34,83 | 9 | 29,34 | 10 | 24,75 | 10 |
| Mylan | 15,13 | 4 | 13,56 | 1 | 19,82 | 9 |
| Sigma Pharm. | 13,73 | 3 | 14,85 | 2 | 12,99 | 1 |
| Stada | 27,54 | 7 | 20,11 | 7 | 16,53 | 4 |
| Teva | 65,67 | 10 | 19,31 | 6 | 17,04 | 6 |
| Zentiva | 19,74 | 6 | 19,18 | 5 | 15,86 | 3 |
| Vážený průměr | 45,87 | | 19,86 | | 17,58 | |
| Medián | 18,85 | | 19,24 | | 17,01 | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Ze srovnání vybraných společností dle ukazatele P/E vyplývá, že maďarské farmaceutické firmy Egis a Gedeon Richter patří momentálně k těm nejlevnějším. Alespoň pokud jejich tržní ocenění porovnáváme s dosaženými zisky za rok 2006. Egis se v současnosti obchoduje na cca 10,6 násobku loňského zisku na akcii, což je zdaleka nejméně mezi vybranými firmami. Společnost Gedeon Richter je na tom podobně, když se obchoduje na zhruba 13,3 násobku zisku na akcii za rok 2006. U obou společností ovšem podle očekávání (a průběžných výsledků za první pololetí tohoto roku), dojde v roce 2007 k poklesu ziskovosti, což povede k růstu dosaženého

P/E 2007 (v roce následujícím by se situace u společnosti Gedeon Richter i Egis měla již postupně stabilizovat, u Egisu je výhled minimálně pro rok 2007 o něco horší vlivem větší expozice domácím trhu, který pro obě firmy představuje největší problém). Mezi ostatními společnostmi půjde spíše o výjimečný jev (něco podobného je očekáváno mezi roky 2006 a 2007 ještě u společnosti Sigma Pharmaceutical či Barr, ovšem zdaleka ne v takovém rozsahu, v roce 2008 se poměrně významně zhorší Mylan), u výrobců generik se obecně očekává růst jejich zisků v souladu s postupným růstem jednotlivých trhů (a tedy pokles u očekávaného P/E).

Graf č. 5: P/E střeoevropských farmacií a jejich srovnání s váženým průměrem a mediánem peer group v letech 2006 – 2008f



Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Zentiva je zpočátku v průměru skupiny, časem jsou její hodnoty atraktivnější.

Česká Zentiva se z pohledu ocenění dle dosahovaných zisků pohybuje zhruba v polovině vybrané skupiny firem, s postupem času a očekávaným růstem jejich zisků vypadá stále atraktivněji. Dokáže-li tak přetavit svou expanzivní akviziční politiku do dosahované ziskovosti v příštích letech, mají dle očekávaného ocenění P/E její akcie rozhodně prostor pro růst. Tomu nahrává také geografická působnost společnosti, tedy střední a východní Evropa s rychle rostoucími ekonomikami a růstem výdajů na zdravotní péči. Podobných temp v západní Evropě či ostatní vyspělé země nedosahují, makroekonomický aspekt tak nahrává spíše Zentivě. Zvláště srovnáme-li ji s dalším střeoevropským výrobcem léků, se společností Krka, který je dle ocenění P/E v rámci celé vybrané skupiny firem nejdražší (kromě roku 2006, kde výrazně „ulétla“ TEVA).

Tab. č. 5: Růst EPS v letech 2002 – 2009f

| Společnost | CAGR | Pořadí |
|----------------------|----------------|--------|
| Barr | 10,03 % | 7 |
| Egis | 12,11 % | 6 |
| Gedeon Richter | 8,13 % | 9 |
| Hikma | 28,05 % | 2 |
| Krka | 22,71 % | 3 |
| Mylan | 3,58 % | 10 |
| Sigma Pharm. | 13,27 % | 5 |
| Stada | 8,22 % | 8 |
| Teva | 22,64 % | 4 |
| Zentiva | 29,37 % | 1 |
| Vážený průměr | 18,81 % | |
| Medián | 12,69 % | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Růst zisků Zentivy je mezi všemi společnostmi dokonce nejlepší.

Prostor pro růst akcií Zentivy neukazuje jen ocenění dle ukazatele P/E, ale i porovnání dosahovaného tempa růstu zisků jednotlivých firem. Zentiva v tomto porovnání dopadla dokonce nejlépe, což ukazuje její schopnost úspěšně realizovat růstový příběh, s nímž si šla před několika málo lety na burzu pro peníze. Akvizicemi společností Slovakofarma, Sicomed, a doufejme že i Eczacibasi, Zentiva dosahuje nezanedbatelného tempa růstu, který se promítá i do její ziskovosti (v roce 2002 čistý zisk 614,6 milionů korun, loni již 2 289 milionů korun). Akvizice jsou pochopitelně hlavním motorem podobných výkonů, které jinak nejsou v středním, natož dlouhém horizontu, udržitelné.

Zisky maďarských společností rostou spíše podprůměrným tempem, klesají jim i marže.

Maďarští producenti léčiv jsou na tom ve srovnání se Zentivou o poznání hůře. Společnost Egis by mezi lety 2002 a 2009 měla dosáhnout průměrného tempa růstu zisků 12,1 %, její domácí konkurent Gedeon Richter dokonce jen 8,1 %, v obou případech jde o podprůměrný výkon, firmy zaostávají i za mediánem peer group, byť Egis jen nepatrně. Ani jedna ze společností nenabízí příběh růstu pomocí významných akvizic, tak jako je tomu u Zentivy, ve srovnání s dalšími společnostmi je sráží také problém domácího trhu, který jejich ziskovost dle našich odhadů negativně ovlivní hlavně v roce 2007, v příštích letech se pak budou z těchto problémů teprve postupně dostávat (současné ocenění tak odráží očekávaný propad ziskovosti v roce 2007, který snižuje i průměrné tempo růstu mezi lety 2002 a 2009). Vliv má také špatný výkon obou firem v Rusku (minimálně na počátku tohoto roku), či slabý dolar. To vše lze vidět ostatně i na marži čistého zisku, která by měla v případě Egisu klesnout pod loňskou úroveň jak v roce 2007, tak i v roce 2008. Větší z maďarských společností Gedeon Richter má díky své velikosti lepší možnosti, jak se z problémů vymanit, u něj by se marže neměly snížit tak výrazně. Na výborné výsledky (např. NI marže v tab. č. 6), kterých dosahoval ještě v roce 2006 ovšem bude muset na nějakou dobu zapomenout.

