

ZENTIVA N. V.

ORIENT-EXPRESS VYJÍŽDÍ, PŘÍŠTÍ STANICE ISTANBUL

Ing. Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

18. 6. 2007

Cílová cena 1 670 CZK
Doporučení: koupit

Základní informace

Datum	18. 6. 2007
Posled. záv. kurz	1 421 CZK
Vydaných akcií	38 136 230 ks
Tržní kapitalizace	54,2 mld. CZK
Free-float	30,7 mld. CZK
52 týdenní max.	1 571 CZK
52 týdenní min.	927 CZK
Beta	1,03
Podíl v PX	4,61 %

Zdroj: Bloomberg, Zentiva

Akcionářská struktura

Sanofi-Aventis	24,9 %
Česká pojišťovna	12,3 %
Managemet	6,1 %
Ostatní	56,7 %

Zdroj: Zentiva

Poměrové ukazatele 2006

ROA	18,08 %
ROE	18,92 %
Dluh/vl. kapitál	0,51
EPS	57,81 CZK
DPS	11,50 CZK
BVPS	317,20 CZK

Zdroj: Bloomberg, Zentiva

Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Společnost Zentiva je moderní farmaceutickou firmou působící v regionu střední a východní Evropy, kde také patří k největším producentům generických přípravků. Její výrobní kapacity jsou soustředěny v České republice, na Slovensku, v Rumunsku a nově také v Turecku. Tyto země tak jsou (v případě Turecka budou) domácími trhy firmy, důležitý podíl na tržbách má dále Polsko a Rusko, potenciálně zajímavé jsou Ukrajina, Bulharsko, Pobaltí a další státy SNS, tedy rychle rostoucí trhy s rozvíjející se primární péčí. Z hlediska terapeutické skupiny má firma široký záběr, k nejdůležitějším skupinám patří léčba onemocnění kardiovaskulárních (zvláště z této skupiny se rekrutují nejprodávanější preparáty firmy), centrální nervové soustavy, bolesti, trávicího traktu či gynekologická a urologická onemocnění.

Růst společnosti je rozdělen na organický růst zvyšováním prodeje na klíčových trzích firmy, kterého společnost Zentiva dosahuje strategií budování kvalitních prodejních týmů a prodejem podporovaných léků se zaměřením na primární péči. Tato strategie je mimo domácí trhy firmy úspěšná např. v Polsku a Rusku, potenciál má také na trzích jako je Ukrajina a Bulharsko (od počátku tohoto roku si Zentiva buduje svou pozici také na trhu v Maďarsku).

Druhou formou, jak Zentiva dosahuje zlepšování výkonnosti, jsou akvizice. Zentiva vznikla jako nástupce české Léčivy a slovenské Slovakofarmy, k nimž se v roce 2005 úspěšně připojil rumunský výrobce Sicomed. Aktuální je doposud největší akvizice v historii firmy, koupě generické divize turecké společnosti Eczacibasi. Právě tato akvizice je hlavním důvodem pro přehodnocení výhledu společnosti Zentiva, když jí dává do dalších let vynikající růstovou příležitost danou dobrou startovací pozicí Eczacibasi na rychle rostoucím tureckém trhu, který má potenciál stát se v dohledné době jedním z nejvýznamnějších na světě (a nejvýznamnějším bude i v rámci geografického rozdělení tržeb samotné Zentivy).

Předpokládané úspěšné zvládnutí této akvizice, ke kterému nás vede zkušenost managementu firmy s předchozí akvizicí Sicomedu, růstové možnosti tureckého trhu i dalších trhů na nichž Zentiva působí, spolu se synergickými efekty, které budou na hospodaření společnosti po zvládnutí akvizice působit (doplnění produktového portfolia, posílení výzkumu a vývoje, možnost uplatnit stávající výroby na tureckém trhu a naopak léky vyráběné společností Eczacibasi na stávajících trzích Zentivy), jsou podle našich předpokladů klíčovými faktory ukazujícími atraktivitu analyzovaného titulu.

V analýze společnosti tak hodnotíme pozitivně především výše zmíněné faktory růstu, kterému dá nový silný impuls akvizice Eczacibasi. To je doplněnou druhou částí růstové strategie firmy, tedy prodejem podporovaných léků posíleným kvalitními, stále budovanými, prodejními týmy na ostatních trzích firmy. Ocenění akcií společnosti Zentiva jsme provedli na základě modelu diskontovaných peněžních toků, doplňující informace podporující výsledek DCF poskytla analýza srovnávající Zentivu s dalšími středoevropskými výrobci generik, tedy maďarskými společnostmi Egis a Gedeon Richter a slovinskou Krkou. S přihlédnutím k rizikům, růstovým možnostem firmy a oborovému srovnání stanovujeme dvanáctiměsíční cílovou cenu akcie společnosti Zentiva na **1 670 CZK** a doporučujeme tento titul **koupit**.

	2007e	2008f	2009f
P/E	23,55	17,05	13,82
P/BV	3,72	3,09	2,58
EPS (CZK)	63,6	88,2	108,1
ROA	10,87 %	14,88 %	16,94 %
ROE	16,61 %	19,10 %	19,65 %
Dluh/vl. kapitál	1,38	0,99	0,69

Zdroj: Cyrrus

Společnost pod názvem Zentiva nemá na první pohled dlouhou historii ...

... ale firmy Léčiva či Slovakofarma představovat není potřeba.

Před necelými dvěma lety je doplnil rumunský Sicomed ...

... a čtvrtým do společnosti je Eczacibasi.

1. Profil společnosti

1.1. Historie firmy

Skupina Zentiva

Skupina Zentiva je vedoucím výrobcem a prodejcem léků v České republice i regionu střední a východní Evropy. Jako taková vznikla v roce 1998 založením společnosti Zentiva B.V. (s.r.o. v českém pojetí) jako majoritního akcionáře českého producenta léků, společnosti Léčiva. Během roku 2003 firma požádala o souhlas s převzetím většinového podílu ve slovenské farmaceutické firmě Slovakofarma. Ten byl udělen během srpna 2003, od září téhož roku již sloučené firmy Léčiva/Slovakofarma vystupují pod novým názvem Zentiva. Rok 2004 přinesl firmě změnu právní formy, od této doby tedy působí na trhu Zentiva N.V. (a. s.), která vstoupila v červnu 2004 na pražskou burzu a stala se tak prvním úspěšným IPO na tomto trhu. V roce 2005 došlo k poklesu podílu do té doby většinového akcionáře, fondů Warburg Pincus, na 20 %. Na konci téhož roku následovala akvizice většinového podílu ve společnosti Sicomed S.A. v Rumunsku, které se tak stalo třetím domácím trhem firmy. Svůj podíl v Sicomedu firma dále navýšila v roce 2006 na 74,9 %. Ke změně ve vlastnické struktuře došlo i v samotné Zentivě, jejímž největším akcionářem se stala francouzská farmaceutická společnost Sanofi-Aventis s podílem 24,9 %. Ta akcie nabyla od fondů Warburg Pincus, které tak prodaly svůj zbývající podíl, a od vedení a zaměstnanců firmy. Během roku 2006 byla také dokončena konsolidace rumunské společnosti Sicomed. Do roku 2007 vstoupila Zentiva spoluprací se Sanofi-Aventis, od níž převzala některé aktivity v Maďarsku a oznámila také další a doposud největší akvizici, kterou je převzetí 75 % v turecké společnosti Eczacibasi.

Růst pomocí akvizic

Jak již bylo zmíněno v předchozím textu, společnost Zentiva tvoří několik donedávna samostatných společností. Cílem firmy je dosahovat růstu, expanze na nové trhy a rozšiřování geografické působnosti kromě jiného pomocí akvizic. V roce 2003 došlo ke sloučení českého a slovenského výrobce léků Léčiva a Slovakofarma. Základem budoucí Zentivy se stala Léčiva, jejíž kořeny lze nalézt v Praze na Malé Straně v lékárně „U černého orla“. Od roku 1857 lékárnou provozovala rodina Fragnerů, která v roce 1928 rozhodla o vybudování nové farmaceutické továrny. Ta zahájila provoz v roce 1930. O 16 let později byl podnik znárodněn. Po roce 1989 firma prošla řadou organizačních a vlastnických změn, aby do ní v roce 1998 vstoupil Warburg Pincus.

Warburg Pincus vstoupil v roce 2003 do společnosti Slovakofarma Hlohovec (která vznikla v roce 1941 v Bratislavě, o rok později se přestěhovala do Hlohovce), aby ji začlenil do nově vzniklé skupiny Zentiva. Tu o dva roky později rozšířil rumunský producent léků Sicomed. Ten byl založen v roce 1962 v Bukurešti jako součást místního systému dodávek léků na vnitřní rumunský trh. Firma byla v roce 1998 zapsána na bukureštskou burzu, o rok později byla dokončena její privatizace. Následovalo období modernizace a zefektivnění celé firmy vedené novými vlastníky, jež přitáhlo zájem společnosti Zentiva, jež převzala Sicomed na konci roku 2005 a dokončila jeho integraci v průběhu roku následujícího.

Další akvizice na pořadu dne

Zatím poslední akvizicí společnosti Zentiva je na počátku roku 2007 oznámený nákup 75 % akcií turecké společnosti Eczacibasi, s opcí na zbývajících 25 %, které může prodávající po dvou letech prodat Zentivě (a ta jej může koupit). Jde o doposud největší akvizici firmy v její historii, cena za většinový podíl je 460 milionů euro. Dokončení akvizice by mělo být provedeno do konce prvního pololetí roku 2007, od dalšího období by tedy firma mohla výsledky společnosti Eczacibasi konsolidovat, což výrazně navýší její výkonnost. Eczacibasi měla v roce 2006 tržby 5,7 miliardy korun (roční růst 13,6 %), působí navíc na velmi rychle rostoucím a velkém trhu, který má ambice stát se v dohledné době jedním z deseti největších na světě. Eczacibasi zde má cca 3 % podíl v hodnotovém vyjádření, což z něj činí třetího největšího prodejce generik. Vzhledem k pozici firmy na trhu a očekávaným synergiím se společností Zentiva lze očekávat postupné zlepšování výsledků na tomto trhu, zapomínat ovšem nelze ani na rizika, které v Turecku aktuálně představuje především politická nestabilita.

Střední a východní Evropa nabízí prostor v primární péči.

Záběr terapeutických skupin je široký, nejprodávanější léky jsou na kardiovaskulární onemocnění.

