

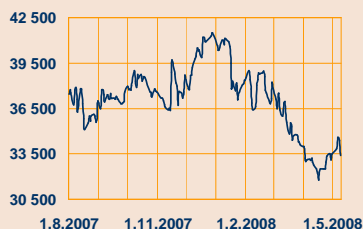
GEDEON RICHTER

Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za 1Q 2008

Datum	12. 5. 2008
Poslední závěr. kurz	33 390 HUF
Vydanych akcií	18 637 486 ks
Tržní kapitalizace	622,3 mld. HUF
Free float	395,0 mld. HUF
52 týdenní max.	41 845 HUF
52 týdenní min.	31 620 HUF
Beta	0,91
Váha v BUX	16,107 %

Vývoj kurzu akcií Gedeon Richter



Zdroj: Bloomberg

Akcionářská struktura

ÁPV	25,19 %
The Bank of New York	11,33 %
Ostatní	63,48 %

Zdroj: Gedeon Richter

Maďarská farmaceutická společnost Gedeon Richter zveřejnila v závěru uplynulého týdne výsledky svého hospodaření za první tři měsíce roku 2008.

VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ 1Q 2008 (konsolidované)

v milionech HUF	1Q 2008	1Q 2008e Odh. Cyrrus	1Q 2007	y/y
Tržby	57 011	54 230	51 017	11,8 %
Hrubá marže	31 794	29 037	29 021	9,6 %
EBIT	10 096	9 359	9 299	8,6 %
Čistý zisk	10 221	8 658	7 987	28,0 %

Zdroj: odhad Cyrrus, Gedeon Richter

Firma vstoupila do nového roku z technického pohledu poměrně zásadní změnou ve struktuře reportovaných údajů. Definitivně je nově kladen hlavní důraz na konsolidovaná čísla, na jejichž predikci se ostatně na rozdíl od většiny trhu zaměřujeme i my. Kromě toho se nicméně zásadním způsobem obměnila zveřejňovaná data: zahraniční tržby jsou nově prezentovány v EUR nikoli v USD, jejich rozdělení také doznalo řady změn. Z pohledu konsolidovaných výsledků byly jednotlivé dceřiné společnosti nahrazeny jiným členěním tržeb na farmaceutika (kam kromě mateřské firmy patří i dcery v Polsku či Rusku) a velkoobchod/maloobchod (kam spadají hlavně rumunské dcery, v srovnávaných hodnotách z roku 2007 v nich bude během tohoto roku figurovat i prodaný maďarský Medimpex). Toto členění doplňují i segmentové informace týkající se provozní ziskovosti či počtu zaměstnanců. Členění lépe vyhovuje rostoucí váze dceřiných firem rostoucí skupiny na výsledcích, popř. reportování v EUR lépe vystihuje růst podílu trhů, na nichž se touto měnou platí, srovnání s historickou řadou výsledků je ovšem v řadě ohledů komplikovanější.

Než tyto změny jsou pochopitelně mnohem podstatnější samotná čísla, jimiž se společnost Gedeon Richter prezentovala. Výsledky obdobně jako v případě menší z obou farmaceutických firem obchodovaných na budapeštské burze Egis dopadly lépe než jsme očekávali. Celkové tržby ve výši 57 miliard forintů jsou lepší než náš odhad 54,2 miliardy. Nicméně na domácím trhu výsledky dopadly opět špatně, tržby 7,4 miliardy proti 12,6 miliardám (-41 % y/y) jsou sice ovlivněny prodejem dceřiné společnosti Medimpex, ovšem i po očištění o tento vliv pokles domácích tržeb meziročně o 17 % je opět poměrně výrazný a výsledek zaostal za naším očekáváním. Samotná firma pokles zdůvodňuje pokles špatným makroekonomickým prostředím, regulací a celkovou nepředvídatelností trhu. Problémem je, že výrazně klesají prodeje nejdůležitější preparátů firmy jako je Ednyt, Quamatel či Normodipine. V rámci nového členění prakticky všechny domácí tržby po prodeji společnosti Medimpex spadají pod tržby za farmaceutika, podíl velkoobchodu/maloobchodu je mizivý.