Tab. č. 6: Srovnání marže čistého zisku v letech 2006 až 2008f

| | NI marže 2006 | Pořadí | NI marže 2007e | Pořadí | NI marže 2008f | Pořadí |
|----------------------|----------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|
| Barr | 25,60 % | 1 | 13,23 % | 5 | 15,10 % | 5 |
| Egis | 15,24 % | 6 | 7,01 % | 9 | 8,13 % | 8 |
| Gedeon Richter | 24,88 % | 2 | 18,49 % | 2 | 18,36 % | 3 |
| Hikma | 17,65 % | 3 | 14,99 % | 4 | 16,29 % | 4 |
| Krka | 16,78 % | 4 | 17,86 % | 3 | 18,67 % | 2 |
| Mylan | 13,48 % | 7 | 10,20 % | 7 | 4,87 % | 9 |
| Sigma Pharm. | 3,77 % | 10 | 2,82 % | 10 | 2,93 % | 10 |
| Stada | 7,43 % | 8 | 8,78 % | 8 | 9,47 % | 7 |
| Teva | 6,49 % | 9 | 20,36 % | 1 | 21,00 % | 1 |
| Zentiva | 16,35 % | 5 | 12,70 % | 6 | 11,96 % | 6 |
| Vážený průměr | 11,50 % | | 17,19 % | | 17,57 % | |
| Medián | 15,79 % | | 12,97 % | | 13,53 % | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Ne vše je ale beznadějně, i na výsledcích maďarských firem se dá nalézt něco dobrého.

Nicméně je třeba říci, že výsledek společnosti Egis není vyloženě špatný, za mediánem sledované skupiny (v případě růstu EPS) zaostává jen lehce (vážený průměr zase nejvíce ovlivňuje nadprůměrným výkonem – opět také díky akvizicím – nejtěžší váha, kterou je TEVA). Problémem je právě zmíněný propad ziskovosti, který se projevil ve všech kvartálech současného finančního roku firmy a který výrazně snižuje marže Egisu. Gedeon Richter je zase mezi středoevropskými farmaciemi největší společností (nebereme-li v potaz Krku), jeho výkonnost tak může sloužit jako měřítko pro relativně stabilizovanou firmu, která se nepouští do velkých akvizičních dobrodružství a soustředí se především na svůj vlastní byznys, akorát je bohužel postižena tržními změnami souvisejícími s reformami na domácím trhu. Marže čistého zisku by u této firmy navíc měly zůstat lepší než u Zentivy, kde je tento ukazatel ovlivněn její akviziční politikou, jež se nejdříve projevuje v růstu tržeb a na zisky má vliv s určitým zpožděním (každá akvizice s sebou pochopitelně nese i náklady, které v první fázi zisky omezují).

4.2. Srovnání společností dle P/BV

Dle P/BV patří maďarské firmy trvale k těm levnějším.

Ocenění společností dle ukazatele P/BV, který porovnává tržní cenu akcie a vlastní kapitál připadající na akcii, se obě maďarské společnosti jeví opět jako relativně levné. Zvláště menší z obou maďarských firem, tedy Egis, je ve všech sledovaných letech oceněn dle poměru P/BV relativně velmi levně (levnější je již jen druhá nejmenší firma ve vybraném vzorku, tedy australská Sigma a v příštích letech americký Mylan). V kontextu s oceněním Sigmy se může jevit, že investoři vnímají menší firmy z oboru jako rizikovější, což se odráží v jejich tržních cenách, Egis je ovšem také postižen problémy maďarského farmaceutického trhu, které se projeví v dlouhotrvajícím poklesu jeho akcií, z kterého se společnost zdaleka ještě nevzpamatovala. Tyto problémy maďarského trhu mají také vliv na ocenění akcií společnosti Gedeon Richter, ta jim ovšem díky své velikosti a větším exportním možnostem dokáže čelit lépe. Přestože se tedy její cena opět jeví jako nižší ve srovnání s váženým průměrem i mediánem, není až tak nízká jako je tomu u Egisu. Ocenění obou firem dle P/BV je tak ukazuje jako atraktivní je ovšem třeba mít na

paměti, že se tržní situace v Maďarsku také podepisuje na jejich ziskovosti. Hodnoty na nichž se akcie maďarských firem pohybují v kontextu s jejich ziskovostí (která se v čase promítá v růstu vlastního kapitálu) až tak atraktivně nevypadají, byť jim tento ukazatel určité růstové možnosti dává.

Tab. č. 7: Srovnání ukazatele P/BV v letech 2006 až 2008f

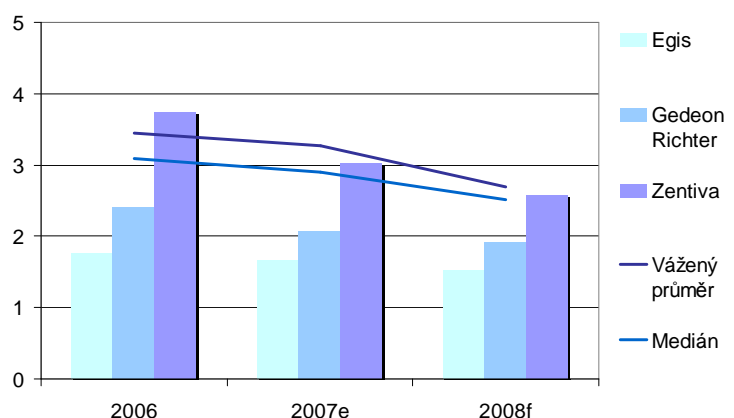
| | P/BV 2006 | Pořadí | P/BV 2007e | Pořadí | P/BV 2008f | Pořadí |
|----------------------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
| Barr | 3,57 | 7 | 3,11 | 7 | 2,49 | 5 |
| Egis | 1,76 | 2 | 1,66 | 3 | 1,53 | 3 |
| Gedeon Richter | 2,40 | 4 | 2,08 | 4 | 1,90 | 4 |
| Hikma | 4,80 | 9 | 4,59 | 9 | 3,86 | 9 |
| Krka | 7,14 | 10 | 6,65 | 10 | 5,54 | 10 |
| Mylan | 1,99 | 3 | 1,64 | 2 | 0,98 | 1 |
| Sigma Pharm. | 1,02 | 1 | 1,18 | 1 | 1,19 | 2 |
| Stada | 3,01 | 5 | 2,79 | 5 | 2,58 | 8 |
| Teva | 3,17 | 6 | 3,15 | 8 | 2,55 | 6 |
| Zentiva | 3,74 | 8 | 3,02 | 6 | 2,58 | 7 |
| Vážený průměr | 3,45 | | 3,27 | | 2,69 | |
| Medián | 3,09 | | 2,90 | | 2,52 | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Zentiva je naopak spíše dražším titulem, i když další střeoevropská společnost, Krka, nemá asi konkurenci.

Společnost Zentiva, respektive její akcie, jsou v oborovém srovnání dle ukazatele P/BV poměrně drahé. Nicméně poměr v průběhu sledovaných let v případě Zentivy vcelku rychle klesá a akcie se svým oceněním postupně dostávají pod vážený průměr (jsou ovšem trvale nad mediánem vzorku firem). Rychlý pokles ukazatele P/BV v čase je dán dynamikou růstu zisků firmy (která je jak ukazuje porovnání růstu zisků společností nejlepší mezi všemi firmami), což se projevuje v růstu vlastního kapitálu Zentivy (převodem do nerozdělených zisků). Při zohlednění ziskovosti firmy tak ocenění Zentivy získává nové souvislosti. Samotná Zentiva má tendence porovnávat se s Krkou ze Slovinska, která pro ni představuje vzor úspěšné střeoevropské farmaceutické firmy. Její cena vzhledem k vlastnímu kapitálu na akcii je přitom mezi vybranými společnostmi nejvyšší (Krka je opět firma s nadprůměrně rychlým růstem zisku), což podporuje názor o správnosti ocenění akcií společnosti Zentiva, či jejímu určitému podcenění.