Výzkum a vývoj dává základ budoucím prodejm.

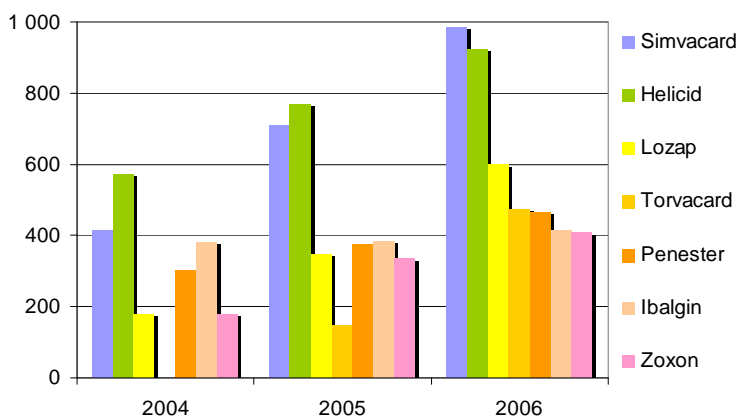
Samotná skupina Eczacibasi byla založena v roce 1942, postupem času se stala jednou z vedoucích průmyslových skupin v zemi s obratem 2,8 miliardy dolarů, 39 společnostmi a 8 500 zaměstnanci (v roce 2006). Hlavními sektory její působnosti je farmacie, stavební materiály, spotřební zboží. Aktivní je i ve financích, informačních technologiích či nemovitostech. Farmaceutická divize byla založena v roce 1952, v současnosti se skládá ze 7 firem. Společnost Zentiva vstoupí do dvou z nich, anglicky Eczacibasi Health Products a Eczacibasi Fine Chemicals Manufacturing. Generická divize Eczacibasi, kterou Zentiva získává, vyrábí kolem 450 produktů, které prodává především na domácím trhu, exportuje ale i do EU, či doregionu CIS, Afriky a na Střední východ, do Asie a na Dálný východ.

1.2 Terapeutické zaměření firmy, nejprodávanější preparáty

Cílem společnosti Zentiva je prodávat své produkty na rychle rostoucích trzích primární péče. Tyto trhy rostou především v zemích východní Evropy, jako je Rumunsko, Polsko či Rusko. Na těchto trzích se společnost snaží uspět především se svými podporovanými značkovými produkty, jež prosazují na trzích kvalitní prodejní týmy. Rozvoji primární péče na daných trzích pomáhá také ekonomický vývoj daných trhů, spojený s růstem poptávky po kvalitní zdravotní péči, která se přesouvá z nemocnic k praktickým lékařům.

Společnost Zentiva vyrábí široké portfolio preparátů z řady terapeutických skupin. K nejdůležitějším terapeutickým skupinám patří léčba kardiovaskulárních onemocnění, onemocnění centrální nervové soustavy, bolesti, trávicího traktu, gynekologická a urologická onemocnění. Nejprodávanější preparáty se rekrutují ze skupiny léků určených k léčbě kardiovaskulárních onemocnění, mezi čtyřmi nejprodávanějšími produkty mají hned trojnásobné zastoupení: Simvacard (tržby 986 milionů korun v roce 2006), Lozap (599 milionů) a Torvacard (473 milionů korun), mezi ně se vklíní protivředový lék Helicid (s tržbami 923 milionů korun v roce 2006, vše viz. graf č. 1.). V loňském roce vzrostly prodeje 15 nejprodávanějších léků o 32 % na 6,6 miliardy korun, tato skupina léčiv se tak na celkových tržbách podílela 47 % (o rok dříve 42 %).

Graf č. 1: Nejprodávanější léky firmy v letech 2004 a 2006 (v milionech CZK)



Zdroj: Zentiva

1.3. Výzkum a vývoj

Společnost klade důraz na vlastní výzkum a vývoj, který pak vytváří prostor pro podporu prodeje značkových generických přípravků. Těmi jsou např. Lozap, Simvacard či Torvacard, tedy nejprodávanější léky firmy. Prodej vlastních podporovaných preparátů se následně pozitivně projevuje v ziskovosti firmy. Společnost Zentiva na výzkum a vývoj vynakládá cca 4 % svých tržeb, což v loňském roce představovalo částku přes 0,5 miliardy korun. Dlouhodobým cílem je investovat do výzkumu a vývoje mezi 4 a 4,5 % tržeb, lze tak očekávat mírný růst podílu v příštích letech. Hlavní výzkumná centra jsou soustředěna v Praze a Hlohovci.

Největším akcionářem je Sanofi-Aventis, zájem na růstu firmy má i management.

Firma hodlá dlouhodobě vyplácet na dividendách necelou pětinu svého zisku.

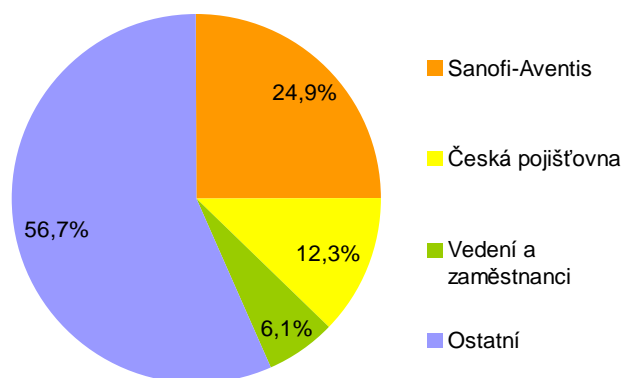
Skupina bude mít díky Eczacibasi čtyři „domácí“ trhy, z ostatní jsou nejdůležitější Rusko a Polsko.

Vlastní vývoj má i nově kupovaná společnost Eczacibasi. Do posílení výzkumu vývoje společnost trvale investuje, což se projevuje i v počtu nových registrací (121 na pěti hlavních trzích v roce 2006), či žádostí o registraci (87 na hlavních trzích)

1.4. Akcionářská struktura

Hlavním akcionářem společnosti Zentiva je farmaceutická firma Sanofi-Aventis s podílem 24,9 %, následuje Česká pojišťovna a s ní spřízněné osoby s 12,3 % a vedení a zaměstnanci, kteří drží 6,1 %. Zbýlých 56,7 % je v držení jiných investorů. Vzhledem k nedávným zprávám a spekulacím lze ovšem očekávat změny v těchto podílech. Skupina kolem České pojišťovny by mohla část či všechn svůj podíl prodat, naopak sama Zentiva na řádné valné hromadě ze dne 6. června schválila možnost odkupu až 10 % svých akcií během následujících 18 měsíců za cenu maximálně 2 000 korun (podobná možnost byla schválena i na valných hromadách v předchozích letech, akcie by byly použity v rámci motivačního programu).

Graf č. 2: Akcionářská struktura k 31. 12. 2006 (v procentech)



Zdroj: Zentiva

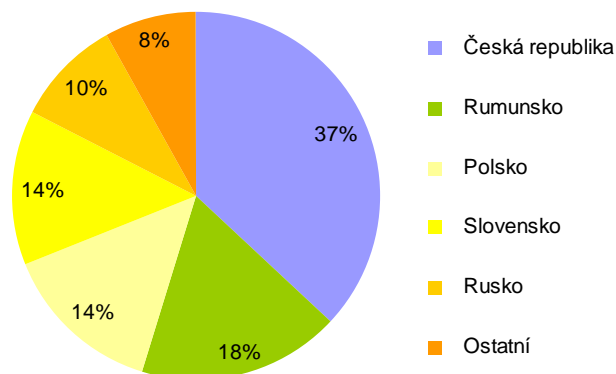
1.5. Dividendová politika

V rámci své dividendové politiky společnost Zentiva prezentuje záměr vyplácet na dividendách 15 až 20 % konsolidovaného zisku. Poprvé vyplatila společnost dividendu v roce 2005 ve výši 8 korun na akcii, v roce 2006 došlo ke zvýšení na 9,5 koruny na akcii a v roce 2007 byla schválena dividendy 11,5 koruny na akcii, společnost tak vyplácí dividendy na horní hranici zvoleného pásma, když představují cca 19 % čistého zisku na akcii.

2. Tržby společnosti

Společnost Zentiva realizuje tržby v zásadě na dvou skupinách trhů. Tou první jsou trhy „domácí“, tedy ty, kde má firma své výrobní kapacity. Těmito trhy jsou Česká republika, Slovensko, Rumunsko a nově jím bude i Turecko. Druhou skupinou jsou trhy ostatní. Zde stojí za zdůraznění především Polsko a Rusko, kde firma realizuje nezanedbatelnou část svých tržeb, ty navíc díky vybudovaným prodejním týmům rychle rostou a oba trhy tak nabývají na významu. Oba trhy ukazují možnosti, které mohou pro firmu na jednotlivých trzích vytvořit kvalitní týmy prodejců, což je důležité např. v expanzích na trzích Bulharska, Ukrajiny či Pobaltí nebo v případě Maďarska, kam společnost rozšířila své aktivity v tomto roce.

Graf č. 3: Geografické rozdělení konsolidovaných tržeb v roce 2006 (v %)



Zdroj: Zentiva

Česká republika hrála donedávna prim mezi trhy firmy, pomalejší růst a akvizice její význam snižují.

2.1. Česká republika

Český trh je nejdůležitějším trhem společnosti, byť jeho podíl na celkových tržbách, díky akviziční politice firmy a větší dynamice růstu některých jiných trhů, postupně klesá. V roce 2005 realizovala Zentiva v ČR ještě více než polovinu svých tržeb (51 %), o rok později to bylo již jen 37 %. Díky nové turecké akvizici bude tento podíl v roce 2007 opět významně nižší, když by podle prezentací samotné firmy by byl při zohlednění výsledků společnosti Eczacibasi podíl ČR na loňských tržbách 27 %. Český trh je také momentálně rizikovým trhem společnosti, na němž se projevuje nejistota spojená s očekáváním budoucích změn ve zdravotnictví. České zdravotnictví dle názoru prakticky všech politických stran vyžaduje provedení reform, které se patrně negativně projeví na tržbách farmaceutických společností. Změny provedené bývalým ministrem zdravotnictví Rathem se negativně projeví již v loňském roce, kdy tržby Zentivy v ČR klesly o 4,5 %. V tomto roce (alespoň v prvním čtvrtletí) vzhledem k pokračující nejistotě prozatím nedochází k oživení. V případě České republiky v příštích letech očekáváme jen pozvolný růst tržeb, dlouhodobě se blížíci 5,3 % ročně.

