

29.10.2008

Die CEE-Pharmamärkte verzeichnen Nachholeffekte und versprechen solides Wachstum in einem turbulenten Finanzumfeld

Top-Pharmatitel bieten solide Werte zu Schnäppchenpreisen  
Krka und Richter weiterhin als Topempfehlungen

Die globalen Aktienmärkte verhielten sich angesichts der sich verschärfenden Krise des Finanzsektors und deren Auswirkungen auf das weltweite Wirtschaftswachstum auch in den vergangenen Wochen höchst volatil und bewegten sich auf neue Tiefstände zu. Die defensiven Merkmale (sowie die immer noch guten Aussichten und soliden Bilanzen) des CEE-Pharmasektors konnten die CEE-Pharmatitel jedoch nur zum Teil vor den rauen Winden schützen.

Wie ein kurzer Blick auf die revidierten Bewertungen der CEE-Pharmatitel zeigt, kam es auch hier zu Abwärtsbewegungen. In den meisten Fällen entwickelten sich die Papiere kaum besser als der entsprechende Inlandsmarkt. Die panische Flucht aus den Aktien löste ganz generell massive Abverkäufe aus, wobei den Fundamentalzahlen – wie etwa den Ergebnissen des 2Q2008 – kaum Beachtung geschenkt wurde. Damit wurden die Kurse der CEE-Pharmawerte auf sehr attraktive Niveaus gedrückt.



[Download \[jpg; 441,8 KB\]](#)

Die Erste Group Analysten meinen, dass sich die CEE-Pharmaunternehmen auch unter schlechteren wirtschaftlichen Bedingungen als widerstandsfähig erweisen werden. „Die Auswirkungen der düsteren Konjunkturaussichten auf die Pharmabranche werden sich in Grenzen halten, da alle wichtigen Faktoren, die die Pharmamärkte stützen (insbesondere das Segment der Generika) unverändert bleiben. Des Weiteren bedeutet die geringen Verschuldungsniveaus der CEE-Unternehmen (und deren ausreichende Fähigkeit, ihre Investitionsvorhaben aus eigener Kraft ohne Inanspruchnahme der Finanzmärkte zu finanzieren), dass die Auswirkungen der gegenwärtigen Kreditverknappung auf ihre Ergebnisse minimal sein werden“, so Vladimíra Urbánková, Pharmasektor-Analystin der Erste Group.

Ein weiterer bedeutender Faktor ist die Abschwächung der CEE-Währungen, die exportorientierten Pharmaunternehmen in CEE nützt. Dies und die Zinssenkungen (außer in Ungarn) könnten die Bewertungen positiv beeinflussen. Schließlich sind auch noch die Auswirkungen der Konjunkturabkühlung in Westeuropa (mit einer erwarteten Stagnation des BIP) und ein mäßigeres Wachstumstempo der CEE-Märkte zu berücksichtigen. Wie die Analysten der Erste Group betonen, sollten Generika – das Kerngeschäft der in CEE ansässigen Pharmafirmen – am wenigsten in Mitleidenschaft gezogen werden, da diese angesichts der sowohl in CEE als auch in Westeuropa angespannten Finanzlage der Krankenkassen eine attraktive Alternative zu den kostspieligeren Originalmedikamenten darstellen.

Die CEE-Märkte werden sich wohl auch in der nächsten Berichtssaison volatil gestalten. Auch ein weiterer Abwärtsdruck auf die Aktienkurse kann nicht ausgeschlossen werden, insbesondere wenn sich die Investoren auch weiterhin panisch verhalten und gute Fundamentaldaten weitgehend ignorieren sollten. „Andererseits bieten in diesen unsicheren Zeiten Top-CEE-Pharmaunternehmen gute Einstiegsmöglichkeiten zu Schnäppchenpreisen. Langfristig und fundamental orientierte Investoren sollten dies früher oder später erkennen“, meint Urbánková. Für bedeutende CEE-Pharmaunternehmen (wie typische Generikahersteller, die für zunehmend kostenbewusste Krankenversicherungsträger immer attraktiver werden) sind die Geschäftsaussichten immer noch sehr gut. Die Bilanzen bleiben solide und sowohl auf den CEE-Märkten (einschließlich Russlands/GUS) als auch im Westen, wo Patente auslaufen und/oder effiziente Nischenstrategien verfolgt werden können, wird kräftiges Wachstum erwartet.

