

ZENTIVA

Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za 3Q 2008

Datum	10. 11. 2008
Poslední závěr. kurs	1 097 CZK
Vydaných akcií	38 136 230 ks
Tržní kapitalizace	41,84 mld. CZK
Free float	11,38 mld. CZK
52 týdenní max.	1 175 CZK
52 týdenní min.	780 CZK
Beta	0,59
Váha v PX	3,61 %

Vývoj kurzu akcií Zentiva



Zdroj: Bloomberg

Akcionářská struktura

Sanofi-Aventis	24,9 %
PPF	24,3 %
Belviport Trading	10,1 %
J&T Financial services	7,6 %
Vedení a zaměstnanci	5,9 %
Ostatní investoři	27,2 %

Zdroj: Zentiva

Farmaceutická společnost Zentiva zveřejnila dnes ve 12:00 údaje o svém hospodaření za prvních devět měsíců roku 2008.

v mil. CZK	9M 2008	9M 2008 Od. Cyrrus	9M 2007	y/y
Tržby	13 097	13 000	11 127	17,7 %
Hrubý zisk	7 750	7 682	6 765	14,6 %
hrubá marže (%)	59,17 %	59,09 %	60,79 %	-1,62 p.b.
EBIT	2 167	2 033	1 460	48,4 %
marže EBIT	16,55 %	15,64 %	13,12 %	+3,43 p.b.
Čistý zisk*	1 092	1 148	1 063	2,7 %
marže čist. zisku	8,34 %	8,83 %	9,55 %	-1,21 p.b.

Zdroj: odhad Cyrrus, Zentiva

*připadající na akcionáře mateřské společnosti

Zentiva vykázala od počátku roku čisté tržby cca 13,1 miliardy korun, lehce vzhůru tak posunula svůj předchozí odhad (13,0 miliard, za samotný třetí kvartál tržby dosáhly 4,1 miliardy, -5,2 % y/y), nicméně vzhledem k dříve prezentovaným údajům celková výše tržeb již nemohla být velkým překvapením. Slabá zůstává ČR, kde za samotný třetí kvartál poklesly tržby za farmaceutika o 15,3 % (na 949 milionů korun), i pokles od počátku roku zůstává výrazný (-10,9 % y/y na 2,93 miliardy). Z hlavních trhů pokles za třetí čtvrtletí vykázalo ještě Polsko (-19,5 % y/y na 392 milionů korun), což firma vysvětluje zpomalením dodávek na trh. Ostatní hlavní trhy vykázaly nárůst, největší z nich Rumunsko (+64,3 % na 337 milionů korun), které ovšem rostlo z velmi nízké základny loni. Ostatní velké trhy vykázaly v třetím kvartále jen mírný růst (Turecko +6,1 % y/y, Rusko +3,4 % y/y, Slovensko +5,0 % y/y), který byl ovlivněn zvláště kurzovými pohyby (Rusko, Turecko).

Více než tržby trh patrně zajímaly náklady firmy. Náklady na prodané zboží 1,66 miliardy lehce převyšují náš odhad 1,63 miliardy, což je dáno vyššími prezentovanými tržbami. Díky menšímu rozdílu v nákladech oproti tržbám předpoklad o postupném zlepšování potvrdila hrubá marže. Ta dosáhla za třetí čtvrtletí 59,5 % (čekali jsme 59,25 %), za devět měsíců roku pak 59,17 % (proti odhadu 59,09 %). Přestože Turecko hrubou marži stále snižuje, postupný růst je v posledních kvartálech viditelný.

Další položky provozních nákladů tentokrát neobsahují žádné větší negativní překvapení v podobě nějaké „jednorázové“ záležitosti. Prodejní náklady dosáhly v třetím kvartále 1,02 miliardy (-15,8 % y/y, čekali jsme 1,04 miliardy), náklady na výzkum a vývoj 169 milionů korun (-12,8 % y/y, čekali jsme 166 milionů), proti našemu odhadu byly nižší administrativní náklady se svou výší 450 milionů korun (-24,2 % y/y, náš odhad počítal s 499 miliony). Silný meziroční pokles ovlivňuje loňský profit warning, který byl částečně způsoben nákladovou stránkou hospodaření (opravné položky v Rumunsku).

