

ZENTIVA

Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za 2Q 2008

Cílová cena v revizi

Datum	4. 8. 2008
Poslední závěr. kurs	1 062 CZK
Vydaných akcií	38 136 230 ks
Tržní kapitalizace	40,50 mld. CZK
Free float	17,17 mld. CZK
52 týdenní max.	1 278 CZK
52 týdenní min.	780 CZK
Beta	0,81
Váha v PX	2,95 %

Vývoj kurzu akcií Zentiva



Zdroj: Bloomberg

Akcionářská struktura

Sanofi-Aventis	24,9 %
PPF	19,2 %
Vedení a zaměstnanci	5,9 %
J&T Financial services	7,6 %
Ostatní investoři	42,4 %

Zdroj: Zentiva

Farmaceutická společnost Zentiva zveřejnila dnes 4. 8. 2008 výsledky svého hospodaření za první pololetí roku 2008.

v mil. CZK	1H 2008	1H 2008 O. Cyrrus	1H 2007	y/y
Tržby	8 990	8 909	6 977	32,3 %
Hrubý zisk	5 306	5 280	4 418	20,1 %
hrubá marže (%)	59,02 %	59,33 %	65,00 %	-5,98 p.b.
EBIT	1 364	1 547	1 110	22,9 %
marže EBIT	15,17 %	17,38 %	16,33 %	-1,16 p.b.
Čistý zisk	833	970	831	0,2 %
marže čist. zisku	9,27 %	10,90 %	12,23 %	-2,97 p.b.

Zdroj: odhad Cyrrus, Zentiva

Na úrovni tržeb se velké překvapení konat nemohlo, jejich hrubou úroveň včetně několika podrobnějších informací k jednotlivým trhům firma zveřejnila již před dvěma týdny. Nakonec byla celková výše dividend kosmeticky navýšena na takřka 9 miliard korun. Jak již bylo uvedeno v zhodnocení tržeb společnosti, lepší než námi očekávanou výkonnost firma vykazovala v ČR a Rumunsku, stejnou pak v Turecku. Z konkrétního rozpisu na jednotlivé trhy pak vyplývá, že o něco hůře než jsme čekali, dopadlo Slovensko a Rusko. Výkonnost na Slovensku firma odůvodňuje zpomalením trhu. Celkově nicméně již tržby zásadnější informace nepřinesly.

Hrubá marže Zentivy v prvním pololetí odpovídá našemu odhadu. Je jen nepatrně vyšší, což odpovídá částečně revizi zpřesněných tržeb o cca 100 milionů výše, než byla úroveň uváděná dříve. Dle očekávání tak meziročně díky turecké akvizici hrubá marže poklesla o cca 6 p.b. proti prvnímu pololetí roku 2007, kdy ještě společnost Eczacibasi do výsledků zahrnuta nebyla. Podle očekávání ale pokračuje zlepšování efektivity hospodaření na této úrovni, když hrubá marže lehce přes 59 % byla ve druhém kvartále kosmeticky lepší než v prvním. To odpovídá našemu předpokladu o postupujícím přibližování společnosti Eczacibasi výkonnosti zbytku skupiny.

Na úrovni provozního zisku jsou výsledky na první pohled slabší než náš odhad. Rozdíl prakticky odpovídá položce 191,3 milionů korun, která se objevila v provozních nákladech firmy jako „snížení hodnoty dlouhodobého majetku“. Tato položka souvisí s předchozími akvizicemi firmy v Rumunsku a hlavně v Turecku. Jedná se o snížení hodnoty některých značek a ukončení vývojových projektů vlivem zavedení jiných efektivnějších produktů. Ostatní provozní náklady v souhrnu odpovídají našim odhadům. O něco málo nižší, než jsme čekali jsou prodejní náklady a náklady na výzkum a vývoj, naopak o něco vyšší administrativní náklady. Bez započtení jednorázové položky by Zentiva dosáhla provozního zisku 1,56 miliardy korun, což přesně odpovídá našemu odhadu 1,55 miliardy. To potvrzuje naše předpoklady o provozní výkonnosti firmy, které nicméně poněkud zakalily jednorázové náklady. I přes ně ale firma provozní marží 15,2 % překonala vlastní plán pro první pololetí (13 %), což dává naději i splnění celoročních plánů.

Finanční úroveň hospodaření je opět překvapení-prostá. Díky financování akvizice Eczacibasi dluhem meziročně skokově narostly placené úroky (na 498 milionů korun, čekali jsme 495 milionů), které částečně kompenzovaly zvýšené výnosové úroky a další finanční výnosy, plynoucí hlavně z přecenění dluhů vlivem posilující koruny. Celkový efekt finanční úrovně (bez započtení daně z příjmů) -211 milionů je o málo lepší než náš odhad -234 milionů.

Čistý zisk ovšem i přes tento fakt a mírně lepší efektivní sazbu daně za očekáváním zaostal. Jediným nečekaným vlivem ve výsledcích se stala jednorázová položka v provozních nákladech. Bez její existence výsledky zcela odpovídají našemu odhadu.

Čistý zisk firmy připadající na akcionáře mateřské společnosti tedy v prvním pololetí dosáhl 833 milionů korun, což proti 831 milionům loni představuje jen kosmetickou změnu.

Kdyby výsledky neobsahovaly překvapení v podobě snížení hodnoty dlouhodobého majetku, označili bychom je za dobré. Výsledky by naplnily naše spíše optimistická očekávání. Provozní úroveň hospodaření vykazuje pozvolné zlepšování již od hrubé marže. Marže provozního zisku by dosáhla slušných 17,3 %. I po započtení jednorázové položky ale provozní marže překonala plán firmy z počátku roku (13 %, nakonec byla 15,2 %). Tyto trendy umožňují hledět do budoucnosti firmy s optimismem. Takto nicméně výsledky musíme označit za neutrální. Titulu ovlivněnému nabídkou na převzetí ze strany Sanofi-Aventis navíc nedávají výraznější impuls.

Zentiva spolu s výsledky plně potvrdila výhled hospodaření pro celý rok (růst čistých tržeb o 20 %, bez započtení Turecka o 5 % a plán marže EBIT 15 %). Výsledky za první pololetí naznačují, že tyto plány lze považovat spíše za umírněné a jejich naplnění za pravděpodobné.

Pro doplnění informací připojujeme výsledky hospodaření za samotný druhý kvartál:

v mil. CZK	2Q 2008	2Q 2008 O. Cyrrus	2Q 2007	y/y
Tržby	4 611	4 521	3 419	34,9 %
Hrubý zisk	2 723	2 697	2 162	26,0 %
<i>hrubá marže (%)</i>	<i>59,06 %</i>	<i>59,66 %</i>	<i>63,23 %</i>	<i>-4,17 p.b.</i>
EBIT	554	737	350	58,4 %
<i>marže EBIT</i>	<i>12,02 %</i>	<i>16,31 %</i>	<i>10,23 %</i>	<i>1,78 p.b.</i>
Čistý zisk	363	500	312	16,3 %
<i>marže čist. zisku</i>	<i>7,88 %</i>	<i>11,06 %</i>	<i>9,14 %</i>	<i>-1,26 p.b.</i>

Zdroj: odhad Cyrrus, Zentiva

V reakci na dosažené výsledky společnosti Zentiva vydáme pravděpodobně ještě v průběhu tohoto týdne revidované doporučení k akciím firmy s novou cílovou cenou.

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 nese 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.

Bližší 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