

28. nov. 2008

Krka

Farmacija

Luka Fain
višji analitik
(+386 1) 476 52 03
Luka.Fain@nlb.si

Novo vrednotenje
Prejšnje vrednotenje (9. april 2008)

83 EUR
104 EUR

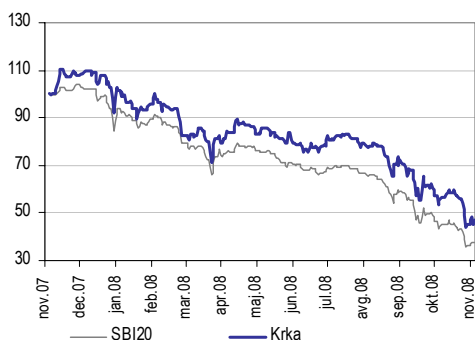
KUPI
DODAJ

Rezultati poslovanja Krke v I-IX 08

Značilnosti vrednostnega papirja

Oznaka delnice	KRKG
Št. izdanih delnic	35.426.120
Št. lastnih delnic	1.626.620
% delnic v lastni nerezidentov	7,84%
Trenutna cena KRKG (EUR)	53,97
Tržna kapitalizacija (mio EUR)	1.824
Obrat tržne kapitalizacije (ttm)	13,2%
Povpr. dnevni promet (mio EUR)	1,7
Dividendni donos (28.11.2008)	1,69%
52 tedenski razpon (EUR)	49,93-125,50

Relativni tečaj KRKG (ttm)



Vir: Bloomberg

Napovedi in predpostavke (MSRP)

(v mio EUR)	2007A	2008E	2009E	2010E
Prihodki	781	950	1.062	1.168
EBIT	183	214	219	238
EBITDA	240	284	297	323
Čisti dobiček	133	160	166	184
EPS (EUR)	3,9	4,7	4,9	5,4
DPS (EUR)	0,8	0,9	1,1	1,4
Kazalniki	2007A	2008E	2009E	2010E
P/E	13,7	11,4	11,0	9,9
EV/Sales	2,6	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA	8,4	7,1	6,7	6,2
EV/EBIT	11,0	9,4	9,2	8,4

Nepriлагоjeni podatki; Upoštevana je trenutna cena delnice;

Skupina Krka spada med vodilna srednjeevropska farmacevtska generična podjetja. Večino prodaje (83%) predstavljajo zdravila na recept, sledijo izdelki za samozdravljenje (9%) in ostale dejavnosti. Njihovo ključno skupino zdravil predstavljajo zdravila za bolezni srca in ožilja, pomemben del prodaje pa predstavljajo tudi zdravila za zdravljenje bolezni prebavil in presnove, sistemskega zdravljenja okužb ter bolezni osrednjega živčevja.

Novice in napovedi

- Krkina prodaja je bila v obdobju I-IX 08 glede na I-IX 07 višja za 20,5%, v 3Q08 pa je glede na 3Q07 porasla za 22,6%. Na rast je imela najbolj pozitiven vpliv visoka rast v regiji Z Evropa (I-IX 08: +41,1%, 3Q08: +31,3%), ki pa je bila pretežno rezultat prevzema TAD Pharme. Visoko rast je Krka dosegla tudi v Sr. Evropi (I-IX 08: +25,4%, 3Q08: +31,3%) in V Evropi (I-IX 08: +22,7%; Q308: +42,3%). V 2Q08 in 3Q08 se je izboljšala tudi Krkina rast v Sloveniji, najslabše rezultate pa je Krka dosegla v JV Evropi (I-IX 08: -0,1%, 3Q08: -7,8%). Med ostalimi srednjeevropskimi generiki Krka še naprej izkazuje najstabilnejšo organsko rast prihodkov iz prodaje.
- Poročana EBITDA marža v I-IX 08 je znašala 29,5% in je bila za 1,6 o.t. nižja kot v I-IX 07 (3Q08; 27,9%; -5,3 o.t.). Na marži je viden pozitiven vpliv nižjih dodatno oblikovanih rezervacij in nižjega deleža proizvodnih stroškov v prihodkih iz prodaje, negativen vpliv pa iz naslova višjega deleža stroškov prodajanja in stroškov razvijanja ter konsolidacije TAD Pharme. Kljub znižanju ostaja Krkina EBITDA marža nad povprečjem njenih najbližjih srednjeevropskih konkurentov.
- Kljub temu, da poslovanje Krke v pomembnejši meri posledic globalne finančne krize še ne kaže, smo znižali predpostavke za rast prihodkov iz prodaje Krke v naslednjem srednjeročnem obdobju, dolgoročno predpostavko rasti FCF-F pa smo pustili nespremenjeno.
- Z vidika finančnega poslovanja Krke menimo, da zaostrene razmere na finančnih trgih zaradi nizke zadolženosti ter visokega pokritja stroškov obresti z EBIT ne predstavljajo pomembnejšega tveganja, razvidno pa je poslabšanje kazalnikov obračanja zalog in terjatev do kupcev.