Graf č. 6: P/BV střeoevropských farmacií a jejich srovnání s váženým průměrem a mediánem peer group v letech 2006 – 2008f



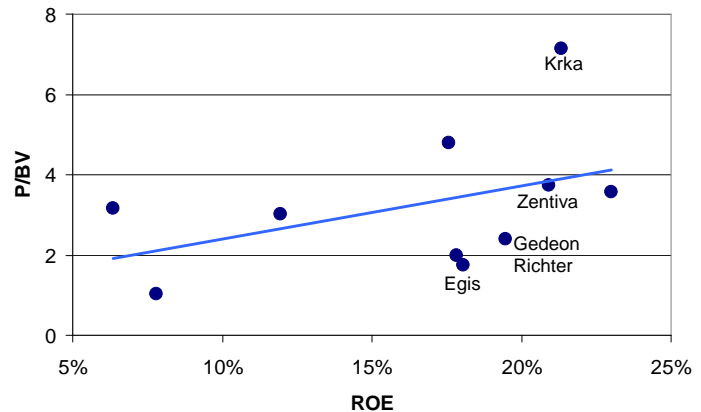
Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Ukazatel P/BV je v těsném vztahu s ROE.

Vztah mezi oceněním akcií dle ukazatele P/BV a ziskovostí, a tedy posouzení odpovídajícího ocenění společnosti, lze přímo porovnat, jak je tomu u grafu č. 7. Zde je porovnán poměr P/BV s rentabilitou vlastního kapitálu společnosti. Minimálně teoreticky by mělo platit, že v případě vyšší rentability vlastního kapitálu lze u společnosti akceptovat vyšší cenu vzhledem k vlastnímu kapitálu na akcii, tedy vyšší poměr P/BV. Praxe to alespoň v našem případě farmaceutických firem potvrzuje. Na vybraném vzorku lze pozorovat, že firmy dosahující lepšího zhodnocení vlastního kapitálu trh oceňuje vyšším násobkem P/BV, což lze na grafu vidět v rostoucí trendové přímce. Ze střeoevropských farmaceutických firem se v tomto srovnání jeví maďarské farmaceutické společnosti Egis a Gedeon Richter jako poměrně levné a v obou případech by patrně šlo akceptovat i vyšší ohodnocení. Ocenění Zentivy,

kteřá leží na trendové přímce, naproti tomu odpovídá předpokladu. Asi nejvíce ze střeoevropských firem trendu „uletěla“ slovinská Krka, jejíž se obchodují na 7,1násobku vlastního kapitálu na akcii, což se i vzhledem k dosahované nadprůměrné rentabilitě vlastního kapitálu zdá docela hodně. Vzhledem k podobným hodnotám ROE společností Zentiva a Krka, by si dle P/BV měly být tyto společnosti patrně o něco blíže, nebereme-li v potaz pravděpodobnou předraženost akcií Krky, lze vzhledem k dosahovanému růstu akceptovat vyšší ocenění u Zentivy, jejíž akcie tak mají stále určitý prostor pro růst.

Graf č. 7: Porovnání P/BV a ROE v roce 2006



Zdroj: firemní data, Bloomberg

4.3. Srovnání společností dle P/S

Kromě porovnávání společností dle poměru tržní ceny jejich akcií a vybrané charakteristiky hospodaření přepočtené na jednu akcii, jako je P/E či P/BV lze také použít ukazatel P/S, který srovnává ceny akcií v přepočtu na násobky tržeb na akcii.

Tab. č. 8: Srovnání ukazatele P/S v letech 2006 až 2008f

| | P/S 2006 | Pořadí | P/S 2007e | Pořadí | P/S 2008f | Pořadí |
|----------------------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
| Barr | 4,60 | 8 | 2,41 | 5 | 2,23 | 6 |
| Egis | 1,61 | 2 | 1,50 | 3 | 1,40 | 3 |
| Gedeon Richter | 3,32 | 6 | 3,22 | 7 | 3,12 | 7 |
| Hikma | 5,30 | 9 | 3,83 | 9 | 3,17 | 8 |
| Krka | 6,10 | 10 | 5,32 | 10 | 4,61 | 10 |
| Mylan | 2,04 | 3 | 1,27 | 2 | 0,70 | 2 |
| Sigma Pharm. | 0,51 | 1 | 0,46 | 1 | 0,43 | 1 |
| Stada | 2,09 | 4 | 1,70 | 4 | 1,50 | 4 |
| Teva | 4,20 | 7 | 3,78 | 8 | 3,42 | 9 |
| Zentiva | 3,23 | 5 | 2,44 | 6 | 1,90 | 5 |
| Vážený průměr | 4,00 | | 3,36 | | 2,99 | |
| Medián | 3,27 | | 2,42 | | 2,06 | |

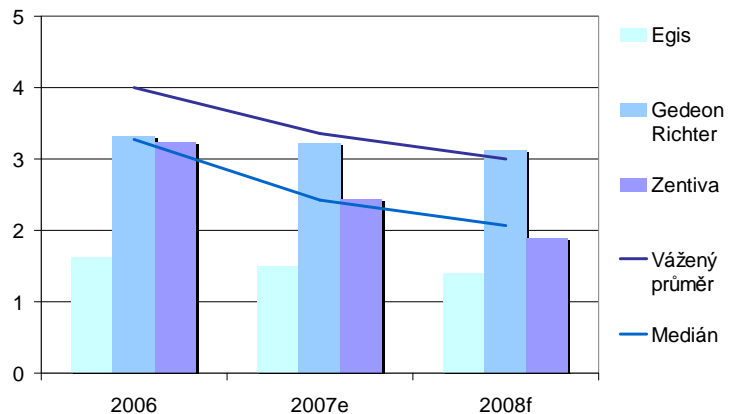
Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Třetím ukazatelem poměřujícím tržní cenu akcií je P/S.

Nízké ocenění Egisu je již téměř klasikou, Zentiva spadá do průměru, Gedeon Richter ke spíše dražším firmám.

Výsledky střeoevropských firem nejsou po porovnání firem podle P/E a P/BV již nijak velkým překvapením. Kromě toho, že nejdražší je opět Krka, je již klasikou nízké ocenění společnosti Egis. To odpovídá problémům firmy na domácím trhu či její (ne)velikosti, díky které může být firma brána jako rizikovější investice (podobně je na tom druhá nejmenší firma z vybrané skupiny, tedy australská Sigma). Ocenění Egisu prakticky dle každého zvoleného měřítka zohledňuje plně problémy prostředí v němž se firma pohybuje. Zentiva je pak oceněna vcelku průměrně již dle tržeb za rok 2006 a tento průměr či medián ani podle hodnot očekávaných pro příští roky příliš neopouští. Průměrné je také ocenění u společnosti Gedeon Richter, i když ta má tendence se v průběhu času přesunovat spíše k dražším firmám. To je dáno nízkým očekávaným růstem tržeb, poměr P/S tak v čase klesá pomaleji než u jiných firem a zdražuje Gedeon Richter v letech 2007 a 2008 (u Egisu se tento jev neprojevuje tak výrazně, protože ocenění firmy již podle P/S 2006 je velice nízké, trend je ale díky podobným problémům obou firem také podobný).