Company	Currency	Current Price (€)	Year high (€)	Current price vs YH (%)	Target price (€)	Upside potential (%)
Krka	EUR	65.2	129.0	-49.4%	118.5	81.6%
Richter Gedeon	HUF	27,450	41,845	-34.4%	36,770	41.2%
Egis	HUF	10,000	23,350	-57.2%	18,800	88.0%
Zentiva	CZK	1,062	1,190	-10.8%	1,150	8.3%
Bioton	PLN	0.38	1.23	-69.1%	0.41	7.9%

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

(einschließlich Russlands/GUS), die durch günstige Währungsbewegungen weiter verstärkt werden, lassen in den kommenden Perioden bei Richter und Egis eine raschere Umsatzausweitung erwarten. Angesichts der höheren Risikoaversion (wobei Ungarn als besonders problematisch gilt) haben wir in den DCF-Modellen für die ungarischen Pharmaunternehmen unsere Annahmen für den risikofreien Zinssatz an. Unter Berücksichtigung aller Aspekte senken wir unser Kursziel für Richter und Egis zwar auf HUF 38.770 bzw. HUF 18.800, doch bestätigt ein kurzer Blick auf die aktuellen Kursniveaus, dass alle Risiken bereits mehr als eingepreist sind und beide ungarischen Pharmafirmen viel Kursphantasie nach oben bieten. Wir wiederholen daher unsere „Buy“-Empfehlung für Richter und Egis.

Die Übernahmeofferte hat den Kurs der in Prag beheimatete Zentiva effektiv gestützt. Während frühere Übernahmeofferte von PPF und Sanofi-Aventis (zu CZK 950 bzw. CZK 1.050 pro Aktie) vom Zentiva-Vorstand zurückgewiesen worden waren, fand das nachgebesserte Offert von Sanofi-Aventis in Höhe von CZK 1.150 (was praktisch unserem im Juli 2008 festgesetzten Kursziel von CZK 1.155 entspricht) eine freundlichere Aufnahme. Angesichts der gegenwärtigen Marktunsicherheiten erwarten wir nicht, dass die Übernahmeprämie für Zentiva ähnliche Höhen erreicht, wie sie bei Transaktionen in der Vergangenheit in diesem Sektor in einem günstigeren Marktumfeld zu verzeichnen waren. Während unser Zwölfmonatskursziele auf Basis DCF bei CZK 1,160 liegt, haben wir uns dazu entschlossen, unser Kursziel auf CZK 1.150 je Aktie (entsprechend dem Angebot von Sanofi-Aventis, das gegenwärtig die Obergrenze darstellt) anzupassen und bleiben bei der Empfehlung „Hold“. Zwar könnte der neuerliche Aufbau von Positionen durch die PPF Gruppe und sonstige Finanzinvestoren darauf hinweisen, dass Sanofi-Aventis unter Druck das Angebot eventuell noch weiter erhöhen muss, doch empfehlen wir stärker risikoaversen Investoren, das Angebot von Sanofi-Aventis, das bis 28. November 2008 läuft, anzunehmen. Weder ausgezeichnete Ergebnisse im 1H2008 mit einer zweistelligen Steigerung von Umsatz und Gewinn (womit sämtliche Mitbewerber der Region weit übertroffen wurden), noch die geringe Beteiligung ausländischer Investoren konnten den Kurs der Aktie von Krka vor ihrem jüngsten Absturz bewahren. Wir erwarten, dass die (mit 13. November fälligen) Ergebnisse für 1-3Q2008 die Investoren vom Konkurrenzvorsprung, den das Unternehmen in der Region besitzt, überzeugen werden. Unser revidiertes Kursziel für die Aktie von EUR 118,5 weist auf das bei dem gegenwärtig gedrückten Kursniveau bestehende Aufwärtspotenzial der Aktie hin. Wir bestätigen unsere „Buy“-Empfehlung.

Sector Report: CEE Pharmaceuticals [pdf; 285,9 KB]