Ključna tveganja

- Med ključna tveganja za našo ocenjeno vrednost delnice Krke štejemo neugodne/ugodne regulativne spremembe v okviru financiranja javnih zdravstvenih sistemov na Krkinih ključnih trgih, upočasnitev razvoja javnih zdravstvenih sistemov držav v razvoju, zaostritev cenovne konkurence, izgubljene razsodbe v patentnih sporih, poslabšano plačilno disciplino kupcev, valutna nihanja, spremembe obrestnih mer ter morebitne vladne ukrepe za omilitev krize.

Omejitev odgovornosti:

V publikaciji izražena mnenja ne pomenijo ponudbe za nakup ali prodajo določenih finančnih instrumentov ali skupin finančnih instrumentov, temveč so podana izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala. Informacije so bile pridobljene iz virov, za katere avtor verjame, da so verodostojni, vendar pa ne zagotavlja njihove natančnosti in popolnosti. Informacije, predstavljene v tej publikaciji, ne predstavljajo notranjih informacij. Nova Ljubljanska banka d.d. in avtor ne prevzemata nobene odgovornosti za posledice odločitev, ki bi bile sprejete na podlagi mnenj in informacij, podanih v tej publikaciji. Predlagamo, da se pravne in fizične osebe pri odločanju o vlaganju v finančne instrumente posvetujejo s strokovno usposobljenimi finančnimi strokovnjaki in pri tem dobijo dodatne informacije.

SPECIFIČNA RAZKRITJA, POVEZANA Z OBRAVNAVANIM IZDAJATELJEM, OSTALA POMEMBNA RAZKRITJA IN IZJAVA ANALITIKA SO PODANI V PRILOGI 3, RAZLAGA PRIPOROČIL, SPLOŠNA RAZKRITJA, OMEJITEV ODGOVORNOSTI IN POLITIKA UPRAVLJANJA NASPROTIJ INTERESOV PRI UPRAVLJANJU INVESTICIJSKIH STORITEV IN POSLOV NLB D.D. PA SO DOSTOPNI NA NAŠI SPLETNI STRANI (www.nlb.si).

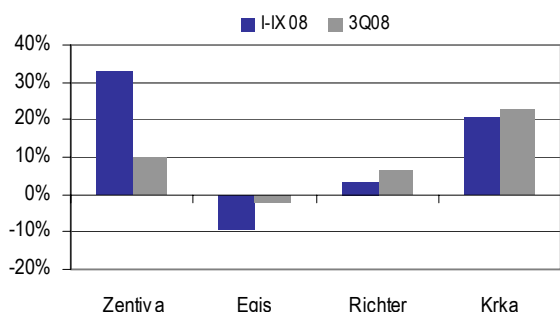
Komentar poslovanja

Prihodki

Krka tudi v letošnjem letu po (organski) rasti prodaje opazno premaguje preostale večje generike Srednje Evrope.