Graf č. 8: P/S stredoevropských farmacií a jejich srovnání s váženým průměrem a mediánem peer group v letech 2006 – 2008f



Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

V porovnání se společnostmi s podobnou akviziční aktivitou je Zentiva spíše levnější.

Společnost Zentiva, spolu se společnostmi Barr, Hikma či Mylan, patří mezi firmy, které by v letech 2006 až 2008 měly vykazovat nejvyšší růst tržeb. To lze přisoudit strategii firem růst mimo jiné pomocí akvizic. Na tržbách Zentivy se tak bude v roce 2007 částečně a v roce následujícím naplno projevovat akvizice turecké společnosti Eczacibasi, u Barru pak jde např. o vlivy akvizice chorvatské Plivy. Na srovnání lze pozorovat, že společnost Zentiva, která by měla dosahovat podobně rychlého tempa růstu tržeb jako Hikma nebo Barr je dle ukazatele P/S levnější než tyto firmy (naopak je dražší než Mylan, který se pouští do akvizic převyšujících jeho kapitalizaci, což nemusí každý investor brát zrovna jako nejbezpečnější počínání). Při zohlednění akviziční politiky firmy a jejich očekávaných dopadů na hospodaření, tak lze akceptovat vyšší ocenění akcií Zentivy, než které je v současné době na trhu. (U maďarských společností Egis a Gedeon Richter je naopak růst tržeb mezi roky 2006 a 2008 nejnižší.)

4.4. Srovnání společností dle EV/EBITDA

Stále více užívaným je ukazatel EV/EBITDA, který zohledňuje mimo jiné zadluženost firem.

Stále častěji užívaným ukazatelem pro vzájemné porovnání společností obchodovaných na akciových trzích je ukazatel EV/EBITDA, který poměruje tzv. enterprise value (EV), což je součet tržní kapitalizace společnosti a čistého dluhu, který je rozdílem mezi úročenými dluhy firmy a její hotovostí (EV může být brána jako teoretická cena při převzetí společnosti, kdy kupující platí její tržní hodnotu, dále přebírá dluhy a dostává se i k její hotovosti, která snižuje náklady na převzetí), s provozním ziskem na úrovni EBITDA, který není ovlivněn různými odpisovými a jinými politikami firem. Popularita užívání ukazatele EV/EBITDA je dána mimo jiné právě zahrnutím zadluženosti firem do úvah o jejich hodnotě.

Tab. č. 9: Srovnání ukazatele EV/EBITDA v letech 2006 až 2008f

| | EV/EBITDA 2006 | Pořadí | EV/EBITDA 2007e | Pořadí | EV/EBITDA 2008f | Pořadí |
|--------------------|----------------|--------|-----------------|--------|-----------------|--------|
| Barr | 11,38 | 4 | 10,83 | 2 | 8,55 | 2 |
| Egis | 8,57 | 2 | 11,54 | 4 | 10,32 | 4 |
| Ged. Richter | 9,77 | 3 | 11,89 | 5 | 10,57 | 7 |
| Hikma | 19,44 | 8 | 15,49 | 8 | 12,15 | 9 |
| Krka | 22,07 | 9 | 17,42 | 10 | 15,02 | 10 |
| Mylan | 11,60 | 5 | 16,47 | 9 | 10,82 | 8 |
| Sigma Pharm. | 7,94 | 1 | 8,77 | 1 | 7,65 | 1 |
| Stada | 15,37 | 7 | 11,17 | 3 | 9,54 | 3 |
| Teva | 35,14 | 10 | 13,34 | 6 | 10,49 | 6 |
| Zentiva | 11,80 | 6 | 14,06 | 7 | 10,39 | 5 |
| Váž. průměr | 25,60 | | 13,38 | | 10,67 | |
| Medián | 11,70 | | 12,62 | | 10,44 | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Jako v předchozím případě, Zentiva je průměrně drahou firmou, i přes výrazné změny zadluženosti.

Středoevropské farmacie si i podle tohoto ukazatele stojí podobně jako v předchozích případech. Česká Zentiva je průměrně drahou společností ve všech sledovaných letech. Mezi roky 2006 a 2007 ukazatel EV/EBITDA v jejím případě vzrůstá, což je dáno akvizicí společnosti Eczacibasi, kterou Zentiva financuje pomocí dluhu 460 milionů euro. Uročené dluhy zvyšují hodnotu enterprise value způsobem, který spolehlivě přebíjí i očekávaný růst ziskovosti na úrovni EBITDA (v absolutním vyjádření, marže po akvizici patrně na nějakou dobu klesnou). V roce 2008 proti předchozímu roku již ukazatel u Zentivy klesá, což je dáno očekávaným postupným splácením dluhů získaných pro účely akvizice Eczacibasi, ale také dalším očekávaným růstem (proti předchozím rokům významnějším) zisku EBITDA. Nicméně ani poměrně významné změny v zadluženosti společnosti nezpůsobují, že by ocenění firmy nějak odbočovalo o průměru či mediánu peer group (vážený průměr je opět zvláště v roce 2006 ovlivněn poněkud nestandardními hodnotami společnosti TEVA s největší tržní kapitalizací). Vývoj zadluženosti u společnosti Zentiva poměrně jednoznačně charakterizuje ukazatel debt/equity, který z hodnoty 0,51 pro rok 2006 uvedené v tabulce č. 3, po akvizici turecké firmy významně narůstá na 1,38 očekávané za rok 2007 (tato hodnota, jak bylo již zmíněno patří k nejvyšším v peer group, ale odpovídá firmám s podobnou akviziční chutí). Ukazatel EV/EBITDA a zvláště jeho vývoj v čase spolu se srovnání s dalšími generickými výrobci ukazuje, že Zentiva je schopna zvládat zadluženě akvizice, které dokáže přetavit v odpovídající nárůst ziskovosti již na úrovni zisku EBITDA, jak je možno vidět i na marži EBITDA, která se ve všech sledovaných letech pohybuje kolem mediánu a průměru skupiny.

Tab. č. 10: Srovnání marže zisku EBITDA v letech 2006 až 2008f

| | EBITDA marže 2006 | Pořadí | EBITDA marže 2007e | Pořadí | EBITDA marže 2008f | Pořadí |
|--------------------|-------------------------|--------|--------------------------|--------|--------------------------|--------|
| Barr | 41,80 % | 1 | 18,39 % | 8 | 21,71 % | 6 |
| Egis | 19,85 % | 7 | 13,74 % | 9 | 14,17 % | 9 |
| Ged. Richter | 32,93 % | 2 | 25,11 % | 5 | 27,30 % | 4 |
| Hikma | 28,09 % | 6 | 26,06 % | 4 | 27,50 % | 3 |
| Krka | 29,67 % | 5 | 30,90 % | 1 | 30,94 % | 1 |
| Mylan | 30,34 % | 4 | 26,15 % | 3 | 20,46 % | 7 |
| Sigma Pharm. | 7,51 % | 10 | 6,58 % | 10 | 6,92 % | 10 |
| Stada | 19,63 % | 8 | 19,81 % | 7 | 20,36 % | 8 |
| Teva | 14,65 % | 9 | 29,14 % | 2 | 30,73 % | 2 |
| Zentiva | 30,37 % | 3 | 24,49 % | 6 | 25,00 % | 5 |
| Váž. průměr | 21,65 % | | 26,42 % | | 27,55 % | |
| Medián | 28,88 % | | 24,80 % | | 23,36 % | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Egis je dle ukazatele EV/EBITDA druhý nejlevnější. EBITDA marže to vcelku vysvětlují.