2.2. Slovensko

Slovensko je druhým domácím trhem firmy, kde působí dřívější Slovakofarma. Význam Slovenska na celkových tržbách stejně jako v případě České republiky postupně klesá, dílem pomalejšího růstu trhu ve srovnání s jinými, dílem díky akviziční politice společnosti, když bylo Slovensko v roce 2006 odsunuto ze druhé na čtvrtou pozici z hlediska významnosti trhů za Rumunsko (akvizice společnosti Sicomed) a Polsko (rychlejší růst tržeb). V minulých letech byly ve slovenském zdravotnictví provedeny změny (reformy), které negativně ovlivnily tržby společnosti na slovenském trhu. S příchodem vlády premiéra Fica došlo naopak ke změnám poměrů, které farmaceutickým společnostem nahrávají. Byla snížena DPH u léků na 10 % z předchozích 19 %, byly také zrušeny, za vlády Mikoláše Dzurindy zavedené, poplatky ve zdravotnictví. Tyto změny nahrávají oživení trhu, riziko opětovných změn nicméně na Slovensku, stejně jako v ČR, zůstává. Pro slovenský trh, díky příznivějším podmínkám, které snad do jisté míry předcházejí vývoj v ČR a rychlejšímu ekonomickému růstu (jež se v delším období projevuje na útratách za léky) po provedených reformách, očekáváme rychlejší růst tržeb společnosti než v případě ČR, postupně se přibližujícímu 6 %.

Klesá i podíl Slovenska, dříve druhého nejdůležitějšího trhu, nyní až čtyřky.

Akvizice společnosti Sicomed v roce 2005 vystřelila Rumunsko na druhé místo mezi trhy Zentivy ...

... ale Turecko hraje ještě o ligu výše, velikost Eczacibasi, trhu s léky a růstové možnosti z něj udělají jedničku.

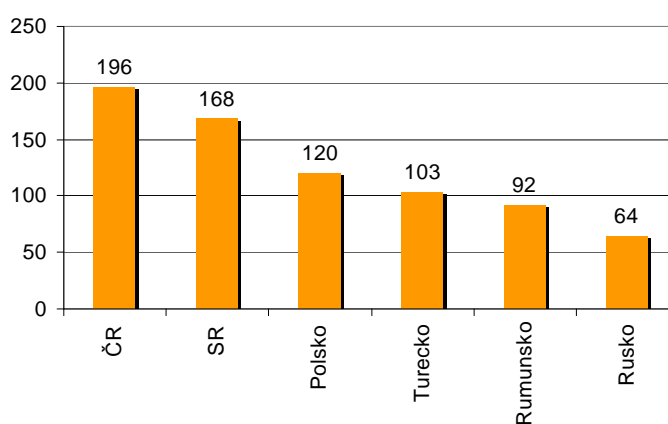
2.3. Rumunsko

Rumunský trh zaznamenal ve výsledcích společnosti Zentiva v roce 2006 největší růst tržeb, díky úspěšné akvizici místního výrobce léků, společnosti Sicomed, na konci roku 2005. Díky úspěšně dokončené akvizici, jež se již plně projevovala v průběhu loňského roku, nelze podobně rychlý růst již očekávat, byť společnost bude i nadále těžit ze své silné pozice na tomto trhu. Na druhou stranu, rumunský rozpočet zdravotnictví je dlouhodobě deficitní, rizikem tohoto trhu jsou tak jako v ostatních zemích, možné budoucí reformy směřující k úsporám ve spotřebě léků. Stejně jako i dalších zemí regionu jsou ale kromě rizik i příležitosti, tedy rychlý ekonomický růst, v tomto případě podpořených vstupem do EU teprve před necelým půl rokem, postupný růst životní úrovně podporující růst tržeb za lék či demografické vlivy (stárnutí populace) se stejným efektem. Postupné normalizování podmínek povede dle našich předpokladů k poklesu růstu tržeb na 7,6 % ročně.

2.4. Turecko

Turecko je novou výzvou pro společnost Zentiva. Díky akvizici místního výrobce generických léků, společnosti Eczacibasi (prakticky jde o koupi dvou firem, společně označovaných jako Eczacibasi Generic Pharmaceutical), bude mít tento trh od samého počátku významný podíl na celkových tržbách Zentivy. Společnost Zentiva hodlá na tureckém trhu využít jak výrobné portfolio místního výrobce, tak zde postupně zavést i své stávající léky. Největší vliv na růst tržeb bude mít Turecko v letech 2007 a 2008. V tomto roce se akvizice projeví jen částečně, když výsledky společnosti Eczacibasi budou konsolidovány jen po část roku. Plný vliv na výsledky bude mít akvizice v roce následujícím. Dojde k podobnému skokovému vývoji, jaký jsme mohli pozorovat v případě předchozí akvizice, tedy společnosti Sicomed, a tržeb v Rumunsku. Postupně bude následovat pokles růstu tržeb dle našich očekávání na v průměru 8 % (což je konzervativnější odhad než samotné společnosti Zentiva, jež počítá do roku 2010 s růstem trhu v průměru 13,5 %). Turecko představuje rychle rostoucí trh, s velkým počtem potenciálních zákazníků, navíc ve srovnání s východoevropskými zeměmi jako Rusko či Rumunsko velmi slušnými výdaji na léky na hlavu (viz graf č. 4.), je třeba ovšem počítat také s riziky, která tato země s sebou přináší.

Graf č. 4: Výdaje na léky na osobu na nejvýznamnějších trzích Zentivy v roce 2006 (v USD)



Zdroj: EIU, IMS

Kromě „domácích“ trhů společnost prodává svou produkci především do Polska a Ruska, na dva velké východoevropské trhy, dále za zmínku stojí ještě Bulharsko, Ukrajina, Pobaltí a ostatní státy SNS (Společenství nezávislých států).

Na ostatních trzích firma těží z kvalitních prodejních týmů. Ať již jde o Polsko ...

... Rusko ...

... či v budoucnu o Ukrajinu, Bulharsko a další trhy.

2.5. Polsko

Polsko není tzv. „domácím“ trhem společnosti Zentiva, ovšem svým významem za těmito trhy nezaostává, dynamikou růstu tržeb některé z nich (ČR, SR) dokonce předčí. Zentiva patří na tomto trhu mezi nejrychleji rostoucí prodejce, byť zde má prozatím malý podíl. Prodejní strategie v Polsku se zaměřuje téměř výhradně na podporované léky firmy (vybudovaný silný prodejní tým), které tak tvoří naprostou většinu polských tržeb. Očekáváme, že zvláště v roce 2007 bude společnost nadále těžit ze své prodejní strategie na tomto trhu, kdy by mohla zaznamenat dvouciferný růst tržeb (i přes problémy polského zdravotnictví aktuálně se projevujícími generální stávkou lékařů), postupně ale dojde dle našich očekávání ke zpomalení až k 7,2 % ročně.

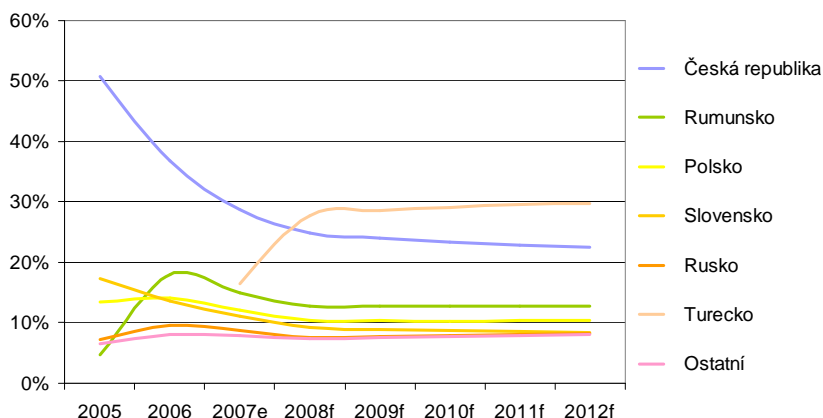
2.6 Rusko

Dalším významným nedomácím trhem společnosti Zentiva je Rusko. Jde o pátý nejdůležitější trh firmy, kde se Zentiva stejně jako v Polsku snaží prosadit především svými podporovanými léky, jež vykazaly v loňském roce velmi dobrého růstu 85 % (podpořeno rozšířením prodejního týmu o 40 %) a vzhledem k svému podílu na celkových ruských tržbách vedly k růstu tržeb na tomto trhu o 71 %. Vzhledem k úspěšnosti strategie očekáváme další posilování prodejního týmu na ruském trhu a odpovídající odraz v tržbách společnosti. Vzhledem k neudržitelnosti podobně rychlého růstu a s přihlédnutím k rizikům, která na místním trhu jsou, očekáváme postupné zpomalení růstu tržeb na 8,5 % ročně.

2.7. Ostatní trhy

Společnost Zentiva dále prodává své výrobky na řadu dalších trhů v regionu střední a východní Evropy. Žádný z těchto trhů sám o sobě nepředstavuje prozatím významnější podíl na celkových tržbách. Jako celek ovšem představují potenciálně důležitou část tržeb (v loňském roce 8 %), navíc jde o zajímavé trhy, jako je Ukrajina, Bulharsko, Pobaltí či státy SNS. Nově Zentiva vstoupila také na maďarský trh, který se sice potýká s problémy, na druhou stranu lze očekávat spíše oživení ze současného stavu, tedy postupné zlepšování situace výrobců léků. Všechny trhy z této skupiny jsou další příležitostí pro růst společnosti Zentiva, která se také na ně hodlá soustředit stále více. Země jako Ukrajina, Pobaltí či Bulharsko také zaznamenávají postupný rozvoj primární péče, na níž se společnost zaměřuje, v druhém a třetím případě navíc podpořen vstupem do EU. Vzhledem ke zvýšené pozornosti, kterou bude společnost těmto trhům věnovat (tak jako již dříve Rusku a Polsku, kde slavila strategie firmy úspěch) očekáváme postupný růst tržeb, v delším období se blížíci 8,8 % ročně.

Graf č. 5: Podíly jednotlivých zemí na konsolidovaných tržbách firmy v letech 2005 až 2012f (v procentech)



Zdroj: Zentiva, Cyrrus

Akvizice Eczacibasi bude mít největší růstový vliv na tržbách v roce 2007 a 2008.