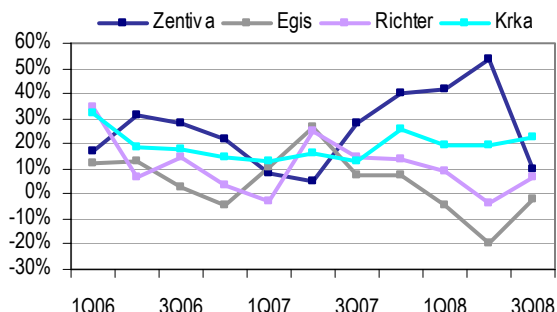
Skupina Krka je prihodke iz prodaje v I-IX 08 na letni ravni povišala za 20,5%, pri čemer je po rahli upočasnitvi v 2Q08 rast prihodkov v 3Q08 zopet pospešila, tako v I-IX 08 kot v 3Q08 pa je Krkina rast prihodkov (z izjemo češke Zentive v obdobju I-IX 08) opazno preseгла rast najbližjih srednjeevropskih konkurentov generikov (Zentiva, Egis, Richter). Pojasnimo, da je bila relativno visoka rast prihodkov Zentive v četrletjih od 3Q07 do 2Q08 rezultat prevzema turškega generika Eczacibasi, prenehanje omenjenega učinka pa je razvidno v padcu rasti v 3Q08. Tudi na Krkini rasti prodaje je viden pozitiven vpliv prevzema nemškega generika TAD Pharma (november 2007), a v bistveno nižjem obsegu glede na Zentivo.

Slika 1 Rast prodaje Krke in konkurentov (YoY, v EUR)



Vir: Bloomberg

Slika 2 Rast prodaje Krke in konkurentov (YoY, v EUR)



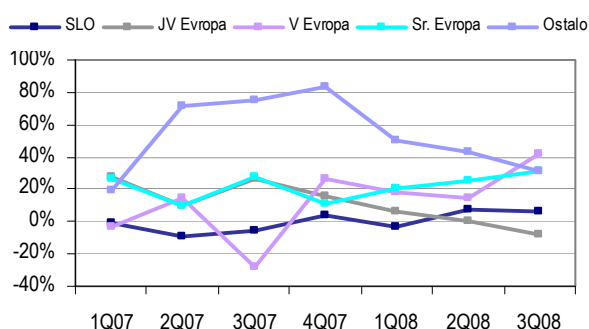
Vir: Bloomberg

Na visoko rast prodaje v Z Evropi je pomembno vplival prevzem TAD Pharme. V 3Q08 je pospešila rast prodaje v Sr. in V Evropi.

Rast prodaje na domačem trgu se je stabilizirala, znižala pa se je Krkina prodaja v JV Evropi, sicer drugem najmanjšem geografskem trgu Krke.

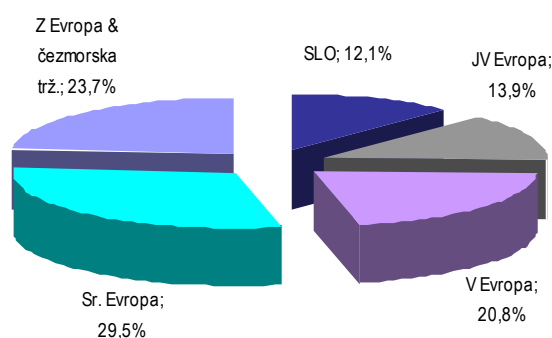
Na skupno rast prodaje Krke je najbolj pozitivno vplivala visoka rast v regiji Z Evropa (I-IX 08: +41,1%, 3Q08: +31,3%), ki pa je bila pretežno posledica konsolidacije TAD Pharme. Visoko rast je Krka ustvarila tudi v regijah Sr. Evropa (I-IX 08: +25,4%, 3Q08: +31,3%) in V Evropa (I-IX 08: +22,7%; 3Q08: +42,3%), kjer je rast tudi v samem 3Q08 glede na prvi dve četrletji 2008 pospešila. Po tem, ko se je Krkina prodaja v Sloveniji v obdobju 1Q07-1Q08 v kar 4-ih izmed 5-ih četrletij na letni ravni znižala, kaže tudi prodaja na domačem trgu znake stabilizacije (2Q08: +7,2%, 3Q08: +6,4%). Padec prihodkov je Krka zabeležila v regiji JV Evropa (I-IX 08: -0,1%, 3Q08: -7,8%), na svojem drugemu najmanjšemu prodajnem trgu. Pripisati ga je v veliki meri moč upadu prodaje na drugemu največjemu trgu Krke v regiji (Romunija), na katerega sta najbolj vplivala gibanje tečaja USD in sprememba sistema predpisovanja zdravil, kljub upadu pa ohranja Krka v Romuniji vodilno mesto med tujimi generiki.