Po započtení provozních nákladů firma vykázala provozní zisk za devět měsíců roku ve výši 2,17 miliardy korun (+48,4 % y/y), za samotný třetí kvartál 804 milionů korun (+129,6 % y/y), čímž překonala naše očekávání (2,03 miliardy respektive 670 milionů). Rozdíl je dán vyššími tržbami proti původní prezentaci firmy a nižšími administrativními náklady. Růst proti předchozímu roku je ovlivněn loňskými slabými výsledky ve druhém a třetím kvartále. Marže EBIT za 9M ve výši 16,55 % každopádně vzbuzuje naději na naplnění celoročního plánu (mít tuto marži nad 15 %).

Podstatná je díky dluhovému financování akvizice Eczacibasi také finanční stránka hospodaření. Ta oproti provozní části výsledků vykázala horší vývoj proti našim odhadům. Pozitivní příspěvek výnosových úroků byl sice vyšší, nicméně ten vymazaly taktéž vyšší nákladové úroky. Ty vzrostly v meziročním i kvartálním srovnání (na 245 milionů korun, + 3,8 % y/y), proti našemu očekávání v podobě postupného poklesu.

Větší byl i dopad oslabení koruny, které se promítlo do ostatních finančních nákladů/výnosů. Zde jsme počítali se ztrátou za třetí kvartál ve výši 61 milionů korun, nakonec dosáhla 152 milionů. Na rozdíl se podepsalo i snížení hodnoty úrokových derivátů, které firma vysvětluje volatilitními úrokovými sazbami ve třetím kvartálu. Poslední vyšší než očekávanou nákladovou položkou byla placená daň z příjmů, její výše 201 milionů korun za třetí kvartál při zisku před zdaněním na úrovni 461 milionů je překvapivá. Výši ztráty podle firmy opět ovlivnily kurzové pohyby (ztráta mateřské společnosti vlivem kurzových ztrát).

Čistý zisk připadající na akcionáře mateřské firmy za třetí čtvrtletí tedy svou výši 259 milionů korun (+11,9 % y/y) poněkud zaostal za naším odhadem 315 milionů korun, podobně jako výsledek za prvních devět měsíců roku 1,09 miliardy korun (+2,7 % y/y, naše očekávání 1,15 miliardy). Rozdíl proti odhadu lze přisoudit výhradně finančním položkám, kde silnou roli sehrál větší než čekáný dopad oslabení CZK, který ovlivnil jak finanční náklady, tak placenou daň z příjmů.

v mil. CZK	3Q 2008	3Q 2008 Od. Cyrrus	3Q 2007	y/y
Tržby	4 107	4 010	4 331	-5,2 %
Hrubý zisk	2 443	2 376	2 347	4,1 %
<i>hrubá marže (%)</i>	59,50 %	59,25 %	54,20 %	+5,30 p.b.
EBIT	804	670	350	129,6 %
<i>marže EBIT</i>	19,57 %	16,70 %	8,08 %	+11,49 p.b.
Čistý zisk*	259	315	231	11,9 %
<i>marže čist. zisku</i>	6,31 %	7,85 %	5,34 %	+0,96 p.b.

Zdroj: odhad Cyrrus, Zentiva

*připadající na akcionáře mateřské společnosti

Celkově výsledky společnosti hodnotíme jako neutrální. Pro akcie je momentálně podstatnější nabídka na převzetí od Sanofi-Aventis, potenciál pohybu kurzu akcií na základě zveřejněných výsledků tak je minimální. Prezentovaná čísla přinesla o něco lepší než dříve naznačené tržby, nicméně s přetrvávajícími některými negativními jevy (vývoj v ČR). Nákladová strana hospodaření (provozní úroveň) se tentokrát obešla bez překvapení a potvrdila postupné zlepšování efektivnosti, což lze kvitovat. Výsledky negativně ovlivnila finanční úroveň, které dle našeho názoru nebude trh přikládat až takovou důležitost jako provozní části. Pohyby směnných kurzů leží mimo dosah společnosti, jejich vliv bude s očekávaným postupným splácením dluhů přijatých při akvizici Eczacibasi navíc postupně klesat.

Zentiva spolu s výsledky opět potvrdila výhled, nadále tedy očekává růst čistých tržeb za rok o 20 % (bez vlivu směnných kurzů, které podle propočtů firmy za devět měsíců snížily tržby již o 0,9 miliardy korun) a marži provozního zisku nad 15 %.

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