Celkově počítáme v roce 2007 s růstem tržeb ve výši 28,1 %, v roce následujícím o dalších 26,3 %. Na tomto růstu bude mít největší podíl akvizice turecké společnosti Eczacibasi, jež se projeví na výsledcích v části tohoto roku (očekáváme konsolidaci od třetího čtvrtletí roku 2007) a plně v roce následujícím, impuls daný tureckou akvizicí tak bude rozložen do výsledků dvou let. V dalších letech očekáváme zmírnění růstu (pokud se během času neobjeví nová akvizice, která by vedla k dalšímu skokovému zvýšení tržeb), postupně k 7,0 % v roce 2012.

Tab. č. 1: Konsolidované tržby společnosti Zentiva v letech 2007e až 2012f (v milionech CZK)

Region	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
Farmaceutika	17 961	22 697	24 836	26 919	29 037	31 091
Česká republika	5 174	5 656	5 983	6 301	6 636	6 987
Rumunsko	2 673	2 904	3 185	3 424	3 690	3 972
Polsko	2 178	2 371	2 574	2 781	3 008	3 226
Slovensko	1 997	2 096	2 206	2 342	2 487	2 635
Rusko	1 575	1 723	1 919	2 127	2 330	2 537
Turecko	2 945	6 278	7 081	7 844	8 584	9 227
Ostatní	1 419	1 669	1 888	2 100	2 302	2 506
Účinné látky	213	203	193	183	174	165
Ostat. tržby/rabaty	-234	-239	-244	-249	-254	-259
Celkem	17 940	22 661	24 785	26 853	28 957	30 997

Zdroj: Cyrrus

Očekáváme další postupné zlepšování hrubé marže, byť s možností krátkodobých mírně negativních vlivů akvizice.

3. Provozní náklady

3.1 Náklady na prodané zboží

Vývoj přímých nákladů na prodané zboží v nedávné době zaostával za růstem tržeb, což se pozitivně projevilo na růstu hrubé marže na 64,7 % v roce 2006 z 61,6 % o rok dříve (i přesto, že byla hrubá marže mírně snížena náklady vyvolanými akvizicí Sicomedu). Společnost se snaží své prodeje více opřít o podporované léky, tedy vlastní značková generika, u nichž dosahuje vyšších ziskových marží. Omezila také prodej aktivních farmaceutických substancí, což se opět projevuje na dosahovaných maržích. Do budoucna předpokládáme pokračování nastoleného trendu, tedy přesun k prodejm podporovaných preparátů a tedy postupné další, byť již mírnější vylepšování hrubé marže až k 67,8 % v roce 2012. Na hrubou marži v roce 2007 popř. 2008 může mít částečně negativní vliv akvizice Eczacibasi (podobně jako v případě Sicomedu), dlouhodobě ale převáží výše zmíněné pozitivní faktory, podpořené úsporami z rozsahu, kterých může Zentiva dosáhnout díky rozšíření svých aktivit.

3.2. Prodejní náklady

Rozvoj prodejních týmů otevírá další možnost pro růst tržeb, tomu ale prozatím předchází zvyšování nákladů.

Prodejní strategie společnosti Zentiva, tedy zaměření na primární péči a prodej podporovaných preparátů je spojen s růstem prodejních nákladů, když jsou v jednotlivých zemích rychle rozšiřovány počty obchodních zástupců firmy (počet zaměstnanců obchodu vzrostl v loňském roce o 35,3 %). V roce 2007 bude prodejní tým navíc posílen prodejci společnosti Eczacibasi. Očekáváme tak, že růst podílu prodejních nákladů na tržbách bude ještě pokračovat (zvláště budou-li budovány prodejní týmy např. na Ukrajině a v Bulharsku tak, jak tomu bylo v Rusku a Polsku), postupně se ovšem situace začne měnit s tím, jak se podpora prodeje bude pozitivně projevovat na dosahovaných tržbách. Od roku 2008 tak očekáváme postupné nepatrné zaostávání růstu prodejních nákladů za růstem tržeb, jejich podíl na tržbách v roce 2012 bude dle našich očekávání podobný jako v loňském roce, tedy kolem 25 % tržeb.

Růst firmy se projeví i v administrativě.

Pro zachování výhody v prodejkách podporovaných léků očekáváme mírný nárůst podílu nákladů na výzkum a vývoj na tržbách.

Tab. č. 2: Počet zaměstnanců obchodu na nejdůležitějších trzích Zentivy v letech 2005 a 2006

Region	2005	2006
Česká republika	268	246
Slovensko	123	120
Polsko	350	501
Rumunsko	111	228
Rusko	162	226
Turecko/Eczacibasi	---	546

Zdroj: Zentiva

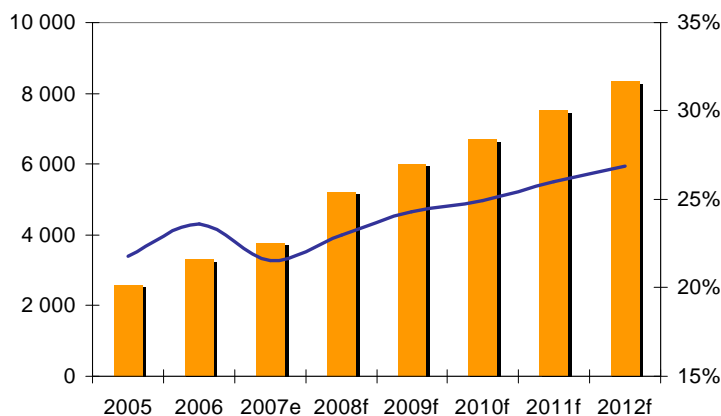
3.3. Administrativní náklady

Podíl administrativních nákladů na tržbách se v loňském roce meziročně snížil na 11,4 %, i přes mírná negativa spojená s konsolidací rumunské společnosti Sicomed. Vzhledem k nové akvizici, tentokrát turecké společnosti Eczacibasi očekáváme v roce 2007 rychlejší růst tohoto typu nákladů než tomu bude v případě tržeb. Očekáváme, že akvizice s sebou v první fázi přinese kromě pozitiv také tlak na růst nákladů, které se kromě dalších položek (náklady na prodané zboží a prodejní náklady) projeví zvláště v administrativě. V roce následujícím již očekáváme pokles podílu administrativních nákladů na tržbách, nikoli ovšem na hodnotu jaká byla v roce 2006 (11,4 % tržeb). Administrativní náklady i přes pokles po očekávané konsolidaci turecké dcery zůstanou mírně vyšší (11,5 % tržeb v roce 2012).

3.4. Výzkum, vývoj

Společnost Zentiva považuje výzkum a vývoj za jednu ze svých konkurenčních výhod, když by výzkum a vývoj měl dlouhodobě vytvářet základ úspěšným prodejkám podporovaných léků. Firma vydává na výzkum a vývoj kolem 4 %, hlavní výzkumné kapacity jsou soustředěny v Praze a slovenském Hlohovci, díky akvizici Eczacibasi dojde k jejich posílení, neboť i tato firma má vlastní výzkumné pracoviště. Očekáváme, že dlouhodobě se bude společnost snažit tuto činnost posílit, aby si i nadále vytvářela prostor pro další růst prodejkám podporovaných léků, tedy že podíl nákladů na tržbách mírně poroste a bude se dlouhodobě pohybovat kolem 4,5 % tržeb, tedy na horní hranici rozpětí 4 – 4,5 %, které za optimální považuje samotná společnost.

Graf č. 6: EBIT (v milionech CZK, levá osa) a marže EBIT (v %, pravá osa) v letech 2005 až 2012f



Zdroj: Zentiva, Cyrrus

Akvizice Eczacibasi povede k výraznému růstu zisků, v roce 2007 ale ještě doprovázenému poklesem marží.

Investice do kvality a prodeje budou nadále pokračovat.

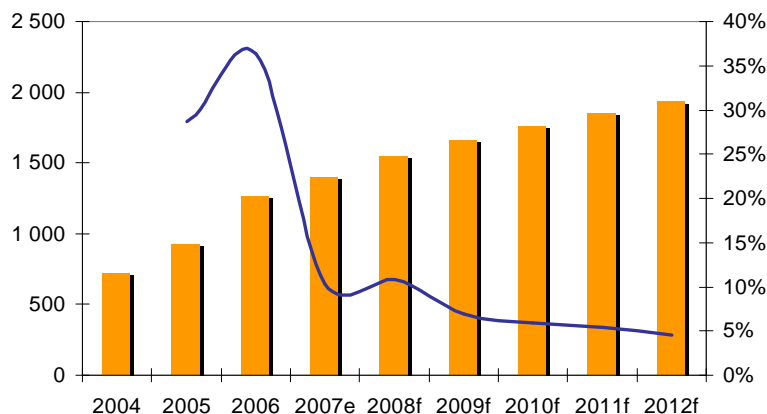
Akvizice Eczacibasi přijde Zentivu na 460 milionů euro.

V sledovaném období očekáváme postupný růst provozního zisku, byť v roce 2007 jen mírný, když se přes růst tržeb daný akvizicí projeví i náklady s touto transakcí spojené (jako např. u Sicomedu, kde byl EBIT snížen náklady ve výši 80 milionů korun). To by se dle našich předpokladů mělo projevit na mírném poklesu marže EBIT, která se ovšem již od roku následujícího začne pozvolna zlepšovat.

4. Investiční výdaje

Společnost Zentiva dlouhodobě investuje do zlepšování svých výrobních kapacit. V roce 2006 směřovaly investice do nových zařízení na výrobu aktivních účinných látek. Cílem investice bylo vyrábět produkty ve vyšší kvalitě při rostoucích požadavcích na ochranu zaměstnanců a životního prostředí. V Hlohovci byla vystavěna nová kapacita na výrobu Helicidu, léku na žaludeční vředy. V loňském roce také pokračovaly investice do prodeje, v souvislosti s rozšiřováním geografické působnosti firmy, opravena byla navíc administrativní budova v Praze. Celkově investice dosáhly výše 1 269 milionů korun, což představuje necelých 9,1 % tržeb. V dalších letech očekáváme nižší podíl investic na tržbách, ovšem vzhledem k růstu společnosti a nutnosti stále investovat jak do zkvalitňování výrobních kapacit, do splnění stále náročnějších požadavků na ochranu veřejného zdraví (zaměstnanců) či životního prostředí, nebo jen kvůli prosté obnově majetku, investice i nadále porostou. Meziroční růst investic nicméně bude postupně zpomalovat. V samotném roce 2007 by měly být investiční výdaje 1 400 milionů korun (zdroj: Zentiva), když tyto investice budou směřovat opět především do modernizace výrobních kapacit, dále do rozšíření výroby účinných látek a do oblastí výzkumu a vývoje a IT. Investice 222,3 milionů korun si také vyžádal vstup na maďarský trh.