Slika 3 Rast prodaje Krke po regijah (YoY, v EUR)



Vir: Objave podjetja

Slika 4 Struktura prodaje Krke po regijah (3Q08, v EUR)

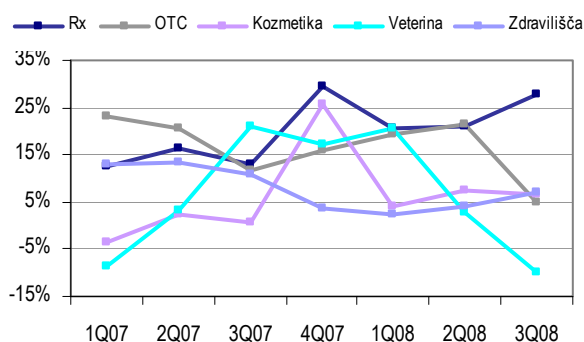


Vir: Objave podjetja

V strukturi prodaje Krke ostajajo najpomembnejša zdravila na recept, ki beležijo tudi najvišjo rast prodaje. V 3Q08 se je upočasnila Krkina rast prodaje izdelkov za samozdravljenje.

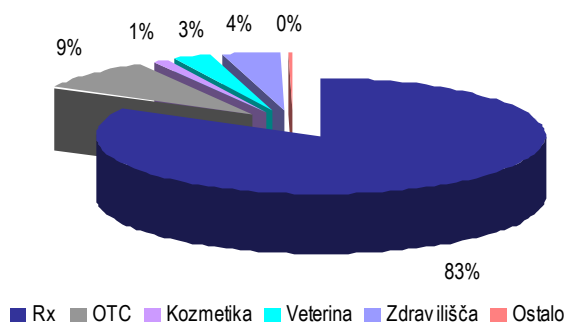
Krkina struktura prodaje po proizvodih se v 3Q08 glede na pretekla obdobja ni bistveno spremenila. Z 82,7% ostajajo najpomembnejša zdravila na recept, med katerimi prednjačijo zdravila za bolezni srca in ožilja. Prodaja zdravil na recept je v 3Q08 porasla za 27,9%, v obdobju I-IX 08 pa za 22,9%. Sledijo izdelki za samozdravljenje (9,1%), katerih rast prodaje pa se je v nasprotju z rastjo prodaje zdravil na recept v 3Q08 opazno upočasnila. Razlog za upočasnitev bi bilo moč iskati tudi v znižanem trošenju potrošnikov za omenjeno skupino zdravil. Po 19,4% rasti v 1Q08 in 21,5% rasti v 2Q08 je tako Krkina prodaja izdelkov za samozdravljenje v 3Q08 porasla za 5,0%. Preostali proizvodi in storitve (kozmetični izdelki, veterinarski izdelki, zdraviliško-turistične storitve) zavzemajo manj kot 8% celotnih prihodkov od prodaje Krke.

Slika 5 Rast prodaje Krke po proizvodih (YoY, v EUR)



Vir: Objave podjetja

Slika 6 Struktura prodaje Krke po proizvodih (Q308, v EUR)



Vir: Objave podjetja

Poročana EBITDA marža se je v I-IX 08 znižala za 1,6 o.t., v 3Q08 pa za 5,3 o.t. V enaki primerjavi se je normalizirana EBITDA marža znižala za 3,5 o.t. oz. 7,5 o.t.

Dobičkonosnost

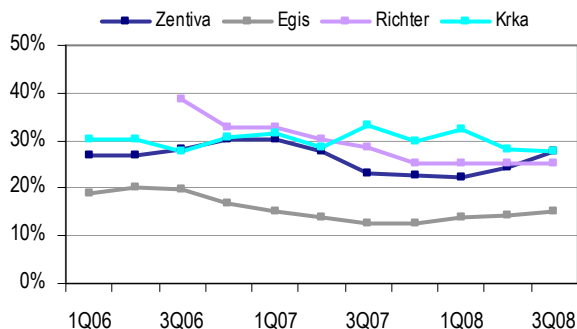
Poročana EBITDA marža Krke je v I-IX 08 znašala 29,5% in je bila za 1,6 o.t. nižja kot v enakem obdobju lani, v samem 3Q08 pa je bila glede na 3Q07 nižja za 5,3 o.t. Upoštevajoč, da je bilo v obdobju I-IX 08 glede na I-IX 07 oblikovanih za 10 mio evrov manj dodatnih rezervacij za tožbe, v 3Q08 pa za 4 mio evrov manj, je padec normalizirane marže (EBITDA smo dodatno prilagodili še za izgubo iz naslova prodaje osnovnih sredstev) še opaznejši. In sicer je ta v obdobju I-IX 08 znašala 30,2% (-3,5 o.t.), v 3Q08 pa 28,0% (-7,5 o.t.).