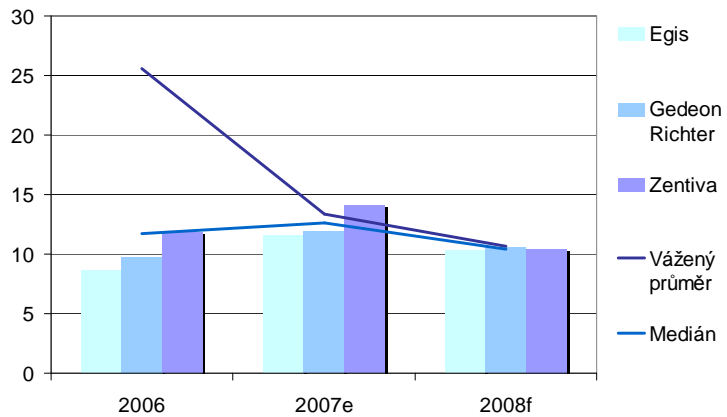
Výsledky společnosti Egis podle ukazatele EV/EBITDA také nepřekvapují. Egis je dle tohoto ukazatele v roce 2006 druhý nejlevnější, v dalších dvou letech je ještě levnější společnost Mylan a Stada. Nízké ocenění společnosti Egis lze ale pochopit, firma po reformách zdravotnictví trpí, a patrně ještě v blízké budoucnosti bude trpět, poklesem marží. Marže zisku EBITDA patří mezi sledovanou skupinou společností u Egisu k nejslabším. Egis podobně jako Zentiva mezi lety 2006 a 2007 vykazuje nárůst ukazatele EV/EBITDA. U Zentivy je tento jev dán nárůstem zadluženosti po velké akvizici, na Egis má naopak vliv pokles zisku na úrovni EBITDA. Ten klesá nejen při vyjádření pomocí ziskové marže, ale i absolutně (u Zentivy jen marže). V roce 2008 by již mělo opět dojít k růstu ziskovosti (v absolutním vyjádření), marže ovšem zůstává stále slabší ve srovnání s rokem 2006, obrat promítnutý do vývoje ukazatele EV/EBITDA tak není výrazný a společnost Egis tak zůstává jednou z levnějších firem ve skupině společností. Dopady reformy v Maďarsku na hospodaření a ziskovost firmy ovšem toto nízké ocenění zdůvodňují a je tak otázkou nakolik mají akcie Egisu prostor pro růst.

Gedeon Richter z relativně levné firmy postupně přechází k dražším společnostem.

Zajímavým vývojem prochází během tříletého zvoleného období ocenění společnosti Gedeon Richter. Ta je na základě ukazatele EV/EBITDA v roce 2006 po Egisu třetí nejlevnější společností, ovšem v dalších dvou letech patří naopak k těm průměrným až dražším, a to i přesto, že oba maďarští výrobci mají mezi všemi zvolenými společnostmi jednu z nejmenších dluhů což číselně ukazatele snižuje. Gedeon Richter je podobně jako společnost Egis zasažen reformami zdravotnictví v Maďarsku, které se projevují na poklesu ziskovosti již od úrovně EBITDA, a to jak při vyjádření ve formě marže EBITDA (na průměrné hodnoty) či absolutně. Největší dopad zaznamená Gedeon Richter podobně jako Egis v roce 2007, od příštího roku by mělo docházet k postupnému zlepšení výsledků hospodaření, než se ovšem podaří plně kompenzovat výpadek způsobený reformou, protože Dunajem ještě hodně vody.

V kontextu s dopady reforem na hospodaření firmy tak lze její ohodnocení považovat opět za vcelku odpovídající bez podobně výrazného prostoru pro růst, který má Zentiva.

Graf č. 9: EV/EBITDA středoevropských farmacií a jejich srovnání s váž. průměrem a mediánem peer group v letech 2006 – 2008f



Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

4.5. Dividendová politika a dividendy

Dividendy nejsou u generických výrobců léků tím nejdůležitějším.

Většina společností ze sledované skupiny vyplácí dividendy, byť ty nepředstavují pro investory nějak zásadní položku. Dividendová politika firem se také případ od případu mírně liší. Drtivá většina společností výplatu dividend odvíjí od dosahovaných výsledků hospodaření, dividendy tak mají větší či menší vazbu na zisky firem. Pouze maďarská společnost Egis vyplácí stále stejnou dividendu, bez ohledu na dosahované výsledky, americký Barr se pak s dividendami neobtěžuje vůbec.

Společnost Barr je jedinou ze sledovaných firem, která peněžní dividendu nevyplácí (své akcionáře ovšem čtyřikrát za posledních deset let potěšila rozdělením akcií v poměru 3:2, naposledy v roce 2004). Změně dividendové politiky firmy prozatím nic nenasvědčuje, dividendy by tak neměly být vypláceny ani v nejbližších letech.

Tab č. 11: Dividendy srovnávaných firem v letech 2002 až 2009f (v lokální měně)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007e | 2008f | 2009f |
|--------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Barr | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Egis | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| Ged. Richter | 330 | 440 | 500 | 600 | 690 | 535 | 549 | 668 |
| Hikma | 0,09 | 0,11 | 0,20 | 0,04 | 0,08 | 0,07 | 0,10 | 0,13 |
| Krka | 0,42 | 0,45 | 0,50 | 0,58 | 0,69 | 2,90 | 3,46 | 4,75 |
| Mylan | 0,08 | 0,10 | 0,12 | 0,24 | 0,24 | 0,15 | 0,00 | 0,00 |
| Sigma Phar. | 0,03 | 0,05 | 0,06 | 0,14 | 0,09 | 0,07 | 0,08 | 0,09 |
| Stada | 0,65 | 0,35 | 0,39 | 0,39 | 0,62 | 0,72 | 0,84 | 0,98 |
| Teva | 0,10 | 0,16 | 0,22 | 0,28 | 0,33 | 0,36 | 0,36 | 0,44 |
| Zentiva | 0,00 | 0,00 | 8,00 | 9,50 | 11,50 | 11,92 | 14,57 | 17,03 |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Egis jako jediná firma vyplácí stále stejnou dividendu.

Společnost Egis zastává dividendovou politiku vyplácet stále stejnou dividendu na akcii. Akcie firmy tedy přinášejí investorům stejnou částku bez ohledu na dosahované zisky, v tomto případě to je 120 forintů na akcii, které firma vyplácí již pět let (a vyplatila ji i za finanční rok 2000 – o rok později byla dividenda jen 90 forintů, což způsobil posun finančního roku, který v roce 2001 trval jen 9 měsíců, což se projevilo i ve vyplacené dividendě). V případě Egisu by měla být tato dividendová politika naplňována i v budoucnu, prozatím nic nenasvědčuje tomu, že by firma měla v úmyslu v tomto ohledu něco měnit.