Graf č. 7: Výše investičních výdajů (levá osa, v milionech CZK) a jejich meziroční růst (pravá osa, v %) v letech 2004 až 2012f



Zdroj: Zentiva, Cyrus

Do předchozích investičních výdajů není zahrnuta akvizice společnosti Eczacibasi jako specifický druh investice. Společnost zaplatí za Eczacibasi Generic Pharmaceutical (prakticky jde o dvě firmy: první z nich je Eczacibaşi Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş., druhou pak EÖS Eczacibaşi Özgün Kimyasal Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.) celkem 460 milionů euro, za které získá 75 % obou společností a právo koupit zbylý podíl po dvou letech. Zentiva akvizicí získá jednoho z předních výrobců generik na rychle rostoucím tureckém trhu (tržní podíl Eczacibasi v roce 2006 byl 3 % z hlediska hodnoty, 5 % podle objemu). Akvizici bude Zentiva platit ze syndikovaného úvěru, který pro ni zajišťuje Citibank. Jde o úvěr v celkové výši 550 milionů euro, který bude použit k financování akvizice v odpovídající výši. Zbytek bude použit na refinancování stávajících dluhů.

Výhled hospodaření dává naději pro nezanedbatelný růst zisků ...

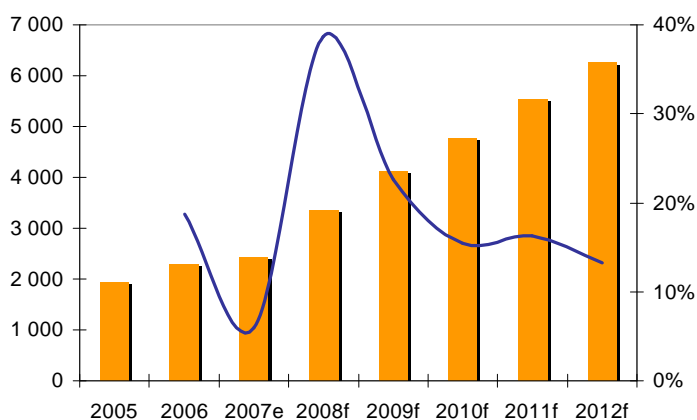
... při zachování dividendové politiky bude stejný i růst dividend.

5. Ziskovost

5.1. Výše čistého zisku

Společnost Zentiva je dlouhodobě ziskovou firmou, jež v loňském roce vykázala hospodářského výsledku ve výši 2 289 milionů korun, což bylo o 18,7 % více než v roce předešlém. Pro rok 2007 očekáváme jen mírný růst zisku, jen o 5,96 %. Na výsledcích se v druhé polovině roku projeví akvizice turecké Eczacibasi, ovšem ta si také vyžádá náklady, s jejichž zaúčtováním počítáme především v tomto roce. Růst tržeb tak bude do značné míry smazán růstem nákladů a poklesem ziskových marží. V roce 2008 pak očekáváme výrazné zlepšení ziskovosti, když by již podle našich očekávání měla definitivně převážit pozitiva akvizice Eczacibasi (také díky konsolidaci výsledků po celý rok). Postupně se také začnou zlepšovat ziskové marže, na konci zvoleného období navíc lehce podpořeny splacením úvěru přijatého na financování akvizice a efektivní daňové sazby, tedy zlepšením výsledku z finančních operací. V roce 2012 by tak Zentiva mohla podle našich předpokladů dosáhnout čistého zisku ve výši 6,26 miliardy korun.

Graf č. 8: Výše konsolidovaného zisku v letech 2005 – 2012f (levá osa, v milionech CZK) a jeho meziroční změna (pravá osa, v %)



Zdroj: Zentiva, Cyrrus

5.2. Dividenda a zisk na akcii

Dividendu očekáváme v následujících letech na podobné úrovni ve vztahu k zisku tak, jak tomu bylo v předchozích letech, tedy cca na úrovni 19 % zisku. Za rok 2007 by tedy dividenda měla být ve výši 12,1 koruny na akcii (celkem bude na dividendách vyplaceno zhruba 484 milionů korun) o rok později 16,8 koruny na akcii. V dalších letech čekáme stejný růst dividend tak, jak je tomu v případě zisku, tedy až na 31,2 koruny na akcii v roce 2012.

Tab. č. 3: Zisk a dividenda na akcii v letech 2005 – 2012f (v CZK)

	2005	2006	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
EPS	50,6	60,0	63,6	88,2	108,1	124,8	145,0	164,2
DPS	9,5	11,5	12,1	16,8	20,6	23,7	27,3	31,2

Zdroj: Zentiva, Cyrrus

Střední a východní Evropa prochází v řadě oblastí podobným vývojem. Ten představuje nejen příležitosti, ale i rizika pro podnikání v oboru.

V ČR by financování zdravotnictví reformoval každý, jen se dohodnout na způsobu.

Na Slovensku to vzali rychle, ovšem nová vláda podmínky změkčuje.

V Polsku se boj o peníze soustředí projevuje spíše stávkami lékařů.

Rusko je zemí velkých možností i problémů, po lepším nastavení systému DLO by mohlo být zase o něco lépe.

6. Rizika

6.1. Politické riziko/riziko reforem

Středoevropské země jsou si do značné míry podobné tím, jakým vývojem prochází jejich zdravotnický trh. Růst hospodářství spojený se zvyšováním životní úrovně, změna spotřebitelských preferencí a také podobné demografické vlivy (stárnutí populace) ve všech těchto zemích vytvářejí tlak na růst výdajů ve zdravotnictví, včetně výdajů z veřejných rozpočtů, které představují větší či menší zdroj, z něž jsou výdaje na léky placeny. Tento růst nároků na veřejné rozpočty nutí jednotlivé vlády přistupovat ke krokům omezujícím nadměrné čerpání veřejných prostředků a přesun výdajů na samotné spotřebitele. Podobná opatření se pak negativně projevují na výsledcích hospodaření farmaceutických firem.

Česká republika

V ČR se o nutnosti provedení změn ve financování zdravotnictví a jmenovitě i usměrnění spotřeby léků mluví již delší dobu. S uskutečněním úsporných opatření souhlasí politici na pravé i levé straně politického spektra, jejich problémem je ovšem (ne)schopnost se dohodnout na formě těchto změn. Na výsledcích hospodaření společnosti Zentiva se negativně projevila opatření v roce 2006 zavedena bývalým ministrem zdravotnictví Davidem Rathem, která se projevila nejsilněji v prvním čtvrtletí tohoto roku, kdy se tržby Zentivy v ČR meziročně propadly o 16,55 %. Přestože v dalších čtvrtletích již výsledky tak tristní nebyly, skončil celý rok pro Zentivu neradostně, když jí tržby na jejím dosud nejdůležitějším trhu poklesly o 4,5 %. Oživení nepřišlo ani s novou vládou a Novým rokem. I když by se dalo čekat v prvním kvartále roku 2007 oživení po špatných výsledcích v loňsku, to se prakticky nedostavilo. Nový ministr zdravotnictví Tomáš Julínek přišel se svou vizí, jak dosáhnout ve spotřebě léků úspor, která celý trh nadále znejišťuje a brání výraznějšímu oživení. Julínkova reforma počítá se zavedením poplatků za návštěvu lékaře, pobyt v nemocnici či návštěvu pohotovosti. Tyto poplatky by po svém zavedení nepochybně omezily spotřebu a nadužívání léků, negativně by se ale dotkly tržeb farmaceutických společností.

Slovensko

Slovensko bylo zemí, která k reformám zdravotnictví v rámci středoevropského regionu přistoupila jako první. Byly zavedeny např. poplatky ve zdravotnictví, které omezily návštěvy u lékaře, vypisování receptů a tedy i spotřebu léků. To vše se projevilo na tržních podmínkách. Nová slovenská vláda nicméně tato opatření zrušila, došlo tak k vylepšení tržních podmínek pro farmaceutické firmy. V případě politických změn na Slovensku ale potenciálně hrozí opětovné negativní změny.

Polsko

Ani polské zdravotnictví na tom není ideálně. Zde se aktuálně nejvíce projevují lékaři nespokojení s úrovní svých příjmů. Polští lékaři dokonce v minulých týdnech vyhlásili generální stávkou, která má přinutit vládu zvýšit jim jejich platy na 5 tisíc zlotých, v případě specialisty až 7 tisíc zlotých. Navýšení mezd by ovšem zvýšilo výdaje na zdravotnictví o 11 miliard zlotých (dle polské vlády). V případě, že by vláda na požadavky lékařů přistoupila, hledala by dříve, či později potřebné finance jinde. I lékaři jsou svolní k jistému kompromisu, vývoj v zemi patrně tak jako tak bude směřovat stejně jako v ČR k zavedení poplatků ve zdravotnictví a tedy potenciálně k omezení tržeb farmaceutických firem, či jejich růstu.

Rusko

Rusko je příkladem země, kde se politická rozhodnutí silně projevují na tržních podmínkách, nejen v případě trhu s léky. Na zdravotním trhu byl v roce 2005 zaveden tzv. systém DLO, sloužící k hrazení péče sociálně postiženým skupinám obyvatel. Vzhledem k chybnému nastavení systému, který dával lidem možnost neúměrně čerpat prostředky, došlo již v roce 2006 ke značnému přečerpání systému a následným změnám, jež se negativně projevily především na tržbách společností participujících na tomto systému. Zentiva se soustřeďuje na prodej svých produktů jinými kanály, dopad na její tržby je tak minimální (ve srovnání s jinými výrobci), výraznější turbulence na trhu ovšem firmám obecně nesvědčí.

Nejhorším případem, kam až lze nechat zajít problém veřejných financí je Maďarsko, vzhledem k podílu na tržbách firmy je ale spíše příležitostí.

Aktivita společnosti probíhá v několika měnách.

Pro nezkušenou firmu může být výsledek akvizice nepříjemným překvapením, u Zentivy toto ale nepředpokládáme.

Také spory s výrobcí originálních léčiv by neměly být výraznějším problémem.

Turecko je přeci jen „živelnější“ země, členství v NATO a snaha stát se členem EU ale řadu problémů pomáhá řešit.