Na normalizirani EBITDA marži viden pozitiven vpliv nižje rasti stroškov proizvodnje ter negativni vplivi višjih rasti stroškov razvijanja in prodajanja ter konsolidacije TAD Pharme.

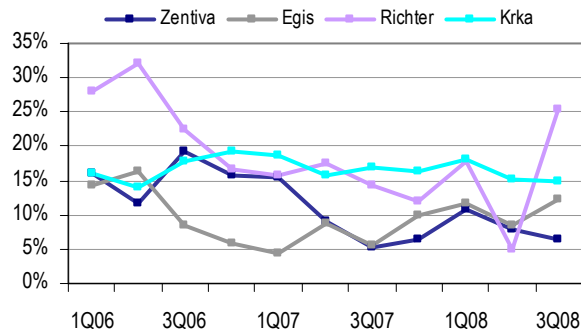
Padec normalizirane EBITDA marže lahko v pretežni meri razložimo z nadpovprečno rastjo stroškov prodajanja in stroškov razvijanja. Rast prvih, ki je v obdobju I-IX 08 z izločitvijo vpliva dodatno oblikovanih rezervacij za tožbe znašala +41%, lahko pripišemo tudi širjenju lastne prodajno-marketingne mreže Krke, stroški razvijanja pa so v enakem obdobju porasli za 47%. Delež proizvodnih stroškov prodanih proizvodov glede na prihodke iz prodaje se je v I-IX 08 glede na I-IX 07 nekoliko znižal, in sicer s 37,5% na 36,3%, kar lahko med drugim pripišemo tudi Krkinemu uspešnemu iskanju cenejših nabavnih virov. Omenimo še, da je imela na EBITDA maržo v tekočem obdobju po naši oceni negativen vpliv konsolidacija TAD Pharme, in sicer v višini okoli 1 o.t.

Kljub znižanju ohranja Krka v povprečju nadpovprečno dobičkonosnost.

Kot je razvidno iz Slike 7 na naslednji strani, Krka kljub znižanju dobičkonosnosti v 3Q08 glede na konkurente v povprečju ohranja nadpovprečno EBITDA maržo, a se je razkorak precej znižal, še posebej glede na češko Zentivo in madžarski Richter, medtem ko ostaja Egis kar se tiče EBITDA marže opazno najslabši izmed obravnavanih podjetij.

Slika 7 Gibanje poročenih EBITDA marž Krke in konkurentov

Vir: Bloomberg

Slika 8 Gibanje poročenih profitnih marž Krke in konkurentov

Vir: Bloomberg

Razlog za znižanje rasti čistega dobička je predvsem v rasti poslovnih odhodkov, medtem ko je imela sprememba neto finančnega izida v 3Q08 na rast čistega dobička celo pozitiven vpliv.

Krka glede na največje srednjeevropske konkurente ohranja nadpovprečno profitno maržo.