Významný nárůst tržeb nicméně vykazala skupina trhů, kterou Gedeon Richter označuje jako EU a dále ji nově člení na samostatné Polsko, Rumunsko, EU9 (další střední a východoevropské státy) a EU15 („staré“ členské země, zvláště pak Německo a Francie). V Polsku firma vykazala tržby 5,6 miliardy forintů proti 5,4 miliardám loni (4,3 % y/y), čekali jsme 5,25 miliardy. V Rumunsku se pak meziročně tržby skokově zvedly díky nově konsolidovaným dcerám, které v prvním pololetí ještě ve výsledcích nefigurovaly, tržby tak dosáhly 9,6 miliard forintů proti loňským 2,2 miliardám (333,4 % y/y). Z toho na farmaceutika připadá 1,8 miliardy forintů (v loňském roce 1,2 miliardy), růst tak jde prakticky celý na vrub obchodním společnostem, především Dita Group, jež byla poprvé konsolidována do výsledků ve druhém čtvrtletí 2007, příští výsledky v Rumunsku tak již budou lépe srovnatelné. Dita Group stojí za lepšími než námi čekanými výsledky na tomto trhu, tržby za farmaceutika 1,8 miliardy forintů odpovídají našim odhadům.

Zbylé státy střední a východní Evropy (EU9) vykázaly růst tržeb z ložských 4 miliard forintů na 4,9 miliardy v tomto roce (22,3 % y/y). Výsledky v celé skupině nových členských států EU (kromě domácího Maďarska) lze v prvním kvartále označit za dobré, nicméně firma sama pozoruje rostoucí tlaky vlád na ceny léčiv a rostoucí konkurenci, vývoj na některých trzích regionu tak bude v blízké budoucnosti poněkud nejistý, přestože v prvním čtvrtletí dopadly dobře tržby např. v „problémové“ České republice. Poslední skupinou evropských trhů jsou staré členské státy. Zde firma za první kvartál vykázala tržby ve výši 4,6 miliardy forintů (17,6 milionů euro), což představuje meziroční nárůst 25,2 % (respektive 22,2 % v euro). Relativně dobře i přes pokračující nárůst konkurence mezi generickými výrobci dopadlo jak Německo, tak i Francie.

V zemích CIS (Rusko a další státy bývalého SSSR) rostly tržby relativně umírněným tempem, při vyjádření v euro kolem 10 %, ve forintech pak o něco lépe, díky meziročnímu oslabení forintu vůči euro o necelá tři procenta. Růstu na trzích bývalého SSSR pomáhala především antikoncepce, na níž se společnost zaměřuje. Mezi menšími trhy regionu se dobře vedlo např. v Kazachstánu i přesto, že meziročně jsou výsledky ovlivněny jednorázovými položkami. Od února firma na tomto trhu přešla z prodejů za dolary na euro jako funkční měnu, což by mělo dále pomoci snižovat kurzové riziko.

Poměrně silně ovšem klesly tržby firmy v USA (-22,5 % y/y). Zde se pokles projevoval již v posledním čtvrtletí roku 2007, v prvním čtvrtletí roku 2008 se pokles nicméně ještě výrazně prohloubil. Výsledek 2,8 miliardy forintů je o to horší, že srovnávací období loni bylo se svými tržbami cca 1,5 – 2 miliardy forintů pod úrovní jiných kvartálů. Firma sice výpadek zdůvodňuje částečně načasováním zásobování na konec roku 2007, rostoucí konkurence a cenová eroze nicméně také udělaly své.

Z pohledu nákladů se prodej společnosti Medimpex, která vykazovala minimální zisky, projevil pozitivně již na úrovni hrubé marže. Ta dosáhla nejlepší úrovně za poslední rok, a byť její výše 55,8 % zaostává o cca 1 p.b. za úrovní dosaženou ve stejném období loni, proti předcházejícím třem kvartálům je o 3 – 4 p.b. lepší (čekali jsme hrubou marži na úrovni 53,5 %, dosažený výsledek tak lze brát s povděkem). Díky vyšším než očekávaným tržbám tak i hrubá marže překonala svou absolutní výši 31,8 miliardy forintů náš odhad 29,0 miliardy forintů.

Další položky provozních nákladů odpovídají vývoji tržeb. Prodejní a odbytové náklady v prvním čtvrtletí činily cca 20 % tržeb, prakticky stejně jako ve stejném období loni. Obdobně je tomu i u správních nákladů, jejichž vývoj byl v prvním čtvrtletí roku s tržbami také sladěn. Úroveň nákladů na výzkum a vývoj pak je v průběhu posledních čtvrtletí poměrně stabilní a ani tentokrát tyto náklady svou výší nijak nevybočily ani v absolutní míře, ani relativně (podílem na tržbách – tentokrát 8,2 %) z řady. Mírně vyšší než v předchozích čtvrtletích ovšem byly ostatní provozní náklady/výnosy.

