

EGIS, PLC

Flash analýza výsledků za 1Q 2006/7

a změna cílové ceny

Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

8.2.2007

Nová cílová cena 25 536 HUF
Doporučení: držet

Datum	8.2.2007
Poslední závěr. kurz	24 750
Vydaných akcií (ks)	7 785 715
Tržní kapitalizace	192,7 mld. HUF
Free float	49,09 %
52 týdenní max.	35 500
52 týdenní min.	21 220
Beta	0,89
Váha v BUX	2,69 %



AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA	
Servier	50,91 %
Franklin Templeton Invest. F	5,76 %
Ostatní	43,33 %

VÝSLEDKY ZA 1Q 2006/07 (MIL. HUF)	
Celkové tržby	29 134
Domácí tržby	13 641
Zahraniční tržby	15 493
EBIT	2 814
Zisk před zdaněním	1 818
Čistý zisk	1 672

Farmaceutická společnost Egis PLC dnes zveřejnila konsolidované hospodářské výsledky za první čtvrtletí finančního roku 2006/07 začínajícího 1. října 2006.

v milionech HUF	1q 2006/7	1q 2005/6	oček. Cyrrus
Celkové tržby	29 134	29 549	29 428
Domácí tržby	13 641	15 876	13 772
Zahraniční tržby	15 493	13 673	15 656
EBIT	2 814	6 487	2 854
Zisk před zdaněním	1 818	7 072	1 887
Čistý zisk	1 672	6 403	1 585

Zdroj: Egis, Cyrrus

Můžeme konstatovat, že výsledky dopadly podle našich očekávání. Celkové konsolidované tržby Egisu meziročně poklesly o 1,4 % na 29,1 miliardy forintů. Tento pokles je způsoben především problémy domácího trhu. Domácí tržby ve výši 13,6 miliard forintů jsou o 14,1 % horší než před rokem. Na těchto tržbách, přestože jde o poslední kalendářní čtvrtletí roku 2006, se projevily kromě již existujících problémů, i změny platné od ledna 2007. V předchozích letech docházelo pravidelně k silným domácím prodejm na konci roku, když se zásobovali místní velkoobchodníci s léky. V tomto čtvrtletí příliš důvodů k vytváření zásob neměli, neboť téměř do konce roku 2006 nebylo zcela jasno o situaci v nadcházejícím roce. Tito obchodníci z obav ze snížení cen tak raději vyprodávali své stávající zásoby, než aby zvyšovali nákupy nových léků.

Zahraniční tržby ve výši 15,5 miliard forintů meziročně vzrostly o 13,3 %. Zde představuje problém Rusko, v němž tržby mateřské společnosti klesly v dolarovém vyjádření meziročně o 8 % a díky posílení forintu vůči dolaru dokonce o 12,4 % vyjádříme-li tyto tržby v maďarských forintech. Problémy Ruska způsobil místní systém úhrady léků některým skupinám obyvatel (DLO), na volném trhu pak došlo podobně jako v Maďarsku ke změně chování obchodníků (tedy snížení objednávek). K podobnému poklesu jako v Rusku došlo i na Ukrajině (4 % vyjádřeno v dolarech, 8,6 % v domácí měně). Region bývalých sovětských republik pak nezachránily ani ostatní státy, kde se sedmiprocentní dolarový růst zmenšil díky posilování forintu na pouhé 1,4 %. Vzhledem k podílu těchto zemí, ale nemohl být výpadek především Ruska zvrácen a region CIS tak celkově skončil poklesem tržeb.

Ve střední Evropě zklamalo Polsko, pro společnost třetí nejdůležitější trh. Zde došlo k poklesu tržeb meziročně o 15 %. Situaci naštěstí zachránila Česká republika (+11,2 %), Slovensko (+4,5 %) a především Rumunsko (+28,3 %), které samo o sobě svým růstem téměř zcela vykompenzovalo pokles regionu CIS. Vedlo se i dalším zemím regionu střední východní Evropy, které celkově vzrostly o jednu třetinu (růsty celého regionu vyjádřeny v maďarském forintu).

Výrazně dobře se vedlo v segmentu aktivních farmaceutických substancí. Přestože ani jedna z těchto oblastí neměla v předchozí době zásadní podíl na celkových tržbách, jejich meziroční růst 80 % (substance), respektive 98 % (ostatní trhy) příjemně překvapil. Na druhou stranu jde o návrat na hodnoty, jichž právě loni nebylo dosaženo.