Maďarsko

Maďarsko sice nepředstavuje pro Zentivu významný trh, je ovšem ukázkovým případem, jak vládní úsporná opatření mohou ovlivnit tržby výrobců léků (byť zde především místních producentů). Blíže je reforma zdravotnictví, především co se spotřeby léků týká, popsána v naší fundamentální analýze společnosti Gedeon Richter, kterou lze nalézt na stránkách www.cyrrus.cz.

6.2. Kurzové riziko

Společnost Zentiva je silně proexportně orientovanou firmou, navíc s výrobními podniky v několika zemích, své hospodářské aktivity tak provádí v několika měnách v dalších pak realizuje tržby. Výsledky firmy tak jsou ovlivňovány změnami kurzů. Funkční měnou společnosti je česká koruna (CZK), velká část nákupů firmy je realizována v EUR, USD a SKK. Tržby pak kromě CZK a SKK společnost realizuje také v RON, PLN, USD či EUR. Kurzy mohou mít také vliv na úvěry v cizích měnách, ty ale i společnosti Zentiva nepředstavují významnější položku. Proti kurzovým rizikům se firma zajišťuje forwardovými smlouvami.

6.3. Riziko akvizice

Zentiva svůj růst rozděluje mezi organický růst a akvizice. Akvizice přitom může být kromě příležitosti, také hrozbou pro kupující subjekt, v tomto případě Zentivu, zvláště není-li dostatečně kvalitně připravena a zvládnuta. Rizikem může být rozdílná firemní kultura, rozdílný pohled na další rozvoj kupované firmy, odlišné cíle kupujícího a současných vlastníků popř. vedení firmy. Tato rizika se více projevují v případě tzv. nepřátelských převzetí. Vzhledem ke zkušenostem společnosti Zentiva s realizací zahraničních akvizic a přátelskou formou převzetí v případě turecké Eczacibasi ovšem očekáváme minimalizaci případných negativních dopadů a tedy úspěšné eliminování rizik v této oblasti.

6.4. Riziko patentové ochrany

Společnost Zentiva je výrobcem generických léků, zaměřuje se tedy především na výrobu kopií originálních léčiv, kterým vypršela patentová ochrana. Ve farmaceutickém sektoru často dochází k soudním sporům mezi výrobcí originálních a generických léků, prohra v podobné kauze může mít negativní dopady na hospodaření firmy, ať již ve formě placení pokuty či díky nutnosti stáhnout daný preparát z trhu. Vzhledem k zkušenosti vedení Zentivy očekáváme, že se firma dokáže případným sporům vyvarovat.

6.5. Další rizika

Kromě zasahování politiků do samotného zdravotnictví a farmaceutického trhu může mít negativní vliv politická nestabilita v zemi. Tato otázka v nedávné době vyvstala především v souvislosti s tureckou akvizicí společnosti Zentiva, když v Turecku došlo k řadě demonstrací (květen 2007) v reakci na prezidentskou kandidaturu islamisty Abdullaha Güla. Zastánci sekulárního Turecka reagovali bouřlivými demonstracemi, pozadu nezůstala ani velmi silná armáda, která vydala prohlášení, že je v případě hrozby islamizace země ochotna zasáhnout (od roku 1960 stála za pádem čtyř tureckých vlád). Vzhledem k směřování Turecka směrem k případnému vstupu do EU a jeho členství v NATO lze ale očekávat klidné urovnání podobných situací, podpořené mezinárodním tlakem, tak jak tomu došlo v tomto roce.

Ke srovnání jsme vybrali středoevropské výrobce generik Egis, Gedeon Richter a Krku.

Kapitalizací je Zentiva menší než Krka a Gedeon Richter, Egis je zdaleka nejmenší firmou.

Maďarské firmy se příliš nezadlužují, Zentiva s Krkou využívají cizí zdroje o poznání více.

7. Srovnávací analýza

7.1. Vybrané společnosti

Pro srovnání se společností Zentiva byly vybrány maďarské farmaceutické společnosti Egis a Gedeon Richter a slovinská Krka. Všechny zvolené firmy tak působí v regionu střední a východní Evropy, stejně jako Zentiva. Egis je společností zaměřující se stejně jako ostatní výrobci na produkci generických léčiv, a také na výrobu licenčních preparátů (zhruba 30 % celkových tržeb firmy), což vyplývá především ze spolupráce s jeho většinovým akcionářem, jímž je francouzská společnost Servier (s podílem 50,91 %). Pokud jde o terapeutické skupiny, Egis se zaměřuje především na kardiovaskulární onemocnění, dále na centrální nervový systém a také dýchací ústrojí. Svou produkci prodává především na domácím trhu (Maďarsko se na konsolidovaných tržbách podílí asi 45 %), nejvýznamnějším zahraničním trhem je Rusko s asi 20 % podílem na tržbách.

Společnost Gedeon Richter je větší z obou maďarských firem a je jednou z největších společností, které se zabývají výrobou generických přípravků ve střední Evropě. Jde o silně proexportně orientovanou firmu, která vyváží asi tři čtvrtiny své produkce, především do zemí bývalého SSSR, ale také do západní Evropy či do USA. Podle terapeutických skupin je nejvýznamnější oblastí, v nichž Gedeon Richter působí gynekologie/antikoncepce, za níž následují onemocnění kardiovaskulární a centrální nervový systém. Největším akcionářem firmy je ÁPV, maďarský privatizační fond, s podílem 25,04 %, firma tak stejně jako Zentiva nemá většinového vlastníka.

Krka je výrobcem léčiv se sídlem ve Slovinsku. Stejně jako zbylé porovnávané firmy se zaměřuje na výrobu generických léčiv. Opět jde o značně proexportně orientovanou společnost, která na domácím trhu prodává kolem 16 % produkce, největšími exportními trhy jsou východní Evropa s 27 % tržeb a střední Evropa s 26 %. Zhruba stejně jako doma ve Slovinsku prodává Krka v jihovýchodní Evropě, zbylých 15 % tržeb tvoří jiné trhy. Z terapeutických skupin jsou nejdůležitější kardiovaskulární onemocnění, zažívací trakt a metabolismus. Společnost nemá většinového akcionáře, podobně jako Zentiva nebo Gedeon Richter. Největším akcionářem na konci roku 2006 byla Slovenska Odškodninska Družba s 15 %.

Při srovnání společností jsme vyšli z údajů firemních, dále získaných z našich modelů společností Zentiva, Egis a Gedeon Richter, údaje pro Krku jsou čerpány z dat agentury Bloomberg. Ukazatele porovnávací ceny akcií s jiným faktorem vycházejí ze závěrečných kurzů k 15. 6. 2007.

7.2. Základní údaje

Podle velikosti měřené tržní kapitalizací (tedy násobkem tržní ceny akcie firmy a počtem jejích akcií) je Zentiva třetím největším výrobcem léků ze zvolené skupiny, když ji při vyjádření v eurech převyšuje maďarský Gedeon Richter a slovinská Krka, výrazně menší je pak Egis.

Při pohledu na zadluženost, tedy poměr dluhů k vlastnímu kapitálu vykazují maďarské firmy podobně nízké hodnoty (údaje z konce roku 2006), naopak Zentiva s Krkou tvoří druhý pár firem, zadlužených podstatně více. U Zentivy navíc tento ukazatel proti konci roku 2006 výrazně vzrostl díky dluhovému financování akvizice turecké společnosti Eczacibasi, na jejíž pořízení firma použije úvěr ve výši 460 milionů euro.

Tab. č. 4: Tržní kapitalizace a ukazatel zadluženosti

Společnost	Mcap (mil. EUR)	Pořadí	Dluh/vlastní kapitál	Pořadí
Egis	675	4	0,15	2
Gedeon Richter	2 794	2	0,11	1
Krka	3 281	1	0,54	4
Zentiva	1 898	3	0,51	3
Vážený průměr			0,36	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

Rentabilitě Zentivy cizí zdroje rozhodně neškodí, ovšem ani s rentabilitou aktiv se mezi konkurenty neztratí.

Na ziskové marže bude mít mírně negativní vliv akvizice a s ní spojené náklady, ziskovost firmy ale ohrožena není, od roku 2008 navíc očekáváme postupné zlepšování.

Z hlediska ziskovosti je na tom Zentiva velmi dobře. V případě rentability aktiv, tedy při porovnání ukazatele ROA je na tom nejlépe, převyšuje jak Krku, tak i obě maďarské farmaceutické firmy, jejichž ziskovost je ovlivněna nepříznivou situací na domácím trhu. Vzhledem k větší expozici společnosti Egis tomuto trhu je negativní efekt silnější právě u této firmy, která vykazuje ziskovost nejslabší. V případě rentability vlastního kapitálu (ROE) Zentivu překonává Krka, která tak patrně dokáže lépe využít získané cizí zdroje. Ale i v případě Zentivy má zapojení cizích zdrojů pozitivní efekt (ROE je větší než ROA) a ziskovost zůstává nad úrovní obou maďarských konkurentů. Je sice mírně pod průměrem, ten je ale nad úroveň Zentivy zvednut výhradně silnějším údajem Krky, posíleným navíc její největší vahou danou tržní kapitalizací. Při posouzení rentability se tak Zentiva v středoevropské konkurenci rozhodně nemá za co stydět.

Tab. č. 5: Ukazatele rentability aktiv a vlastního kapitálu v roce 2006 (v %)

Společnost	ROA	Pořadí	ROE	Pořadí
Egis	13,72	4	16,63	4
Gedeon Richter	15,42	3	18,03	3
Krka	17,13	2	19,51	1
Zentiva	18,08	1	18,92	2
Vážený průměr	16,52		18,68	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

Posouzení marže čistého zisku ukazuje spíše podprůměrné hodnoty Zentivy, v našem výhledu pro roky 2007 a 2008 navíc snížené oproti historické hodnotě z loňského roku. Nutno ovšem podotknout, že čistý zisk je mimo jiné ovlivněn finančními náklady, které podle očekávání výrazně vzrostou díky přijatému úvěru na akvizici společnosti Eczacibasi (i samotná akvizice v první fázi bude spojena s náklady). Pokles ziskových marží v tomto a příštím roce tak bude daný za akviziční politiku firmy. Pokles marží očekáváme ostatně i u maďarských společností, byť z jiného důvodu. Zde není důvodem akviziční politika, ale problémy maďarského trhu ovlivňovaného reformou zdravotnictví, v případě Egisu a Gedeon Richtera tak jde ve srovnání se Zentivou o větší problém (u Gedeon Richtera očekáváme menší negativní vliv maďarských reforem a výraznější zlepšení hospodaření v roce 2008 než u Egisu). Postupné zlepšování marže čistého zisku během celého zvoleného období 2006 až 2008 tak očekáváme prakticky jen u Krky.