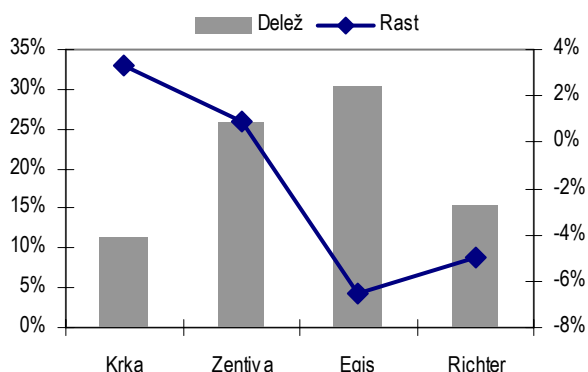
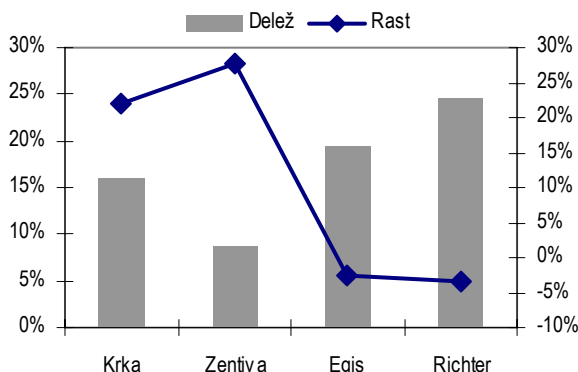
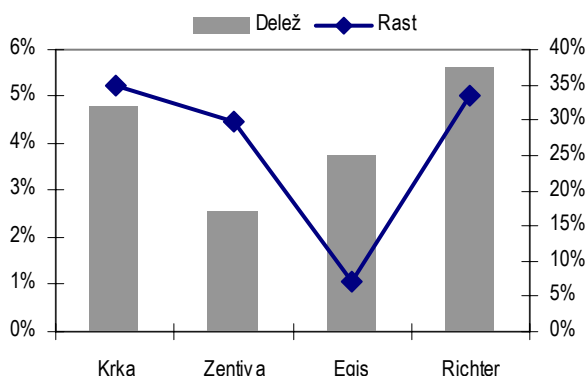
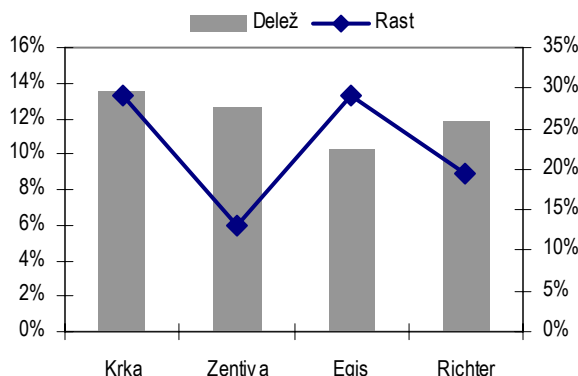
Krka tudi v I-IX 08 in 3Q08 med konkurenti v Srednji Evropi izkazovala najvišjo in najbolj stabilno organsko rast prihodkov.

Krka je tudi na njihovih domačih trgih, kjer so vladale zaostrene razmere, preseгла najboljše konkurente.

Poročani čisti dobiček večinskih lastnikov Krke je bil v obdobju I-IX 08 13,6% višji kot v enakem obdobju lani, v samem 3Q08 pa je bil višji za 10,1%. Poglavitni razlog za glede na rast prodaje nižjo rast čistega dobička lahko pripišemo nadpovprečni rasti poslovnih stroškov, medtem ko je imela sprememba neto finančnega izida na čisti dobiček Krke v I-IX 08 glede na I-IX 07 le za nekaj manj kot 1,2 mio evrov nižji pozitivni vpliv, v 3Q08 pa celo za nekaj več kot 5,7 mio evrov višji pozitivni vpliv. Omenimo še, da je imelo tako kot na EBIT tudi na čisti poslovni izid Krke pozitiven vpliv znižanje stroškov iz naslova dodatno oblikovanih rezervacij za tožbe. Ob izločitvi tega dejavnika ter vpliva izgube iz naslova prodaje osnovnih sredstev bi čisti dobiček Krke v obdobju I-IX 08 glede na enako obdobje lani porasel za okoli 4%, v samem 3Q08 pa bi bil celo za nekaj malega nižji kot v 3Q07. Primerjava profitne marže Krke z njenimi najbližjimi srednjeevropskimi konkurenti pokaže, da Krka kljub znižanju ohranja nadpovprečno dobičkonosnost, pri čemer še omenimo, da je precejšnje nihanje profitne marže madžarskega Richter-ja v zadnjih četrletjih posledica nihanj kategorij na strani finančnega izida družbe.