Gedeon Richter dividendu vztahuje k zisku.

Gedeon Richter na rozdíl od svého menšího maďarského soupeřníka uplatňuje jinou dividendovou politiku. Firma výši vyplacené dividendy vztahuje k dosaženému zisku. Firma hodlá dlouhodobě vyplácet na dividendách zhruba čtvrtinu svého zisku. Díky

Americký Mylan potřebuje prostředky na akvizice, s dividendami je prozatím konec.

Největší z firem, TEVA, podobně jako většina společností dividendy zvyšuje.

rostoucí ziskovosti v předchozích letech tak došlo také k růstu vyplácených dividend z 250 forintů v roce 2000 až na 690 forintů za rok 2006. Do budoucna bude tedy výše dividend ovlivněna dosaženými zisky. U dividendy za finanční rok 2007 očekáváme pokles na 535 forintů.

Podobnou praxi jako Gedeon Richter využívá také společnost Hikma, jejíž budoucí dividendy by se dle odhadů měly pohybovat na úrovni 20 % dosahovaného zisku (v době nedávno minulé ovšem firma na dividendách vyplácela podstatně větší část svých zisků).

Slovinská Krka jde cestou postupného zvyšování vyplácených dividend (z 950 SIT v roce 2002 na 1 650 SIT za rok 2006 – údaje v tab. č. 11 jsou přepočteny na euro pro srovnatelnost s budoucími dividendami, které jsou již uváděny díky vstupu Slovinska do EMU v eurech), které jsou vypláceny jednou ročně do 60 dní od výroční valné hromady. Díky praxi postupného zvyšování dividendy není vztah k zisku tak jednoznačný jako např. u Gedeon Richtera. U Krky se v posledních pěti letech pohybovala vyplácená dividendy na úrovni 24 – 39 % zisku na akcii za předchozí rok, odhad pro příští roky předpokládá výplatu cca tři čtvrtin zisku ve formě dividend.

Společnost Mylan vyplácené dividendy na akcii v minulých pěti letech zvyšovala z 0,08 USD v roce 2002 na 0,24 USD za poslední fiskální rok (o rok dříve byla dividendy stejná). Nicméně vyplácení dividend bylo v tomto roce zastaveno a jejich obnovení je v současnosti nejasné, nejpravděpodobnější je varianta, že Mylan dividendy vyplácet po nějakou dobu nebude, což je ostatně zapracováno i do tržního odhadu.

Sigma Pharmaceuticals dividendy v minulých letech navyšovala, a to z 0,03 AUD v roce 2003 na 0,0875 AUD v posledním fiskálním roce (o rok dříve byla dividendy dokonce 0,143 AUD na akcii, tato výše ovšem byla ovlivněna speciální dividendou – řádná dividendy byla jen 0,08 AUD). Ve vztahu k dosahovaným ziskům je vyplácená dividendy vcelku významná, v letech 2003 až 2005 firma vyplácela necelé dvě třetiny zisků ve formě dividend, v posledním finančním roce to byly již čtyři pětiny zisku, v příštích letech by měla vyplácená dividendy firmy odpovídat cca třem čtvrtinám dosahovaného zisku.

Německá Stada Arzneimittel vyplácenou dividendou podstatným způsobem (o 59 %) navýšila v loňském roce. V letech 2002 vyplácela postupně rostoucí dividendy na akcii mezi 0,325 až 0,39 euro na akcii. Za rok 2006 dividendy činí 0,624 euro na akcii. Růst dividendy v posledním roce odpovídá zvýšené ziskovosti firmy, která na dividendách vyplácí cca 40 % svého zisku (± 5 %). Vzhledem k očekávanému růstu zisků by měly růst i vyplácené dividendy firmy, jejich podíl ovšem klesne k 30 % zisku.

Izraelská Teva vyplácí dividendy, jejichž výše má v posledních letech rostoucí tendenci, od roku 1987 probíhá výplata kvartálně. Firma předpokládá, že bude dividendy vyplácet i nadále, záviset bude na dosahovaných ziscích, finanční kondici, potřebě investic apod. Růst vyplácených dividend v přepočtu na jednu akcii byl v minulých letech velmi plynulý, každoročně se dividendy na akcii zvyšovala o 0,06 dolaru, v posledním roce o 0,05 dolaru. V nejbližších letech by měla dividendy na akcii dále růst, byť již volnějším tempem. Představovat by měla cca 15 % dosahovaných zisků firmy.

Tab. č. 12: Srovnání dividendového výnosu v letech 2006 až 2008f

| | d.y. 2006 | Pořadí | d.y. 2007 | Pořadí | d.y. 2008 | Pořadí |
|----------------------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
| Barr | 0,00 % | 10 | 0,00 % | 10 | 0,00 % | 9 |
| Egis | 0,52 % | 9 | 0,52 % | 9 | 0,52 % | 8 |
| Gedeon Richter | 1,85 % | 2 | 1,44 % | 4 | 1,47 % | 4 |
| Hikma | 0,75 % | 6 | 0,73 % | 8 | 1,00 % | 6 |
| Krka | 0,60 % | 8 | 2,52 % | 2 | 3,01 % | 2 |
| Mylan | 1,60 % | 3 | 0,97 % | 6 | 0,00 % | 9 |
| Sigma Pharm. | 6,01 % | 1 | 5,09 % | 1 | 5,64 % | 1 |
| Stada | 1,39 % | 4 | 1,61 % | 3 | 1,88 % | 3 |
| Teva | 0,73 % | 7 | 0,81 % | 7 | 0,81 % | 7 |
| Zentiva | 0,97 % | 5 | 1,01 % | 5 | 1,23 % | 5 |
| Vážený průměr | 0,91 % | | 1,07 % | | 1,11 % | |
| Medián | 0,86 % | | 0,99 % | | 1,12 % | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

Zentiva má z firem, které dividendy vyplácejí, nejkratší historii výplat.

Dividendový výnos se pohybuje kolem 1 %, pro investory jsou tak společnosti zajímavé jinými charakteristikami.

Ve střední Evropě nejatraktivnější dividendu nabízí Gedeon Richter, dojde ale u něj ke zhoršení.

Růst dividend je v případě Zentivy nadprůměrný, u Gedeon Richtera průměrný, u Egisu jej díky zvolené dividendové politice ani nemá cenu počítat.

Dividendová historie společnosti Zentiva je ze všech společností nejkratší (když nebereme v úvahu, že společnost Mylan s výplatou dividend v nedávné minulosti skončila a jejich další výplata je sporná, a že Barr dividendu nevyplácí vůbec). Zentiva vyplatila dividendu prozatím třikrát postupně 8, 9,5 a 11,5 korun na akcii. Cílem firmy je vyplácet cca 15 až 20 % konsolidovaného zisku (patrně spíše při horní hranici daného rozpětí), vzhledem k očekávanému růstu zisků firmy tak lze očekávat i růst vyplácených dividend. Dividendu za rok 2007 očekáváme v závislosti na dosaženém zisku ve výši 11,9 korun na akcii.

