

RICHTER GEDEON

Fundamentális elemzés

Már „csak” a rubel bántja a szemünket

Az orosz sokkhatás után a rubelben számított bevétel 30%-os növekedést mutat az idei évben, tehát a szükséges intézkedéseknek köszönhetően már „csak” a rubel 30%-os leértékelődése rontja az eredményt.

Beindul a sztoti

A III. negyedévben zöld utat kapott a Cariprazine az amerikai FDA-nál, így 2016-ban már bevezetésre kerülhet a 350-1000 M dolláros piacot lefedő originális készítmény. A mérföldkő kifizetések mértéke még bizonytalan, de a Cariprazinet a modellünkben egyelőre 689 Ft-ra értékeljük.

Megvette a piac a Richtert

A várt feletti üzemi eredmény és profit után, valamint a Cariprazine sztori megvalósulására a befektetők all time high értékre, 5100 Ft fölé vitték az árfolyamot.



12 havi célár	5 847
Jelenlegi árfolyam	5 400 Ft
Célárig (%)	8%
Osztalék (várt)	71 Ft

Ajánlásunk:
VÉTEL

Felrobbant az eredmény!

A Richter 2015 Q3 eredménye érdemben meghaladta a várakozásokat, ami főként egy egyszeri mérföldkő kifizetésnek és a jelentős költségcsökkentéseknek volt köszönhető. A 2015 I.-III. negyedéveket nézve az árbevétel 276.552 M Ft-ra nőtt, míg a bruttó fedezet 169.894 M Ft-ot tett ki, ami jelentős, 110 bázispontos fedezeti hányad növekedést jelent (61,4%). Az üzemi eredmény hatalmasat robbant 52.379 M Ft-os eredményével, ami a bázis időszakhoz képest 97%-os növekedést jelent. Az EBIT megugrása egyrészt a Cariprazine FDA által történő jóváhagyása után az Allergan-tól (Forest Laboratories) kapott, (becsült érték: 10 Mrd Ft), valamint a Stada által fizetett, további két mérföldkő bevétellel magyarázható (becsült érték: 500 M Ft). Ezzel az üzemi eredményhányad rekord magasságokba, 18,9%-ra ugrott, szemben a 2014-es 10,1%-os bázishoz képest.

A menedzsment a bevételarányos költségeket a korábbi célok alá tudta szorítani, ami főként az orosz, ukrán és lengyel piac marketing kiadásainak visszafogásából eredt. A K+F költségeket az év eleji 13%-os célhoz képest az év eddigi részében 10,5%-ra tudta lenyomni, habár a teljes évre ennél magasabb, 12,1%-os szintet várunk a bevételhez viszonyítva. Egyszeri tételektől szűrtén az értékesítési és marketing költségek 29%-ról 26%-ra tudtak csökkenni az első három negyedévben, de az év végére itt is mérsékelt emelkedést várunk.

A Richter esetében az alapfolyamatokban lényegi változás nem állt be, így a várakozásainknak megfelelően emelkedett az Esmya térnyerése, amivel idén már közel 50 M eurós árbevétele származhat, de 2018-ra ez az érték már 100M euró fölé is felnőhet. A regionális folyamatok a vártnak megfelelően alakultak, egyedül a kínai bevételek kiemelkedő emelkedése és a latin-amerikai részleg csökkenése okozott meglepetést.

Pénzügyi adatok	Richter	Iparág	Szektor
P/E (ttm)	24,86	32,2	34,77
EPS (ttm)	283 Ft	--	--
ROI	6,18	15,6	14,84
ROE	6,87	16,5	16,02