Tab. č. 6: NI marže (v %)

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	15,24	4	9,06	4	9,29	4
Gedeon Richter	24,88	1	14,66	2	18,68	2
Krka	16,66	2	18,63	1	19,18	1
Zentiva	15,73	3	13,10	3	14,03	3
Vážený průměr	19,00		15,39		17,12	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.3. Srovnání dle ukazatele P/E

Při srovnání ukazatele P/E (tedy poměru tržní ceny akcie a zisku na akcii) se jako výrazně levnější jeví dvojice maďarských firem (alespoň při porovnání ceny a zisku za rok 2006). U obou těchto firem ale čekáme především v roce 2007 silně negativní dopad maďarských reforem na hospodaření (v rámci roku zvláště v prvním pololetí), což vede v roce 2007 k růstu sledovaného ukazatele u obou společností. Při porovnání výhledu všech firem (tedy let 2007 a 2008) tak Zentiva je sice dražší, ale již nijak výrazně (v roce 2007 prakticky totožná hodnota jako u Krky, v roce 2008 nižší než Krka, jen mírně vyšší hodnoty ve srovnání s Gedeon Richtera). Výhled hospodaření Zentivy a zbylých firem dle našeho názoru ocenění zcela ospravedlňuje, když se v budoucnu navíc maďarským firmám přibližuje.

Dle P/E jsou výrazně levnější maďarské společnosti, ty se ale potýkají s domácími reformami, které způsobily několikaměsíční pokles cen jejich akcií. Ocenění Zentivy se tak blíží spíše Krce.

Ukazatel P/BV dává podobné výsledky, maďarské firmy se po nedávných hlubokých poklesech cen svých akcií jeví jako levnější, nejdražší je Krka.

Na P/S se nejrychleji projeví akvizice Eczacibasi, růst tržeb bude předcházet růst zisku, podle tohoto ukazatele tak je Zentiva v letech 2007 a 2008 levnější i než např. Gedeon Richter.

Tab. č. 7: Ukazatel P/E

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	10,00	1	16,17	1	14,47	1
Gedeon Richter	13,41	2	22,33	2	16,41	2
Krka	28,15	4	23,52	3	20,15	4
Zentiva	24,60	3	23,55	4	17,05	3
Vážený průměr	21,19		22,57		17,82	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.4. Srovnání dle ukazatele P/BV

Porovnání ukazatele P/BV (tedy tržní ceny akcie a vlastního kapitálu na akcii) dostáváme podobný výsledek jako v předchozím případě. Opět se jako levnější jeví maďarské firmy, kde lze jejich na první pohled velice atraktivní ocenění ovšem vysvětlit podmínkami na domácím trhu, které aktuálně podnikání v oboru příliš nesvědčí. Dražší ocenění Zentivy odpovídá působení na méně problémových trzích (byť vstoupila v nedávné době i do Maďarska, to má ale prozatím nepatrný podíl na tržbách a je pro firmu spíše příležitostí) i růstovému příběhu firmy. Ve srovnání s Krkou je pro všechny roky zvoleného období Zentiva levnější.

Tab. č. 8: Ukazatel P/BV

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	1,66	1	1,55	1	1,41	1
Gedeon Richter	2,42	2	2,23	2	2,00	2
Krka	5,75	4	4,69	4	3,95	4
Zentiva	4,48	3	3,72	3	3,09	3
Vážený průměr	4,08		3,44		2,94	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.5. Srovnání dle ukazatele P/S

Třetím a posledním ukazatelem porovnávajícím aktuální tržní cenu akcie s fundamentálním faktorem je ukazatel P/S (tedy tržní cena akcie dělená tržbami na akcii). Ani tento ukazatel nevybočuje příliš ze srovnání firem dle P/E a P/BV v tom, že ukazuje Krku jako nejdražší ze zvolených firem a maďarské firmy jako ty relativně levnější (alespoň pokud jde o rok 2006). Zde ovšem jako levná vypadá i Zentiva, která vykazuje nejrychlejší pokles ukazatele v průběhu let. Důvodem je očekávaný razantní nárůst tržeb v letech 2007 a 2008 způsobený akvizicí společnosti Eczacibasi. V roce 2007 budou výsledky turecké firmy konsolidovány jen po část roku, skokový růst tržeb (zde vyjádřený rychlým poklesem P/S) je tak rozložen do dvou let. Vzhledem k tomu, že tržby jsou právě tou položkou v hospodářských výsledcích, kde se akvizice Eczacibasi projeví nejrychleji, považujeme ukazatel P/S jako aktuálně nejlépe vyjadřující atraktivitu firmy ve srovnání s konkurencí; podle něj je Zentiva levnější i např. ve srovnání s Gedeon Richterem. Na P/E a P/BV se růstové možnosti dané akvizicí během zvoleného období tak jednoznačně neprojeví, když zpočátku očekáváme také vlivy růstu nákladů na zisk vlivem nákladů souvisejících s akvizicí a úvěrovým financováním koupě Eczacibasi. Tržby tak do jisté míry předchází vývoj zisku a vlastního kapitálu (rostoucího díky nerozděleným ziskům).

Tab. č. 9: Ukazatel P/S

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	1,52	1	1,46	1	1,34	1
Gedeon Richter	3,34	2	3,27	3	3,07	3
Krka	4,91	4	4,38	4	3,87	4
Zentiva	3,87	3	3,09	2	2,39	2
Vážený průměr	3,91		3,51		3,09	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

EV/EBITDA zohledňuje i dluhy firem, které jsou u maďarských společností zanedbatelné. Tomu odpovídá i jejich ocenění.

7.6. Srovnání dle EV/EBITDA

Ukazatel EV/EBITDA zohledňuje tržní hodnotu společnosti a také její úročené dluhy. Jak je patrné z porovnání zadluženosti ukazatelem dluh/vlastní kapitál v podkapitole 7.2., maďarské společnosti Egis a Gedeon Richter jsou zadluženy podstatně méně než jejich konkurenti z ČR a Slovinska, což EV/EBITDA snižuje. Očekávané zhoršení hospodaření těchto firem v roce 2007, které se projeví již na úrovni zisku EBITDA ovšem vede v případě obou maďarských společností k růstu ukazatele v tomto roce, u Krky a Zentivy naopak dochází k poklesu v druhém případě ještě urychlenému v roce 2008, ve kterém se dle našich očekávání budou již výrazně více ukazovat pozitiva daná akvizicí Eczacibasi.

Tab. č. 10: Ukazatel EV/EBITDA

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	7,06	1	8,37	1	7,89	1
Gedeon Richter	9,40	2	12,52	2	9,81	2
Krka	16,96	4	14,17	4	12,32	4
Zentiva	15,60	3	13,24	3	9,88	3
Vážený průměr	13,44		12,98		10,63	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

7.7. Dividendové výnosy společností

Dividendové výnosy všech firem jsou relativně malé, ani rozdíly mezi nimi nejsou zásadní.

I dividendami živ je investor, nakonec srovnávací analýzy se tedy ještě podíváme na porovnání dividendových výnosů, které nabízejí jednotlivé firmy. Tyto výnosy se odvíjejí od dividendových politik společností. Egis dlouhodobě vyplácí dividendu ve výši 120 forintů na akcii, dividendový výnos se tak nemění, při současné tržní ceně akcií společnosti a vzhledem k našemu předpokladu, že firma dividendovou politiku nezmění tak očekáváme pro všechny roky dividendový výnos mírně nad 0,5 %, což je mezi sledovanými firmami nejméně. Druhý nejnižší dividendový výnos nabízí Zentiva. Její dividendová politika vychází z cíle vyplácet na dividendách mezi 15 až 20 % zisku, přičemž se ukazuje, že vyplácené dividendy se pohybují u horní hranice tohoto pásma, tedy kolem 19 % zisku. Vzhledem k předpokladu rostoucích zisků tak očekáváme růst dividendového výnosu, zrychlený od roku 2008, kdy převáží pozitiva turecké akvizice. Gedeon Richter vyplácí na dividendách kolem jedné čtvrtiny svého zisku, což zvláště v minulosti činilo z tohoto hlediska firmu atraktivnější ve srovnání s konkurencí. Vlivem obtížných podmínek v Maďarsku ovšem očekáváme pokles zisku v roce 2007 a při předpokladu neměnné dividendové politiky tedy i dividendového výnosu. Od roku 2008 by se již hospodaření firmy mělo zlepšovat, což povede k růstu dividendy a Gedeon Richter by se tak měl opět stát nejatraktivnější firmou z hlediska dividend (byť výnosy kolem 1 až 1,5 % samy o sobě příliš atraktivní nejsou, investoři ve všech případech atraktivitu zvolených firem hledají jinde, např. v jejich růstovém příběhu). Stejně jako v případě Zentivy očekáváme postupný růst výnosu i u Krky, jež každoročně dividendu zvyšuje o 150 až 200 SIT. Tento titul by tak z tohoto pohledu měl zůstat nad průměrem, díky poklesu zisku Gedeon Richteru v roce 2007 by se v tomto roce měl dokonce dostat na první místo.

Tab. č. 11: Dividendový výnos (v %)

Společnost	2006	Pořadí	2007e	Pořadí	2008f	Pořadí
Egis	0,55	4	0,55	4	0,55	4
Gedeon Richter	1,84	1	1,12	2	1,52	1
Krka	1,01	2	1,20	1	1,44	2
Zentiva	0,81	3	0,89	3	1,25	3
Vážený průměr	1,20		1,06		1,36	

Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Cyrrus

Na závěr fundamentální analýzy lze říci, že se Zentiva jeví být levnější ve srovnání se slovinskou společností Krka, naopak dražší oproti maďarským společnostem (a zde více proti Egisu). Maďarské firmy ovšem doplatily na reformy, ke kterým přikročila po loňských parlamentních volbách staronová vláda. Tyto reformy vedly k řadu měsíců trvajícimu poklesu cen akcií, který se, jak se zdá, zastavil až v teprve nedávné době.

Modelem diskontovaných cash flow jsme dospěli k cílové ceně 1 670 korun.

Předpoklady modelu zohledňují trhy, na nichž společnost Zentiva působí.

