

Rekomendacje

		Kurs	Kapitalizacja (mln €)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)		Wycena	Potencjał wzrostu
				2010P	2011P	2010P	2011P		
Krka	Kupuj (podtrzymana)	66,11 EUR	2 342	12.9	12.6	7.9	7.4	81,8 EUR	+23,8%
Richter	Trzymaj odtrzymana)	45 400 HUF	3 009	16.8	13.7	11.0	9.7	43 428 HUF	-4,3%
Egis	Kupuj (podtrzymana)	18 820 HUF	521	9.8	8.2	5.3	4.4	25 078 HUF	+33,3%
Bioton	Sprzedaj (podtrzymana)	0,21 PLN	270	14.9	15.6	8.5	8.7	0,16 PLN	-22,6%
Sopharma	Kupuj (podtrzymana)	3,80 BGN	256	9.0	7.8	7.5	6.5	4,70 BGN	+23,7%
A&D	Kupuj (podtrzymana)	4,0 EUR	133	5.1	4.3	4.2	3.9	7,62 EUR	+90,6%

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

* kurs zamknięcia z 15/06/2010

Zachowujemy ostrożny optymizm względem większości środkowo- i wschodnioeuropejskich spółek farmaceutycznych mając w pamięci, że od początku roku dały zwrot o 7% niższy niż indeks MSCI EM Europe. Większe dywidendy i plany wydatków kapitałowych dzięki niskiej dźwigni finansowej i odbudowa marż na sprzedaży w dawnych krajach Związku Radzieckiego zapowiadają nadzieje lepszych czasów. Wzrost wydatków na leki na głowę mieszkańca w Europie Środkowo-Wschodniej przyczyni się do zmniejszenia różnicy w stosunku do Europy Zachodniej zapewniając długoterminowy rozwój sektora. Polityka rządów przychylna generykom powinna sprzyjać zwiększeniu wolumenu sprzedaży leków generycznych, gdyż leki oryginalne będą mieć niższe dopłaty. Wygasanie patentów może rozbudzić apetyty na przejęcia. Dostrzegamy potencjał wzrostu w spółkach: Krka i Egis oraz podtrzymujemy rekomendację Trzymaj dla Richtera.

Podsumowanie

- **Ekspozycja na dawne kraje Związku Radzieckiego i niskie zadłużenie.** Największe spółki farmaceutyczne są beneficjentami ekspozycji na wysokomarżowy rynek krajów dawnego Związku Radzieckiego (Richter: 23%, Krka: 18%, Egis: 21%). W związku z ożywieniem powracającym na te rynki spodziewamy się poprawy zysków. Ponadto silne pozycje gotówkowe (wskaźnik dług netto/EBITDA w 2009 dla Richtera wyniósł -1,6x, +0,5x dla Krki i -1,0x dla Egisu) pozwolą tym spółkom na zwiększenie ekspansji mocy produkcyjnych, przejęć i fuzji oraz rozwoju na polu wysokomarżowej produkcji leków oryginalnych/biopodobnych.
- **Ostatnie zmiany kursów walut.** Węgierskie spółki powinny korzystać z ostatniego osłabienia forinta (o -3,5% względem euro i +0,4%r/r względem USD). Ekspozycję netto Egisu na UD I EUR wynosi odpowiednio 18% i 8%, a Richtera szacujemy na 10% i 20%. Krka (EUR) powinna być beneficjentem osłabienia EUR w stosunku do rubla i złotego (odpowiednio 14% I 9%, aprecjacja RUB i PLN od początku roku wyniosła odpowiednio 9,4% i 7,8%).
- **Krka.** Spółka skłania się do ekspozycji na wysokomarżowy rynek rosyjski zważywszy plany podwojenia mocy w 2012 roku. W najbliższej przyszłości pozytywnie na sprzedaż powinno oddziaływać przejęcie w Zachodniej Europie na przełomie 201/2011 i osłabienie euro biorąc pod uwagę brak hedgingu. Ponadto Krka ma wyjątkową ofertę leków generycznych i niskie zadłużenie. Obecna wycena na poziomie 12,9x C/Z i & 9,9x EV/EBITDA na 2010P wskazuje na większy potencjał wzrostu. Spółka powinna być notowana z dużą premią do swoich odpowiedników.
- **Spółki węgierskie.** Dostrzegamy większy potencjał wzrostu Egisu w związku z jego dużą ekspozycją na rynki dawnych krajów Związku Radzieckiego (3-letnia roczna składana stopa wzrostu sprzedaży szacowana na 10,6%) wspierana planami sprzedaży od 2013 roku leków biopodobnych (co powinno zwiększyć przychody o 6-7%). Egis wydaje się niedowartościowany (9,8x C/Z i 5,3x EV/EBITDA na 2010P). Niedowartościowanie w stosunku do Richtera, wycenionego właściwie, powinno zmaleć, ale zmniejszająca się sprzedaż w USA może być w średnim terminie przeszkodą.

