



Erste Bank Analysten: CEE Pharmaunternehmen als Chance für langfristig und wertorientierte Investoren

29.07.2008

CEE-Pharmawerte erlitten trotz ihres defensiven Charakters und guten Ausblicks schwere Kursverluste
 Russland im Aufwind; verbesserter Umsatzmix (und niedrige Ausgangsbasis) ergeben positiven Ausblick
 Krka und Richter als Topempfehlungen

An den Börsen brachten die vergangenen Wochen auf Grund von Befürchtungen über eine länger anhaltende Krise des Finanzsektors und eine Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums weltweit weitere kräftige Kursverluste. Auch aufstrebende Märkte wie CEE wurden davon schwer in Mitleidenschaft gezogen. Der CEE-Pharmasektor konnte sich dieser Entwicklung trotz seines defensiven Charakters (und immer noch solider Wachstumserwartungen) ebenfalls nicht entziehen. In Ungarn wurde die Talfahrt durch die Befestigung des Forint und anhaltenden Druck auf die Preise noch verschärft.

Die Kurse der deutlich defensiven CEE-Pharmawerte rutschten im Gleichschritt mit ihren Heimatbörsen ab. Die für das 1Q2008 gemeldeten Ergebnisse und die (fundamental unveränderten) Triebkräfte, die die weitere Zukunft bedeutender CEE-Unternehmen positiv beeinflussen werden, wie etwa die gegenüber dem Vorjahr kräftige Erholung des russischen Pharmamarktes, gingen in der massiven, alles erfassenden Abverkaufswelle praktisch unter.

„Das Zinserhöhungsfieber hat Europa bereits erfasst und die Europäische Zentralbank dazu veranlasst, ihren Leitzinssatz auf 4,25 % anzuheben. Nun muss mit einer Abkühlung der Konjunktur in Westeuropa gerechnet werden. Zinserhöhungen stehen aber auch in den CEE-Ländern bevor, die Anleiherenditen steigen. In Anbetracht der eher geringfügigen Auslandsverschuldung von CEE-Unternehmen sind die Auswirkungen auf das Finanzergebnis allerdings minimal. Damit sind als wesentliche Faktoren die risikolosen Zinssätze und Änderungen im Währungsausblick zu berücksichtigen“, so Vladimira Urbankova, Pharmasektor-Analystin der Erste Bank.

Zwar ist die Situation von Land zu Land unterschiedlich, doch scheint die Schwäche des US-Dollar länger als erwartet anzuhalten. Außerdem fällt die Aufwertung der CEE-Währungen gegenüber dem Euro deutlicher aus als ursprünglich prognostiziert, was die negativen Wechselkursauswirkungen auf stark exportorientierte Pharmaunternehmen weiter verstärkt. Einige von ihnen (darunter Richter, Krka) sind vor Kurzem im Bestreben, die mit der Dollarschwäche verbundenen negativen Effekte zu minimieren, dazu übergegangen, auf dem traditionell in US-Dollar abrechnenden russischen Markt in Euro zu fakturieren. „Der ungarische Forint hat vor Kurzem gegenüber dem Euro ein Rekordhoch erreicht, was uns dazu veranlasst hat, unsere Währungsprognosen für 2008 und weitere Perioden für Richter und Egis anzupassen. Auf Grund der Stärke des polnischen Zloty wurden auch an unserem Bioton-Modell Anpassungen notwendig. Und die von der tschechischen Krone erreichten Rekordmarken zwangen uns dazu, unsere Annahmen für die Zentiva-Prognose entsprechend zu verändern“, erklärt Urbankova. „Als letzter (aber nicht geringster) Faktor sind die Auswirkungen des von der tschechischen Regierung im Jänner 2008 verabschiedeten Reformpakets für das Gesundheitswesen (mit Zahlungen für Arztbesuche, Medikamentenverschreibungen und Krankenhausaufenthalte) zu berücksichtigen. Dazu kommen die anhaltenden Effekte der ungarischen Reformmaßnahmen, die das Marktsegment der rückerstattungsfähigen Medikamente unter Druck bringen“, fügt sie hinzu.

Während der Druck auf die Preisgestaltung von Medikamenten mittel- und langfristig wohl anhalten wird, sollten Pharmaproduzenten in CEE (die preisgünstige Generika anbieten), davon nur marginal betroffen sein. Allgemein gehen die Bestrebungen dahin, die steigende Nachfrage nach qualitativ hochwertiger Behandlung durch die Verschreibung von Generika und eine eventuell höhere Beteiligung der Patienten an den Kosten von Gesundheitsleistungen, einschließlich der Bezahlung von Medikamenten, abzudecken. Letzteres ist, wie die jüngsten Entwicklungen zeigen, schmerzhaft und hat anfänglich zu einer Verlangsamung des Marktwachstums geführt. Langfristig sollte sich der Pharmamarkt in CEE jedoch günstig entwickeln und sollten sich die Ausgaben für das Gesundheitswesen (und Medikamente) in CEE an den Durchschnitt der EU-15 angleichen.