Cariprazine

Az Esmya után a Cariprazine lehet a Richter legnagyobb terméke, amelynek a lehetséges négy indikációjából - depresszió, skizofrénia, bipoláris mánia és a bipoláris depresszió - csak egytel számolva is a csúcs időszakban 350-1000 M dolláros piacot érhet el. Az originális terméket az Actavis 2005-ben kezdte kifejleszteni a Richterrel, de az abból származó bevételmeosztás üzleti titok. Azzal, hogy az FDA engedélyezte a Cariprazine amerikai bevezetését a Richterben egy jelentős felértékelődési potenciál indult meg. Ezt egészíti ki az Pfizer Actavis felvásárlása, amivel a Cariprazin és majd 2017/2018-tól az Esmya is erősebb piaci potenciállal kerülhet az amerikai piacra. A Cariprazine amerikai felfutása egy indikáció esetén 2021-re tehető, ami egy konzervatív értékeltséggel számolva is részvényenként **689 Ft-ot jelent a modellünkben**. Amennyiben figyelembe vesszük az Amerikán kívüli piacokat – ezt a korábbinál jobban erősíti a Pfizeren keresztüli megjelenés - és a további indikációkat, akkor részvényenként az 1400 Ft-ot is meghaladhatja a Cariprazine

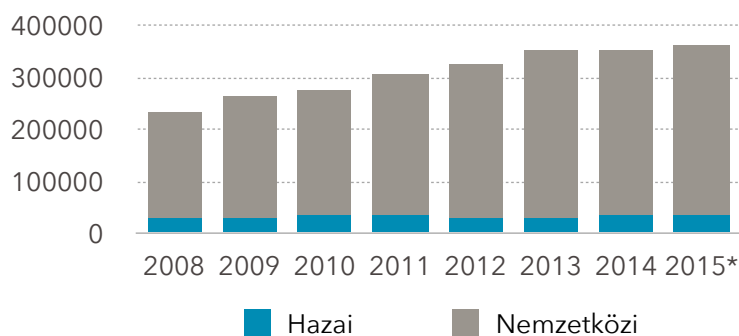
2015 Q3 és I-III. tényszámok (MFt)

	2014 Q3	2015 Q2	2015 Q3	2015 I-III.	változás év/év
Árbevétel	88 871	87 675	92 599	276 552	4,2%
Bruttó fedezet	52 233	55 529	53 033	169 894	1,5%
Üzemi eredmény	7 439	13 850	20 730	52 379	178,7%
Netto profit	5 688	1 540	6 749	44 354	18,7%

Menedzsment várakozása 2015

Éves árbevétel %-ban	2015.02	2015.05	2015.07	2015.11	várakozásaink	különbség
Fedezeti hányad	59%	60%	62%	60 - 61%	61%	
Értékesítési költségek	29-30%	29-30%	29%	28%	29%	1,0%
K+F költségek	13%	13%	12,5%	11,5%	12,1%	0,6%
Üzemi eredményhányad	10%	11%	13-14%	14%	13%	-1,0%

Árbevétel alakulása az elmúlt években a hazai és nemzetközi piacokon

*Tartás vagy vétel?*

Azzal, hogy a Cariprazine zöld utat kapott, az Esmya felfutása a tervnek megfelelően halad, valamint a régiós bevételek is impozánsak, a Richter kifejezetten egy átértékelődési periódusba került. Véleményünk szerint a két vezérterméknek, valamint a konszolidáló költség szinteknek és a jól diverzifikált bevételi hálónak köszönhetően a korábbi **4992 Ft-os célárunkat 5847 Ft-ra módosítjuk erős**

vételi ajánlás mellett - ez a jelenlegi árfolyamhoz viszonyítva 8 %-os, míg a korábbi célárunkhoz képest 17 %-os potenciál).

Osztalékpolitika

A Richter éves eredményének 25%-át felosztja a részvényesei között, így a 2015-ös év után 71 Ft-os osztalékkal számolunk.

Eredménykimutatás (MFt)

	2015 előző	2015e felülvizsgált	különbség
Árbevétel	357 901	363 535	1,6%
Növekedés	1,2%	2,8%	
Értékesítés költségei	- 138 681 -	140 771	1,5%
Bruttó fedezet	219 220	222 763	4,4%
Fedezeti hányad	61,3%	61,3%	
EBIT	47 618	60 413	29,6%
EBIT ráta	13%	17%	
Adózott eredmény	49 314	52 652	6,8%

Elemző:

Som Gergely

+36 1 501 3326

gergely.som@randomcapital.hu