

Richter

Gyógyszeripar

Aktuális ár: **42.000 Ft**

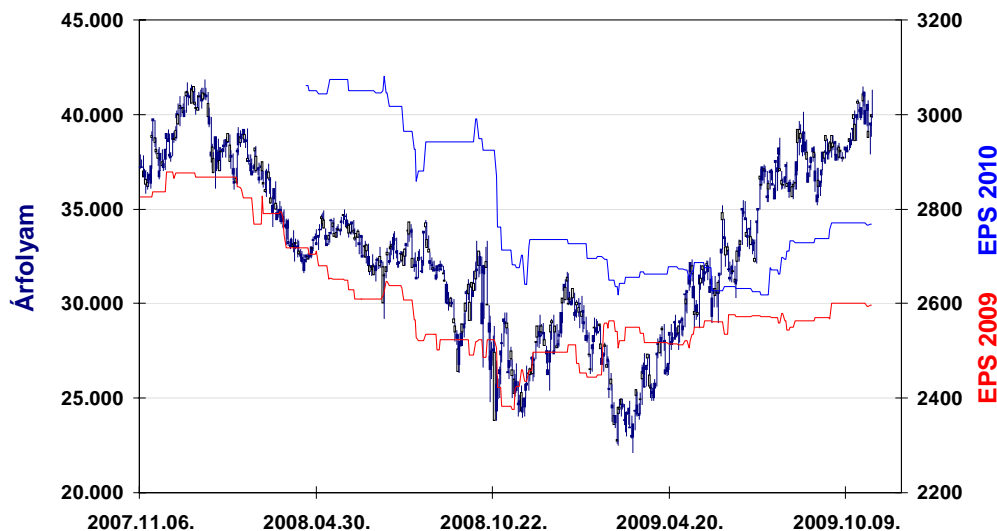
ALULÉRTÉKELT

Fair Érték: **45.900 Ft**

Szolid harmadik negyedéves árbevétel várható a Richtertől, azonban az árfolyamhatás negatívan befolyásolta a nettó profitot, hiszen tavaly jelentős árfolyamnyeresége volt a cégnek. A nemrég bejelentett RGH-188 klinikai tesztjének pozitív eredménye reményt ad arra vonatkozóan, hogy a Richter és partnere a Forest Laboratories nagy szeletet hasíthat ki a skizofrénia és a bipoláris mánia és depresszió kezelésére alkalmas gyógyszerek piacán a jövőben.

Technikailag is kedvező a kép. A mai emelkedéssel minden akadály elhárult a 44.000 forintos szint elől.

Az árfolyam és az EPS előrejelzések időbeli alakulása



forrás: Bloomberg konszenzus, adatok forintban

Árfolyam (HUF)	39.970	Reuters-kód	GDRB.BU	Közvezényelt	74,6%
Részvényszám (db)	18,6	Bloomberg-kód	RICHT HB	Fő tulajdonosok:	
Piaci kapitalizáció (millió HUF)	744.940	Osztalék	2009.06.04	Magyar Köztársaság (25,1%)	
Teljes cégérték (millió HUF)	643.837	Erste Célár (HUF)	45.900,0	Weboldal:	www.richter.hu

forrás: Factset, Erste Group Research

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

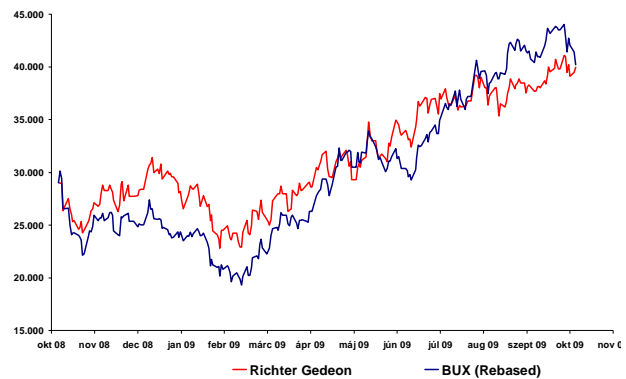
Baráth Tibor	1-235-5854	Bereczk Zoltán	1-235-5860	Bézsényi Zoltán	1-235-5855
Boldizsár Péter	1-235-5114	Csák Gábor	1-235-5858	Farkas László	1-235-5895
Keresztyén Attila	1-235-7564	Kéri Lajos	1-235-5874	Kis Dániel	1-235-5873
Kovács Zsolt	1-235-5175	Lojics László	1-235-5849	Mohos Ádám	1-235-5124
Varjú Péter	1-235-5111	Vaszkó Szabolcs	1-235-5857		