- Sprzedaj Bioton.** Bioton ma dużo wyższy profil ryzyka niż jego porównywalne spółki, naszym zdaniem, ze względu na słaby model biznesowy i zależność od płatności "milestone", które zaciemniają rzeczywisty poziom zysków, a w 2012 roku przyczynia się do ich ostrego spadku. Spółce brakuje finansowania, aby wypełnić portfel specyfików biopodobnych (ogromne odpisy na projekty w końcu 2009). Bioton jest notowany powyżej średniej sektora, przy 14,9x C/Z na 2010P, ale uważamy, że dyskonto jest uzasadnione, biorąc pod uwagę kiepską wiarygodność zarządu i ryzyko operacyjne.

Spółki farmaceutyczne: zmiany rekomendacji i prognoz

		Wycena	Rekomendacja	Zysk netto			Wycena	Zmiana		Zysk netto 2012
				2010P	2011P	2012P		Zysk netto 2010	Zysk netto 2011	
Krka (€)	Poprzednia	82.5	Kupuj	176.1 mln	184.2 mln	198.1 mln				
	Nowa	81.8	Kupuj	172.9 mln	178.0 mln	191.0 mln	-0.8%	-1.8%	-3.7%	-3.6%
Richter (HUF)	Poprzednia	41,924	Trzymaj	48,116 mln	59,424 mln	52,150 mln				
	Nowa	43,428	Trzymaj	50,244 mln	61,963 mln	53,891 mln	+3.6%	+4.4%	+4.3%	+3.3%
Egis (HUF)	Poprzednia	25,886	Kupuj	15,102 mln	17,938 mln	20,589 mln				
	Nowa	25,078	Kupuj	14,927	17,907	18,660	-3.1%	-1.2%	-0.2%	-9.4%
Bioton (PLN)	Poprzednia	0.15	Sprzedaj	223 mln	60 mln	74 mln				
	Nowa	0.16	Sprzedaj	75 mln	77 mln	14 mln	+6.2%	-66.4%	+28.8%	-81.7%
Sopharma (BGN)	Poprzednia	3.82	Kupuj	30 mln	40 mln	49 mln				
	Nowa	4.70	Kupuj	56 mln	64 mln	69 mln	+23.0%	+83.2%	+61.3%	+41.0%
A&D Pharma (RON)	Poprzednia	5.01	Kupuj	33 mln	34 mln	29 mln				
	Nowa	7.62	Kupuj	25 mln	30 mln	33 mln	+52.2%	-24.9%	-13.6%	+12.9%

Źródło: KBC Securities

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
P/E = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendację w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje dla spółki Bioton wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Bioton	0,16	0,23	Sprzedaj	2 czerwca 2009
Bioton	0,15	0,27	Sprzedaj	11 września 2009
Bioton	0,16	0,21	Sprzedaj	15 czerwca 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

22 Kupuj	50%
16 Trzymaj	36%
6 Sprzedaj	14%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	mark.macrae@kbcsecurities.pl
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	marta.czajkowska@kbcsecurities.pl
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	michal.konarski@kbcsecurities.pl
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	peter.tordai@kbcsecurities.hu
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	barbara.janosi@kbcsecurities.hu
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	lajos.meszaros@kbcsecurities.hu
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	peter.csaszar@kbcsecurities.hu
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	piotr.janik@kbcsecurities.pl
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	kamil.szlaga@kbcsecurities.pl
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	robert.maj@kbcsecurities.pl
Nieruchomości	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	cezary.bermatek@kbcsecurities.pl
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	piotr.owdziej@kbcsecurities.pl
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	renata.kania@kbcsecurities.pl

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	urszula.kowalska@kbcsecurities.pl
------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright © 2010 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 845 22 89

Paris
+33 1 53 05 35 55