Pro investory firmy vyrábějící generické léky nepatří mezi společnosti, které by byly vyhledávány kvůli dividendám. Přestože lze v tomto oboru mezi veřejně obchodovanými společnostmi výplatu dividend označit téměř za pravidlo, jejich výše je spíše symbolická. Dividendový výnos se mezi sledovanými společnostmi pohyboval v loňském roce mezi 0 a 6 %, přičemž maximální hodnoty dosáhla společnost Sigma Pharmaceuticals, která z tohoto pohledu všechny ostatní společnosti výrazně převyšuje. Dividendový výnos u zbylých společností se pohybuje na dohled 1 %, což je ostatně také přibližně průměrná hodnota peer group ve všech sledovaných letech.

Ze středoevropských farmacií je na tom z tohoto pohledu nejlépe Gedeon Richter s dividendovým výnosem 1,83 % za loňský rok, vzhledem k očekávanému poklesu zisku v roce 2007 (od něž se v tomto případě dividendy odvíjí) ale očekáváme mírné zhoršení (i tak Gedeon Richter zůstane nad průměrem zvolené skupiny firem). Naopak u Zentivy díky předpokládanému zlepšování ziskovosti by mělo dojít i k růstu dividendového výnosu, i když ten zůstane spíše průměrný. Nejslabší společností je v tomto případě Egis, jež za rok 2006 přinesl investorům druhý nejnižší dividendový výnos, jen cca 0,5 %. To je dáno dividendovou politikou firmy, která vyplácí trvale dividendu 120 forintů na akcii, zatímco konkurence při výplatě dividend více či méně zohledňuje vývoj zisků. Ve prospěch Egisu je ovšem nutno připomenout, že společnost Mylan v loňském roce výplatu dividend přerušila, Egis se tak v příštích letech dostane alespoň nad tuto firmu (a Barr, který jediný s dividendami nepočítá).

Tab. č. 13: Růst DPS v letech 2002 – 2009f (v %)

| Společnost | CAGR | Pořadí |
|----------------------|----------------|--------|
| Barr | 0,00 % | 8 |
| Egis | 0,00 % | 8 |
| Gedeon Richter | 10,60 % | 5 |
| Hikma | 4,80 % | 7 |
| Krka | 41,42 % | 1 |
| Mylan | -100,00 % | 10 |
| Sigma Pharm. | 16,99 % | 3 |
| Stada | 5,96 % | 6 |
| Teva | 23,13 % | 2 |
| Zentiva* | 16,31 % | 4 |
| Vážený průměr | 13,39 % | |
| Medián | 8,28 % | |

Zdroj: firemní data, Bloomberg, odhad Cyrrus

* u Zentivy období zkráceno o 2 roky, díky krátké dividendové historii

Investoři vkládající své finanční prostředky mohou v případě generických výrobců léčiv očekávat růst dividend cca 8 % (medián v rámci vybrané skupiny firem). Tento růst odpovídá převládající politice firem odvíjet výplácet dividendy od dosahovaných zisků a růstu jejich ziskovosti. Ze středoevropských výrobců si zde velmi dobře stojí společnost Zentiva (byť sledované období je u Zentivy v tomto případě o 2 roky zkráceno – firma začala s výplatou dividend poměrně pozdě), u níž růst převyšuje medián i vážený průměr peer group (vážený průměr je proti mediánu výrazně vyšší především díky nadprůměrnému růstu dividend u společnosti TEVA s největší tržní kapitalizací). Gedeon Richter sice za průměrem zaostává, nicméně stále patří do „lepší“ poloviny firem s relativně rychlým růstem vyplácených dividend na akcii. U Egisu je vzhledem k politice vyplácet stále stejnou dividendu na akcii výpočet jejího průměrného růstu bezpředmětný.

5. Závěr a doporučení

Zohlednění posledního vývoje, kterým prošly všechny námi sledované střeoevropské farmaceutické společnosti od vydání posledního investičního doporučení a vzhledem ke změnám, jež se udály v jejich výhledu do budoucnosti, jsme upravili jejich cílové ceny a doporučení. Tato doporučení také podporují srovnání s jinými výrobci generických léčiv, jež jsou obchodováni na světových burzách. Zde je ovšem mít na paměti, že střední Evropa je z hlediska generik poněkud specifický region, který ospravedlňuje určité odlišnosti v oceněních jednotlivých firem, ne všechna srovnání se společnostmi z jiných částí světa (v našem srovnání zpravidla z těch vyspělejších jako jsou USA, popř. jiné rozvinuté země) lze přijmout bez výhrad. Ocenění také odráží aktuální výkonnost firem, podmínky v nichž působí, na první pohled levná firma tak v sobě může nést značná rizika, naopak relativně dražší společnost může být zajímavější volbou.

Egis

Akcie menšího z maďarských výrobců generik, společnosti **Egis**, doporučujeme **držet** s cílovou cenou **23 143 forintů** (proti současné tržní ceně tato úroveň představuje minimální potenciál jen 0,8 %). Proti poslední revizi udělané po výsledcích firmy za třetí kvartál jejího finančního roku (začínajícího měsícem říjnem – finanční rok je tedy proti kalendářnímu o tři měsíce v předstihu) jsme cílovou cenu lehce snížili o 1,5 %. Ve firmě se od té doby nestalo příliš výrazných změn, které by nás k větší změně doporučení vedly. Za aktuálně spíše pozitivní změnu považujeme převod 50 % podílu v maďarské obchodní společnosti Medimpex na většího maďarského obchodníka s léky a jedničku trhu, kterou je společnost Hungaropharma. Medimpex v poslední době ovlivňoval hospodaření Egisu dosti rozporuplně, sice zvyšoval tržby, jeho přínos ziskům a jejich maržím již byl dosti pochybný. Jeho převod může poněkud vylepšit konsolidované výsledky firmy (byť Hungaropharmu Egis také částečně vlastní). Negativně u firmy působí naopak kurzové změny (oslabování forintů), proti kterým se navíc nezajišťuje, což ji dělá rizikovější proti domácímu konkurentu, kterým je Gedeon Richter. Tato negativa spolu s trvajícím nejistotou na domácím trhu, kde stále není vidět jasný obrát k lepšímu a stále trvá tlak státu na snižování cen léků, brání vylepšit výhled firmy a působí proti jakékoli výraznější pozitivní změně. Krátkodobě negativní vliv na akcie firmy může mít opět nadcházející zveřejnění výsledků hospodaření, domníváme se ale, že nebudou již tak špatné, jako na počátku stávajícího finančního roku, očekáváme tedy dlouhodoběji stabilizaci kurzu akcií firmy.