Honlap: www.erstebroker.hu, **e-mail:** erstebroker@erstebroker.hu

Fundamentumok

millió	2008	2009e	2010e	2011e
Árbevétel	236.518	258.583	271.657	297.482
EBITDA	54.739	65.441	70.688	80.017
EBIT	34.156	44.292	47.542	54.538
Nettó eredmény	41.410	45.435	47.345	54.487
EPS	2.222	2.438	2.540	2.923
DPS	590	600	650	700
ROE (%)	12,9	13,5	12,8	13,4
P/E	12,8	16,4	15,7	13,7
EV/EBITDA	8,4	9,9	8,7	7,2
P/BV	2,3	2,1	1,9	1,7

forrás: Factset, Erste Group Research előrejelzés



Harmadik negyedéves eredmény-kilátások

A Richter várhatóan november második hetének első felében publikálja harmadik negyedéves gyorsjelentését (pontos dátumot egyelőre nem adott meg a vállalat, de a keddi nap tűnik erre valószínűnek). 9.412 millió forint nettó profitra és 61.320 millió forintos árbevételre számítunk a vállalattól. (A számok konszolidáltak és IFRS szerintiek.)

A konszolidált magyarországi értékesítés 3,6%-kal, 7,7 milliárd forintra csökkenhet éves szinten a harmadik negyedévben. Az export vegyes képet mutathat. Bár az orosz piacon valószínűleg stabilizálódott a helyzet, miután a második negyedévben megugrás volt tapasztalható az árbevételben, részben kompenzálva ezzel az első negyedéves mélyrepülést, mivel a nagykereskedők újra feltöltötték készleteiket. Az orosz értékesítés euróban kifejezve negyedéves szinten 32,2%-kal, 47,0 millió euróra eshetett vissza (éves szinten 2,9%-kal).

Hasonlóképpen az egy évvel ezelőtti magas bázis is negatív színben tünteti fel az ukrán és egyéb FÁK országbeli értékesítés számait, bár a FÁK piacain is mutatkoznak a stabilizáció jelei.

A legszebb számok valószínűleg az USA-ból érkeznek majd. A drospirenone értékesítéséből származó profit megosztása miatt az amerikai értékesítés számításaink szerint 22,2%-kal, 30,6 millió euróra nőhet (év/év). Az éves szinten gyengülő forintnak köszönhetően várakozásaink szerint a Richter árbevétele 8,5%-kal 61,3 milliárd forintra nőhetett a harmadik negyedévben.

Valószínű, hogy az éves szinten kedvezően alakuló részvényárfolyamokat és a drospirenone profitjának megosztásából származó előnyöket jelentősen rontja majd a kedvezőtlenül alakuló területi értékesítési mix (vagyis az orosz értékesítés csökkenő hányada), valamint a közép-európai piacokon az árazásra nehezedő nyomás. Következésképp konszolidált szinten 9.228 millió forintos üzemi eredményre számítunk (+8,4% év/év), melyhez 15%-os EBIT marzs tartozik a harmadik negyedévben (tavaly az EBIT marzs 15,1% volt). A tavalyi bázis (mely a második legjobb negyedév volt a 2008-as évben 5,7 milliárd forintos pénzügyi nyereséggel) erősen behatárolja az ideji növekedési lehetőségeket. A harmadik negyedéves konszolidált pénzügyi eredmény ismét a pozitív tartományban lehet negyedéves összehasonlításban (0,9 milliárd profit), azonban a nettó profit a tavalyi magas bázis következtében éves szinten 34,1%-kal, 9.412 millió forintra zuhanhat.

NSZSZ nem konszolidált	3Q 2009e	3Q 2008		1-3Q 2009e	1-3Q 2008	
Belföld (mrd Ft)	7,717	8,004	-3,6%	23,599	22,857	3,2%
USA (millió dollár)	30,6	25,0	22,2%	85,0	53,9	57,6%
EU (millió dollár)	87,0	95,2	-8,6%	265,4	287,4	-7,6%
Oroszország, FÁK (millió dollár)	68,0	76,7	-11,3%	220,0	225,0	-2,2%
Egyéb (millió dollár)	12,0	10,0	19,8%	35,1	35,2	-0,3%
Összes export (millió dollár)	197,6	206,9	-4,5%	605,5	601,5	0,7%
Árbevétel (mrd Ft)	61,320	56,535	8,5%	195,859	171,369	14,3%
Üzemi eredmény (mrd Ft)	9,23	8,51	8,4%	36,56	27,79	31,5%
Adózott eredmény (mrd Ft)	9,41	14,29	-34,1%	37,22	27,42	35,7%
Üzemi árrés	15,0%	15,1%		18,7%	16,2%	
Nettó árrés	15,3%	25,3%		19,0%	16,0%	