Provozní zisk po odečtení těchto nákladů dosáhl úrovně 10,1 miliardy forintů. Marže provozního zisku 17,7 % o více než 3 p.b. převýšila úroveň z předchozího kvartálu, nicméně zaostala lehce za stejným obdobím loni a je také stále poměrně výrazně pod úrovními, kterých firma dosahovala do konce roku 2006. Očekávali jsme marži 17,2 %, přestože je dosažená marže o něco lepší, rozdíl již není takový jako u hrubé marže, celkový vývoj provozních nákladů tak nebyl tak dobrý jako u přímých nákladů na tržby, byť je to dáno jen zmíněnými ostatními provozními náklady.

Na finanční úrovni hospodaření se neopakoval negativní vývoj posledních čtvrtletí. Čistý finanční výnos tak dosáhl kladné hodnoty 1 miliardy forintů, přičemž v posledních dvou čtvrtletích byla hodnota sice prakticky stejná, nicméně s opačným znaménkem. Tento pozitivní efekt prakticky vyrovnal placenou daň, tvořenou díky daňovým úlevám z větší části tzv. solidární daní, a také efekt snížení čistého zisku o část připadající menšinovým akcionářům. Část výnosu (0,4 miliardy forintů) je tvořena ziskem z prodeje společnosti Medimpex, roli ovšem hrály také kurzové rozdíly.

Čistý zisk pro akcionáře mateřské firmy tak mohl dosáhnout prakticky totožné úrovně jako zisk provozní. Hodnota 10,2 miliardy forintů o téměř 28 % převýšila čistý zisk ve stejném období loni i velmi slabé zisky z předchozích čtvrtletí. Marže čistého zisku 17,9 % nicméně podobně jako provozní marže stále poměrně výrazně zaostává za úrovními dosahovanými před působností maďarských zdravotních reforem, je alespoň nejsilnější od jejich zahájení, tedy za poslední rok a půl.

Dosažené výsledky překonaly naše odhady prakticky na všech úrovních, překonaly také tržní odhad byť ten se stále zaměřuje na nekonsolidovaná čísla. Nekonsolidovaný zisk byl nicméně v prvním kvartále prakticky totožný jako konsolidovaný, celkový efekt dceřiných společností (výnosy vs. náklady) tak byl nulový. Akcie společnosti během pátečního obchodování na budapeštské burze přesto oslabovaly (o necelá tři procenta). Pro trh byl zklamáním komentář ředitele firmy, podle něžž mohou být v roce 2008 domácí tržby ještě nižší, než bylo očekáváno (firma dříve předpovídala pokles 5 %, nyní jej odhaduje na 10 %). Mírně negativně může být chápáno i to, že díky změně prezentování výsledků, tedy díky převodu prezentace dosahovaných tržeb z dolaru na euro, budou díky pohybu směnných kurzů země, kde firma prodává za dolary (USA a část CIS), vykazovat menší tempa růstu. Tento jev je ovšem spíše matoucí než nějak zvlášť negativní. Větší problém je spíše to, že firma nijak zvlášť nepokročila ve slučování s polskou společností Polpharma, jež trh očekává. O sloučení s Polpharmou nebylo ve zprávě o výsledcích za první čtvrtletí ani slovo. Podle komentáře vedení firmy k výsledkům by mělo být povolení ke sloučení v Polsku získáno do konce příštího měsíce. Přes dobré výsledky za první čtvrtletí se přesto nad společností po jejich zveřejnění vznáší i ne jeden otazník.

Vzhledem k poměrně výrazným změnám v reportování výsledků budeme muset provést určité zásahy do modelu hospodaření firmy. Také sloučení s Polpharmou by mělo být poněkud vyjasněno. Proto prozatím suspendujeme naše doporučení a cílovou cenu k akciím firmy.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka
Jan Procházka
Karel Potměšil
Lucie Kundrátová
Ondřej Moravanský

Head of Research
Chief Analyst
Senior analytik
Analytik
Analytik

hatlapatka@cyrrus.cz
prochazka@cyrrus.cz
potmesil@cyrrus.cz
kundratova@cyrrus.cz
moravansky@cyrrus.cz

Banky, energetika, zahr. trhy
Energetika, letecká doprava
Farmacie, development
Petrochemie, spotřební zboží
Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna
Kamil Kricner

Brno
Praha

pikna@cyrrus.cz
kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Tomáš Machalický
Jindřich Rovný

Brno
Praha

machalicky@cyrrus.cz
rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický

Brno

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. („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. 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 nenes odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. 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, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Blíže informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na www.cyrrus.cz.

BRNO

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

PRAHA

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