Gedeon Richter

V případě větší maďarské společnosti **Gedeon Richter** jsme cílovou cenu proti poslední změně (opět revidované po posledních kvartálních výsledcích) naopak mírně zvýšili (o 1,5 %). Opět zde roli hraje prodej Medimpexu (Richter měl v této firmě a v Hungaropharmě stejné podíly jako Egis, dopady na něj jsou stejné, tedy zbaví se 50 % Medimpex ve prospěch Hungaropharmy, v níž drží 30,7 % a získá za to ještě 1,5 miliardy forintů.) a proti němu působící problémy, které přetrvávají na domácím trhu, kde stále čekáme na obrát směrem vzhůru, výsledky v zahraničí ovlivňuje opět slabý dolar, poněkud matné je Rusko, po kolapsu systému DLO. Zohlednit je třeba také nové akvizice firmy, německou biotechnologickou firmu Strathmann a rumunskou Pharmafarm, ovšem v druhém případě je přínos spíše sporný, koupě relativně malého počtu lékáren je spíše akvizicí z nouze než nějakým větším růstovým impulsem. Nové zprávy na firmu tak opět mají poněkud protichůdné dopady, které nás nenuť výrazněji měnit cílovou cenu, kterou stanovujeme na **42 499 forintů** a doporučujeme titul **koupit**.

Zentiva

V případě společnosti **Zentiva** jsme cílovou cenu snížili o 3,7 % na **1 608 korun** a ponecháváme stejně jako v případě společnosti Gedeon Richter i u Zentivy doporučení na stupni **koupit**. U firmy vidíme nejvyšší potenciál pro zhodnocení (téměř 36 %), byť i zde hrají také určitou roli negativa reforem zdravotních rozpočtů, tentokrát v ČR, která se projevují ve špatných výsledcích na tomto trhu. Tato negativa budou dle našeho názoru i nadále přetrvávat, ovšem počítali jsme s nimi do jisté míry již dříve. K mírnému snížení cílové ceny nás vedou spíše změny v devizových kurzech (rychlejší posilování koruny a možné větší výkyvy jiných měn, např. amerického dolaru, byť jejich dopad není tak silný jako u maďarských firem, zvláště u Egisu) a nepříliš příznivý vývoj některých položek nákladů (marketingové),

Egis doporučujeme držet s cílovou cenou 23 143 forintů.

Gedeon Richter doporučujeme koupit a cílovou cenu stanovujeme na 42 499 forintů.

Cílovou cenu Zentivy upravujeme na 1 608 korun a titul doporučujeme koupit.

Tržní ocenění společnosti Egis v sobě odráží rizika relativně malé firmy na nejistém domácím trhu.

U Zentivy stále neztratil na přitažlivosti růstový příběh, řada ukazatelů výkonnosti také staví firmu do dobrého světla.

Gedeon Richter je svými výkony i atraktivitou někde mezi oběma předešlými společnostmi.

ovšem ten považujeme za spíše dočasný, navíc by se postupem času měl promítnout i do vyšších tržeb na jednotlivých trzích firmy. Určitou neznámou je započtení výsledků turecké společnosti Eczacibasi do konsolidovaných výsledků firmy od třetího kvartálu tohoto roku, Eczacibasi ovšem považujeme za silný faktor, který má ambice výrazněji pohnout s kurzem akcií společnosti směrem vzhůru. Také nedávné prohlášení Zentivy a výhled tržeb pro celý rok 2007 vzbuzuje určité naděje (firma očekává, že letošní tržby by mohly dosáhnout jedné miliardy dolarů, při současných pohybech kurzu dolaru vůči koruně je ovšem otázkou jaký kurz sama firma použila, každopádně je výhled firmy optimističtější než naše předchozí odhady). Otázkou pro výsledky za třetí kvartál je také vývoj v nákladové stránce hospodaření firmy, případná opětovná nepřijemná překvapení by ale měla být překonána právě přínosem turecké firmy.

Srovnání s ostatními společnostmi

Srovnání s ostatními společnostmi ukazuje středoevropské farmacie v kontextu s jinými firmami a jejich tržním oceněním. Na jednu stranu může vzbuzovat dojem, že např. nejatraktivnější středoevropskou farmaceutickou firmou je aktuálně maďarský Egis, který snad podle všech zvolených kritérií tržního srovnání je mezi námi sledovanými firmami nejlevnější a patří také k nejlevnějším v celé peer group. Bližší rozbor výkonnosti Egisu ale zpravidla ukazuje na problémy, které firmě způsobily domycí reformy či horší výkonnost na nejdůležitějším exportním trhu (v Rusku). Rizika, kterou navíc tato velmi malá firma (ve srovnání s ostatními) nese se tak promítá do jeho tržního ocenění. Při zohlednění všech rizik pak Egis patří spíše na pozici nejméně atraktivní firmy mezi třemi popisovanými společnostmi (alespoň na současné úrovni cen jeho akcií, výraznější snížení kurzu akcií firmy by atraktivitu odpovídajícím způsobem zvedlo).

Opačným případem je česká Zentiva. Ta mezi třemi sledovanými společnostmi vypadá často jako nejdražší, to je ale ospravedlněno růstovým příběhem firmy, která se na rozdíl od maďarských společností nebojí pouštět do významných akvizic, které udržují silnou dynamiku hospodaření. Na první pohled vyšší ocenění podle některých ukazatelů tak jinak vypadá v kontextu s dosahovanými tempy růstu zisků (které je mezi všemi společnostmi dokonce nejvyšší), tržeb, maržemi firmy apod., které dávají ocenění Zentivy nový rozměr. Také srovnání se slovinskou Krkou, kterou Zentiva považuje za lepší měřítko pro svou výkonnost, než např. obě maďarské firmy, Zentivu ukazuje jako atraktivní titul.

Gedeon Richter se oceněním pohybuje někde mezi oběma výše popsanými společnostmi. Některé ukazatele jej ukazují jako relativně levnou společnost, zvláště vývoj v čase ovšem odhaluje problémy, do kterých se Gedeon Richter podobně jako Egis, díky domácím reformám dostal. Ve srovnání s Egisem představuje výrazně větší a tedy i stabilnější firmu, problémům může lépe čelit, o což se snaží např. spoluprací s jinými společnostmi např. ve výzkumu a vývoji. Jeho tržní ocenění vcelku odráží určitou poklidnost firmy, která by jí je schopna realizovat určité menší akvizice, se nepouští do velkých dobrodružství, která by jí spolu s turbulencemi v Maďarsku, popř. Rusku mohla podrazit nohy. Přes všechny problémy zároveň Gedeon Richter nabízí často velmi slušné výsledky hospodaření i ve srovnání se světovou konkurencí a rozhodně by bylo chybou jej zatracovat.

Analýzy

| | | |
|-------------------|------------------------------------|----------------------|
| Jan Procházka | Petrochemie, energetika, doprava | prochazka@cyrrus.cz |
| Marek Hatlapatka | Zahraniční trhy, energetika, banky | hatlapatka@cyrrus.cz |
| Karel Potměšil | Nemovitosti, farmacie | potmesil@cyrrus.cz |
| Lucie Kundrátová | Spotřební zboží | kundratova@cyrrus.cz |
| Ondřej Moravanský | Telekomunikace | moravansky@cyrrus.cz |
| Jan Lojda | Textilní průmysl | lojda@cyrrus.cz |

Trading & Sales

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

Portfolio management

| | | |
|----------------|-------|-------------------|
| Ondřej Svoboda | Brno | svoboda@cyrrus.cz |
| Jindřich Rovný | Praha | rovny@cyrrus.cz |

Corporate finance

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

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. („BCPP“) 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 nenes 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 kotujícím 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