Az ígéretes kutatási eredmények tovább növelhetik a cég fair értékét

A Richter és a Forest Laboratories által közösen kifejlesztett RGH-188 II/b klinikai fázis tesztje pozitív eredménnyel zárult, jelentette be a Richter a múlt hét végén. A Cariprazine a skizofrénia és a bipoláris depresszió/mánia kezelésében kaphat szerepet. A tesztek alapján a Cariprazine-nal kezelt skizofrén betegek tüneteiben már az első héten jelentősen nagyobb mértékű javulás következett be azokhoz a betegekhez képest, akik placebót kaptak.

A fenti pozitív adatok (melyeket még a teljes eredmény átfogó felülvizsgálata követ) és a korábban bejelentett II fázis eredményei az akut mániában és bipoláris I rendellenességben szenvedő betegek kezelésében megnyitja az utat a III klinikai fázis megkezdése előtt. Erre akár már 2010 első felében sor kerülhet. A bejelentés pozitív, bár nem meglepő, mivel a Richter már ősz elején jelezte, hogy bejelentésre készülnek a az RGH-188 folyamatban levő klinikai tesztjeivel kapcsolatban.

Azzal hogy lezárult a második fázis 50%-ra nőtt a valószínűsége, hogy a molekulából gyógyszer legyen, amely 2013, 2014 folyamán kerülhet a piacra. A molekula terápiás indikációinak megfelelő piacok mérete meghaladja a 10 Mrd dollárt (konzervatív becslés alapján). Szerintünk a gyógyszer alacsony mellékhatásai miatt jó eséllyel hasíthat ki akár 10%-os részesedést a piacból, akár már a bevezetést követő években. Ez 1Mrd plusz árbevételt jelenthet, amely nagyobb profit tartalommal rendelkezhet, mint a jelenlegi gyógyszergyártás. Ez azt jelenti, hogy a cég árbevétele közel megduplázódhat a jelenlegihez képest, míg az eredményében több mint duplázódás következhet be. Így, csak a jelenlegi árazást tekintve, a cég és ezáltal a részvények fair értékének is duplázódnia kellene ceteris paribus. Mivel a molekula 50%-os valószínűséggel lesz sikeres és addig még öt év van hátra, ezért ezeket a diszkont faktorokat figyelembe véve a jövőbeli kilátások kb. 10.000 Ft-tal növelhetik a részvények fair értékét, amely a versenytárs összehasonlításban, illetve diszkontált cash flow modell alapján számított fair értékben nincs benne. Ezért láthatjuk azt, hogy a várható, gyengének mondható negyedéves eredmény, és a negatív piaci hangulat ellenére a részvény emelkedő pályán van.

Név	P/E				EV/EBITDA			
	2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e
A&D Pharma	nm	11,7	9,9	8,0	4,7	5,0	4,6	4,1
Bioton	nm	nm	12,4	22,5	-21,0	-47,7	8,0	11,2
Egis	6,5	11,1	10,4	9,0	4,7	5,7	5,0	4,1
Farmacol	8,0	12,9	10,0	9,5	6,6	10,1	8,4	7,7
Intercell	57,9	nm	56,0	27,4	-81,1	265,5	34,3	17,0
Krka	11,0	15,3	13,2	11,7	6,2	8,4	7,6	6,8
PGF	5,7	14,5	12,5	11,6	8,1	12,7	11,6	10,7
Sanochemia	nm	nm	76,6	22,1	13,4	18,3	4,9	3,6
Torfarm	9,3	13,4	8,1	7,8	6,4	10,4	7,6	7,0
ÁTLAG	16,4	13,1	23,2	14,4	7,2	10,1	10,2	8,0
Richter Gedeon	12,1	16,7	15,7	13,7	8,0	10,1	8,7	7,2
EBITDA/részvény					2.937	3.511	3.793	4.293
Nettó addósság					-71.195	-101.103	-132.252	-167.809
/részvény					-3.820	-5.425	-7.096	-9.004
Implikált érték						40.881	45.787	43.449
EV/EBITDA = 8,0						33.515	33.339	34.376
EV/EBITDA = 12,0						47.560	46.849	47.995

forrás: Factset, Erste Group Research előrejelzés

Technikai elemzés

RICHTER (napi bontás)