Na nákladové straně výsledků jsme zaznamenali nárůst přímých nákladů na prodej. Ty u mateřské firmy vzrostly na 43,3 % tržeb a o 4 % překonaly hodnotu plánovanou firmou. Rostly i ostatní druhy nákladů, administrativní o 10 %, náklady na výzkum a vývoj o 22 %, prodejní náklady o 17 %. Růst těchto nákladů pak spolu s poklesem tržeb logicky vyústil v značný pokles zisku.

Na úrovni konsolidovaného provozního zisku došlo ke snížení o 56,6 %. Zde se kromě zmíněného růstu nákladů projevilo zvyšování zásob maďarskými obchodníky v předchozím roce, které nebylo zopakováno a které loni vedlo k dosažení mimořádné úrovně zisku.

Na úrovni zisku před zdaněním se negativně projevilo přecenění pohledávek vedených v zahraničních měnách (opět negativní vliv posilování forintu). Tento efekt v případě mateřské společnosti snížil zisk před zdaněním o 1,6 miliardy forintů. Zmíněný efekt se promítnul následně i do výši zisku po zdanění. Zde na jednu stranu společnost využívá možnost snížit placenou daň o 80 % díky investicím do výroby (běžná sazba daně je 16 % ze zisku), na druhou stranu je nucena platit 4 % ze zisku „solidární“ daň.

Celkově výsledky společnosti ukázaly to, s čím jsme již dopředu počítali. Tedy projevily se problémy domácího maďarského trhu, z něž chodily negativní zprávy v posledních několika měsících zcela pravidelně. Na počátku roku 2007 také začaly prosakovat novinky o problémech dosud rychle rostoucího Ruska, navíc zklamalo i Polsko. Jako pozitivní lze chápat vývoj na ostatních trzích střední a východní Evropy, příjemný je pohled zvláště na výsledky Rumunska. Ty podpořily tržby v ostatních zemích (především západní Evropa) a aktivní farmaceutické substance U obou těchto skupin došlo v minulém roce k výpadku, který se nyní firmě podařilo eliminovat.

Pro další období očekáváme pokračování problémů v Maďarsku, kde se začnou projevovat změny schválené k počátku tohoto roku. Tedy nutnost platit 12 % ze státního příspěvku na léky do rozpočtu zdravotnictví, poplatky 5 milionů forintů za každého obchodního zástupce a podíl na krytí případného schodku rozpočtu zdravotnictví (jež hospodaří se schodky s neochvějnou pravidelností již přes 12 let). Obezřetnost si vyžádá působení v Rusku, kde byly mimo jiné prodlouženy platby farmaceutickým firmám ze 6 měsíců na 1 až 2 roky. Také došlo k redukci místního zdravotnického systému DLO. Především Rusku byla ve srovnání s předchozí předpovědí přehodnocena projekce tržeb (snížen očekávaný růst pro tento rok z 25 % na 14%), projekce pro Maďarsko byla upravena jen mírně, vzhledem k započtení očekávaných změn již v předchozí analýze. Ke snížení projekce výsledků došlo také v případě ostatních zemí regionu CIS a Polska. Změny se projeví na modelu DCFE následujícím způsobem:

HUF na akcii	2006/7	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11	2011/12
Čistý zisk	1 556	1 879	2 072	2 240	2 389	2 580
Odpisy	954	1 155	1 364	1 612	1 862	2 017
Δ prac. kapitálu	398	633	708	621	608	650
Inv. výdaje	1 437	1 479	1 593	1 805	1 913	2 003
Splátky dluhu	0	0	0	0	0	0
Nový dluh	0	0	0	0	0	0
FCFE	676	921	1 135	1 427	1 730	40 285
Diskont. FCFE	627	764	842	945	1 025	21 332
Pokr. hodnota	38 341					
NPV	25 536					

Zdroj: Cyrrus

Změny v modelu se projevují především ve snížení čistého zisku. Vzhledem k těmto změnám snižujeme cílovou cenu na 25 536 forintů za akcii a doporučení na držet. Především v prvním kalendářním čtvrtletí očekáváme pokračování slabých výsledků, postupně pak přizpůsobování se novým podmínkám.

Analýza

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

Trading & Sales

Michal Oplt	Brno	oplt@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

Portfolio management

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

Corporate finance

Tomáš Kunčický		kuncicky@cyrrus.cz
----------------	--	--------------------

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („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. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): Společnost není tvůrcem trhu na žádné emisi, 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 uzavřeno 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, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

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