Vladimira Urbankova: Unserer Meinung nach könnte die Volatilität an den CEE-Börsen in der bevorstehenden Berichtssaison steigen. Auch ein weiterer Abwärtsdruck kann nicht ausgeschlossen werden. Andererseits bieten Top-CEE-Pharmaunternehmen derzeit langfristig und wertorientierten Investoren gute Einstiegsmöglichkeiten zu Schnäppchenpreisen. Die Aussichten sind dank einer Erholung der Umsätze in Russland, dem wichtigsten Exportpartner der CEE-Pharmaunternehmen, immer noch sehr vielversprechend. Außerdem verfügen die besten Unternehmen der Region (insbesondere Krka) auf Grund des Auslaufens von Patenten und/oder effizienter Nischenstrategien auch auf den westlichen Märkten über gute Chancen.

Der durch die ungünstigen staatlichen Maßnahmen in Ungarn und die Aufwertung des Forint ausgelöste Druck wird durch die Belebung

Company	Currency	Current Price (LC)	Year high (LC)	Current price vs YH (%)	Target price (LC)	Upside potential (%)
Krka	EUR	93,8	129,0	-27,7%	125,0	33,9%
Richter Gedeon	HUF	32,595	41,845	-22,1%	41,100	26,1%
Egis	HUF	14,620	23,900	-38,8%	21,010	43,7%
Zentiva	CZK	1,065	1,448	-26,5%	1,155	8,5%
Bioton	PLN	0,43	1,82	-76,4%	0,45	4,7%

Based on closing prices as of July 24, 2008; Source: Erste Group Research

des russischen Marktes nur zum Teil ausgeglichen, weshalb das Kursziel für Richter auf HUF 41.100 und für Egis auf HUF 21.000 zurückgenommen wird. Nach der Kurskorrektur verfügen beide Werte aber über ein gutes Aufwärtspotenzial. Damit bleiben wir für Richter und Egis bei unserer „Buy“-Empfehlung.

Der Kurssturz der an der Warschauer Börse notierenden Bioton-Aktie war nicht nur auf fundamentale Gründe zurückzuführen. Nachdem das Unternehmen ein weiteres Mal seine selbst gesteckten Ziele verfehlt hat, haben die Investoren das Vertrauen in die Aktie verloren. Unter der Annahme, dass die Ergebnisse für die kommende Periode (wegen der ungünstigen Auswirkungen der Zloty-Befestigung auf den Umsatz und das Finanzergebnis) schlechter als erwartet ausfallen werden, sowie unter Berücksichtigung eines zusätzlichen Risikoabschlags korrigieren wir unser Zwölfmonatskursziel auf PLN 0,45 pro Aktie (von zuvor PLN 1,03). Angesichts des Kurssturzes bleibt unsere Empfehlung mit „Hold“ unverändert.

Die Meldungen über eine bevorstehende Übernahme bewahrten das in Prag ansässige Unternehmen Zentiva vor dem großen Abverkauf. Das Übernahmeangebot von PPF zu CZK 950 pro Aktie wurde von Sanofi-Aventis mit einem Angebot von CZK 1.050 übertrumpft. Mit einer besseren Geschäftsentwicklung und anhaltenden Meldungen über eine mögliche Übernahme wird Zentiva weiterhin große Aufmerksamkeit auf sich ziehen. Unser revidiertes Kursziel von CZK 1.155 beruht auf der Ansicht, dass im aktuellen Kursniveau die verbesserten Wachstumsaussichten, aber auch zeitweilige Schwierigkeiten in bestimmten Märkten und Unsicherheiten bezüglich der Integration der Türkeiaktivitäten entsprechend eingepreist sind. Unter Berücksichtigung einer Übernahmepremie, wie sie in diesem Sektor bei vergleichbaren früheren Transaktionen erzielt wurde, errechnen wir für die Aktie ein Kursziel von etwa CZK 1.300. Auf Grund der schwindenden Wahrscheinlichkeit, dass es nach dem Rückzug des PPF-Angebots noch zu einer Übernahmeschlacht kommt, stufen wir die Aktie auf „Hold“ zurück. Wenngleich die Ergebnisse für das 1Q08 ausgezeichnet ausfielen und die vor Kurzem bekannt gegebenen Umsatzeckdaten für 1H08 auf eine anhaltend gute Entwicklung schließen lassen, konnten weder dieser Umstand noch das geringe Ausmaß der Beteiligung von Auslandskapital Krka vor den Turbulenzen der Aktienmärkte schützen. Wir erwarten, dass die (mit 30. Juli fälligen) Ergebnisse für 1H08 den Konkurrenzvorsprung, den Krka in der Region besitzt, unterstreichen werden. Unser revidiertes Kursziel für die Aktie von EUR 125,0 weist auf das bei dem gegenwärtig gedrückten Kursniveau bestehende Aufwärtspotenzial der Aktie hin. Wir bestätigen unsere „Buy“-Empfehlung.

CEE Pharmaceuticals Report [pdf; 276,6 KB]