Hatalmasat rallyzott ma a Richter. Az elmúlt napok negatív hangulata nem ragadt rá a gyógyszerpapírra, harmadik napja megy a piaci tendenciával szembe az árfolyam. Közel három éves csúcspontra emelkedett ma délelőtt: a 41.500 forintos erős ellenállást is sikerült áttörnie. Ez azt jelenti, hogy a következő ellenállásig, azaz 44.000 forintig már minden akadály elhárult. A rövidtávú technikai kép pozitív, kisebb korrekciókkal tovább emelkedhet az árfolyam. A hosszabb távú trend is felfelé mutat, február óta stabilan emelkedik a papír. Negatívumok, fordulós jelzések nem láthatók, egyedül a kedvezőtlen piaci hangulat foghatja vissza az emelkedést. Egyelőre azonban nem törődik a Richter az egyre gyengülő piaccal, stabilan száguld felfelé. Ha sikerül a 41.500 forintos szint felett stabilizálnia, akkor további erősödésre számíthatunk, és akár 44.000 forintot is elérheti az árfolyam.

Fogalmak:

P/E = P / EPS = Price / Earning Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó eredménnyel

EPS = A vállalat nettó eredménye osztva a forgalomban levő részvények számával

Megmutatja, hogy a részvényvásárlással eszközölt befektetésünk hány év alatt térül meg nettó eredmény szinten.

Az alacsony PE mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) az eredménye csökkenni fog az adott vagy az elkövetkező években.

A magas PE mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) magas eredménybővülés várható az adott és/vagy az elkövetkező években.

EV/EBITDA = Enterprise Value / Earnings Before Interest Tax Depretiation and Amortization

EV = Piaci kapitalizáció + nettó adósság

Piaci kapitalizáció = Részvény szám szorozva az árfolyammal

Nettó adósság = Rövid és hosszú távú adósság összege mínusz a cég készpénzállománya

EBITDA = Operatív eredmény és az amortizáció összege

Operatív eredmény = A nettó eredmény, a kisebbségi részesedés, az adó és a pénzügyi eredmény összege = Az értékesítés árbevétele csökkentve a cég működési költségeivel.

Megmutatja, hogy a cég működéséből keletkező eredményből hány év alatt lehetne kifizetni a részvényeseket és a hitelezőket.

Az alacsony EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években csökkeni fog.

A magas EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években növekedni fog.

P/BVPS = Price per Book Value Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó könyvszerinti eszközértékkel

BVPS = Book Value Per Share = Könyvszerinti érték osztva a részvénytárral

Könyvszerinti érték = A cég sajáttőkéje

Megmutatja, hogy hányszorosát fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hányszorosát fizetjük ki az adott árfolyamon vásárolt részvény esetén).

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – alacsony, azaz kisebb, mint az elvárt hozam (esetleg negatív - azaz veszteség), amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

A magas P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – magas, azaz magasabb, mint az elvárt hozam, amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

Fair Érték

A termék különböző értékelési módszerek alapján számított, vagy becsült belső értéke abban az adott „pillanatban”, amikor az elemzés készült illetve publikálásra került. Az értéket meghatározó paraméterek a publikálás után változhatnak, amely az adott termék belső értékét, azaz fair értékét is megváltoztathatja. A fair érték meghatározása során különböző értékelési módszereket alkalmazunk és általában azok lineáris kombinációjából alakítjuk ki ezeket az értéket. Ilyen módszerek lehetnek pl. a pénzáramok értékelése, vagy komparatív összehasonlítás módja, de lehetne folytatni a sort. Az értékelés módját, ha lehetőség van rá, közöljük az aktuális kiadványban.

DCF = Diszkontált Cash-Flow modell

A fair érték meghatározására szolgáló modell. Alapfeltevése, hogy a vállalat annyit ér, amennyi a jövőbeli várható készpénztermelés diszkontált jelenértéke. A diszkontráta a súlyozott átlagos tőkealkotás (WACC), amely figyelembe veszi a részvényektől elvárt hozamot, valamint a hitelekre fordított kamatköltséget.

EVA = Economic Value Added = Gazdasági Hozzáadott Érték

A fair érték meghatározására szolgáló modell. Alapfeltevése, hogy a vállalat annyit ér, amennyi a könyv szerinti értéke plusz az elvárt hozamon felül teljesített - úgynevezett hozzáadott érték - jelenértéke. A diszkontráta a súlyozott átlagos tőkealkotás (WACC).

DDM = Diszkontált Osztalék Modell

A fair érték meghatározására szolgáló modell, ami feltételezi, hogy a részvények annyit érnek, amekkora a jövőbeli várható osztalékok jelenértéke. A diszkontráta a vállalat részvényeitől elvárt hozam, amely függ az állampapírhozám szinttől, a részvénypiac kockázati prémiumától, valamint a vállalat egyedi kockázatától.

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002 (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebroker.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben. A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.