Výhled počítá s růstem zisků společnosti v příštích letech. K nejvyšším peněžním tokům dojde v roce 2007 spolu s akvizicí v Turecku.

Proti těmto firmám tak Zentiva nabízí zajímavější investiční příběh minimálně díky růstovým možnostem daným akvizicí turecké Eczacibasi, jež se projevuje i na vývoji porovnávaných ukazatelů v čase během zvoleného období a ocenění dává do širších souvislostí, které Zentivu dále ztraktivňují a ukazují prostor pro růst cen akcií firmy.

8. Model diskontovaných cash flow

Vnitřní hodnotu akcie společnosti, počítanou pomocí modelu diskontovaných peněžních toků, odhadujeme na 1 670 korun. Což je o 17,5 % nad posledním závěrečným kurzem 1 421 korun (ze dne 15. 06. 2007). Výhled hospodaření pro příští roky je pozitivně ovlivněn aktuální akvizicí turecké společnosti Eczacibasi, která dá v příštích letech silný růstový impuls celé Zentivě, i když zvláště v letošním roce bude spojena také s růstem nákladů a je třeba přihlídnout i k rizikům, jež sebou podobné velké transakce přinášejí. Předpokládáme ovšem, vzhledem ke strategii společnosti, dosahovat růstu mimo jiné díky akvizicím úspěšné zvládnutí tohoto významného kroku v existenci firmy a jeho pozitivní dopady na hospodaření.

Tab. č. 12: Předpoklady modelu DCF

Beta	1,03
Bezriziková sazba	5,45 %
Riziková prémie	5,70 %
Růst reálného HDP	3,57 %
Růst inflace	3,37 %
Diskontní faktor	11,32 %

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, OECD

Bezriziková sazba použitá v modelu odpovídá váženému průměru výnosů do splatnosti státních dluhopisů v zemích, které představují nejdůležitější trhy Zentivy, tedy České republice, Slovensku, Polsku, Rumunsku, Rusku a Turecku. Tato sazba je použita, spolu s rizikovou premií pro český trh a faktorem beta, pro výpočet diskontního faktoru. Růst reálného HDP a inflace je odhadnut jako vážený průměr pro trhy, na nichž prodává společnost Zentiva většinu své produkce (tedy výše jmenované země). Na vyšší hodnotě HDP se projevují rychle rostoucí ekonomiky střední a východní Evropy jako je Rusko, Slovensko, Polsko či Rumunsko a také Turecko. Rychlý růst je v některých z těchto zemí také spojen s vyšší inflací (Rusko či Turecko, v obou zemích se inflace teprve nedávno dostalo do jednociferného pásma).

Tab. č. 13: Model diskontovaných cash flow (v CZK na akcii)

	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
Čistý zisk	64	88	108	125	145	164
Odpisy	30	36	41	48	50	51
Změna prac. kapitálu	55	-19	-18	-22	-19	-21
Investiční výdaje	-379	-41	-44	-46	-49	-51
Splátky dluhu	-120	-103	-107	-99	-93	-55
Nový dluh	413	16	20	21	22	24

FCFE	62	-22	1	26	57	2 855
Diskontované FCFE	59	-19	1	18	35	1 577

Pokračující hodnota	2 743
NPV	1 670

Zdroj: Cyrrus

Vnitřní hodnotu akcie významným způsobem ovlivňuje ziskovost společnosti. Pro rok 2007 předpokládáme mírný růst zisku na akcii, tak jak bylo popsáno v kapitole o ziskovosti, tedy na 64 korun na akcii. V dalších letech pak postupný růst až na 164 korun na akcii v roce 2012. Pozitivní vliv, i když méně než v případě zisku, na vnitřní hodnotu také budou mít postupně nabíhající odpisy. V roce 2007 budou peněžní toky firmy značně ovlivněny akvizicí společnosti Eczacibasi v hodnotě 460 milionů euro, s ní souvisejícím přijetím dluhu ve výši 550 milionů euro, jehož část poslouží také k refinancování starších dluhů.

Akcie Zentivy doporučujeme koupit, cílovou cenu stanovujeme na 1 670 korun. Titul nabízí atraktivní růstový příběh, daný aktuálně nejvíce akviziční politikou, ale i strategií růstu prodejem podporovaných léků.

Úvěr 550 milionů euro bude v dalších letech ovlivňovat peněžní toky tím jak bude postupně splácen. V roce 2007 tak budou významně vyšší finanční toky ve finanční a investiční činnosti.

9. Doporučení

Investiční doporučení k tomuto titulu je **koupit**, s dvanáctiměsíční cílovou cenou **1 670 korun**. Toto doporučení odráží růstové možnosti firmy, které ji nově dává akvizice společnosti Eczacibasi Generic Pharmaceuticals v Turecku. Domníváme se, že právě tato akvizice bude důležitým růstovým faktorem pro příští roky. Nejen tím, že sama o sobě výrazně navýší výsledky hospodaření již v roce 2007 a hlavně pak v roce následujícím, ale také díky možným synergickým efektům se stávající Zentivou, tedy díky možnostem zlepšovat výsledky hospodaření nižšími jednotkovými náklady na materiál apod. díky úsporám z rozsahu, možností uplatnit stávající výrobní portfolio v Turecku, či uvést výrobky Eczacibasi na ostatní trhy, kde již Zentiva působí. Eczacibasi tak chápeme jako důležitý mezník pro blízkou i vzdálenější budoucnost firmy. Pozitivně ovšem budou působit i další faktory, tedy pokračování v růstu prodejem podporovaných preparátů na stávajících trzích, přičemž růst podílu těchto léků na celkových tržbách by se měl projevit postupným mírným zlepšováním ziskových marží. Očekáváme, že se Zentiva pokusí uplatnit více strategii budování výkonných prodejních týmů, s nimiž slaví úspěchy v Rusku či Polsku. Dalšími trhy, kde by mohla být tato strategie ve větší míře aplikována je např. Ukrajina či Bulharsko. Mírnější, ale přesto pozitivní efekt nabízí i vstup na maďarský trh.

VÝHLED ZKRÁCENÝCH KONSOLIDOVANÝCH FINANČNÍCH VÝKAZŮ DLE IFRS

Rozvaha

v milionech CZK	2007e		2008f		2009f	
Stálá aktiva	20 594	59,24 %	20 868	59,56 %	21 041	59,22 %
<i>Hmotný majetek</i>	8 612	24,77 %	8 804	25,13 %	8 925	25,12 %
<i>Nehmotná aktiva</i>	1 659	4,77 %	1 647	4,70 %	1 605	4,52 %
<i>Goodwill a ostatní</i>	10 322	29,69 %	10 417	29,73 %	10 512	29,59 %
Oběžná aktiva	14 169	40,76 %	14 170	40,44 %	14 489	40,78 %
<i>Zásoby</i>	3 708	10,67 %	4 165	11,89 %	4 485	12,62 %
<i>Pohledávky</i>	7 198	20,71 %	8 072	23,04 %	8 680	24,43 %
<i>Peníze a ekvivalenty</i>	2 924	8,41 %	1 554	4,44 %	915	2,58 %
<i>Ostatní</i>	338	0,97 %	380	1,08 %	409	1,15 %
Aktiva	34 763	100,00 %	35 038	100,00 %	35 531	100,00 %
Vlastní kapitál	14 607	42,02 %	17 611	50,26 %	20 981	59,05 %
<i>Základní kapitál</i>	12	0,03 %	12	0,03 %	12	0,03 %
<i>Emisní ážio</i>	2 515	7,23 %	2 515	7,18 %	2 515	7,08 %
<i>Nerozdělený zisk</i>	10 315	29,67 %	13 041	37,22 %	16 380	46,10 %
<i>Ostatní</i>	1 764	5,08 %	2 043	5,83 %	2 074	5,84 %
Dlouhodobé cizí zdroje	15 014	43,19 %	11 691	33,37 %	8 358	23,52 %
<i>Úvěry a půjčky</i>	14 722	42,35 %	11 388	32,50 %	8 033	22,61 %
<i>Ostatní</i>	292	0,84 %	304	0,87 %	325	0,91 %
Krátkodobé cizí zdroje	5 142	14,79 %	5 737	16,37 %	6 192	17,43 %
<i>Úvěry a půjčky</i>	962	2,77 %	993	2,83 %	1 030	2,90 %
<i>Závazky z obchod. styku</i>	2 696	7,76 %	3 089	8,82 %	3 393	9,55 %
<i>Ostatní</i>	1 484	4,27 %	1 655	4,72 %	1 769	4,98 %
Pasiva	34 763	100,00 %	35 038	100,00 %	35 531	100,00 %

Zdroj: Cyrrus

Výsledovka

v milionech CZK	2007e		2008f		2009f	
Tržby	17 565	100,00 %	22 661	100,00 %	24 785	100,00 %
<i>Náklady prodaných výrobků</i>	5 976	34,02 %	7 609	33,58 %	8 251	33,29 %
Hrubý zisk	11 589	65,98 %	15 052	66,42 %	16 534	66,71 %
<i>Prodejní náklady</i>	4 698	26,74 %	5 940	26,21 %	6 438	25,97 %
<i>Administrativní náklad</i>	2 345	13,35 %	2 902	12,81 %	2 969	11,98 %
<i>Výzkum a vývoj</i>	767	4,37 %	996	4,39 %	1 108	4,47 %
EBITDA	4 915	27,98 %	6 588	29,07 %	7 602	30,67 %
EBIT	3 780	21,52 %	5 214	23,01 %	6 020	24,29 %
<i>Výsledek z finanční činnosti</i>	554	3,15 %	782	3,45 %	643	2,60 %
EBT	3 226	18,36 %	4 433	19,56 %	5 377	21,69 %
<i>Daň</i>	800	4,55 %	1 068	4,71 %	1 253	5,06 %
Čistý zisk	2 426	13,81 %	3 364	14,85 %	4 123	16,64 %

Zdroj: Cyrrus

Výkaz peněžních toků

v milionech CZK	2007e	2008f	2009f
Cash flow z provozní činnosti	3 224	4 125	5 123
Cash flow z finanční činnosti	12 975	-3 943	-4 101
Cash flow z investiční činnosti	-14 464	-1 552	-1 661
Celkový cash flow	1 735	-1 370	-639

Zdroj: Cyrrus

Analýzy

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

Trading & Sales

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

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

Portfolio management

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

Corporate finance

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCCP“) a podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena.

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

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

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCCP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

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

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

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