Razmere na ključnih trgih, konkurenca

Kot že omenjeno, Krka med večjimi generičnimi farmacevti Sr. Evrope v zadnjih letih izkazuje največjo stabilnost poslovanja. Menimo, da so se kot ključni zopet izkazali široka diverzifikacija prodaje, bogata paleta novih proizvodov ter relativno nižja odvisnost Krke od domačega trga. Namreč, ostali srednjeevropski generiki v primerjavi so se v zadnjem obdobju zaradi intenziviranja cenovnih pritiskov oz. zanje neugodnih regulativnih sprememb financiranja javnih zdravstvenih sistemov na domačih trgih farmacevtskih izdelkov soočali s precejšnjimi težavami. V obdobju I-IX 08 so tako na domačih trgih vsi zabeležili relativno slabe prodajne rezultate (Slika 9 na naslednji strani), medtem ko je prodaja Krke na domačem trgu prekinila trend zniževanja, poleg tega pa je zabeležila relativno visoko rast prihodkov tudi na Češkem (I-IX 08: +19,1%, 3Q08: +28,0%) in na Madžarskem (I-IX 08: +21,8%, 3Q08: +19,0%). Glede na konkurente opazno boljše poslovanje lahko med drugim pripišemo tudi okrepljenim marketinškim aktivnostim Krke ter lansiranju več novih izdelkov na različnih tržiščih Sr. Evrope, pri čemer lahko izpostavimo zdravilo Nolpaza na Madžarskem, ki je v času od lansiranja (jesen 2007) postalo tretji najbolj prodajani izdelek Krke na tem tržišču.

Slika 9 Delež prodaje (leva os) in rast prodaje (desna os) na domačem trgu v obdobju I-IX 08 (v EUR)**Slika 10** Delež prodaje (leva os) in rast prodaje (desna os) v Ruski federaciji v obdobju I-IX 08 (v EUR)**Slika 11** Delež prodaje (leva os) in rast prodaje (desna os) v Ukrajini v obdobju I-IX 08 (v EUR)**Slika 12** Delež prodaje (leva os) in rast prodaje (desna os) na Poljskem v obdobju I-IX 08 (v EUR)

Vir: Objave podjetij, lastni izračuni; podatki za Egis predstavljajo obdobje oktober 2007- september 2008.

Kar se tiče lansiranja, je bila Krka najbolj aktivna v regiji Srednja Evropa.

Tudi kar se tiče ostalih lansiranj proizvodov, je bila Krka v letošnjem letu najbolj aktivna v Sr. Evropi. Poleg na Madžarskem je Krka pričela tržiti zdravilo Nolpaza na več ostalih tržiščih Sr. Evrope, na več tržiščih Sr. Evrope je lansirala tudi zdravila Kventiax, Co-Prenessa/Prenewel ter novi peroralni antidiabetik Gliclada v obliki tablet s podaljšanim sproščanjem, poleg tega pa je lansirala tudi zdravilo Zalasta v obliki orodisperzibilnih tablet ter zdravilo Valsacor na Poljskem.

Krka je na praktično vseh svojih pomembnejših trgih preseгла rast najbližjih konkurentov.

Izpostaviti velja tudi, da je Krka v obdobju I-IX 08 na skoraj vseh svojih ključnih trgih dosegla višjo rast prodaje od svojih najbližjih srednjeevropskih konkurentov, pri čemer poudarjamo hitro-rastoča trga Vzhodne Evrope, Rusijo in Ukrajino. V Rusiji je višjo rast prodaje zabeležila le Zentiva, pri kateri pa Rusija predstavlja relativno nizek delež v skupni konsolidirani prodaji. Kar se tiče lansiranja novih proizvodov, velja izpostaviti lansiranje zdravila Lorista v Rusiji in v Ukrajini ter lansiranje zdravila Valsacor v Ukrajini.

Krka se pripravlja tudi na vstop v ZDA.

Omenimo še, da je Krka v letošnjem juniju postala 7,5% lastnik dveh kitajskih farmacevtsko-kemijskih družb, družbe Čejang Menovo Pharmaceuticals in Anhui Menovo Pharmaceuticals. Prav tako je Krka ustanovila podjetje v ZDA, ki pripravlja registracijo zdravil, na trg ZDA pa uprava Krke načrtuje vstop leta 2011. Prek nemške družbe TAD Pharma se Krka pripravlja tudi na vstop na trge Bližnjega vzhoda, Južne Afrike in Južne Amerike.

FCF-F vrednotenje

Vrednotenje je bilo izvedeno na podlagi konsolidiranih finančnih izkazov, izdelanih v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP).

Kljub pospešitvi rasti v 3Q08 lahko v naslednjem letu pričakujemo znižanje rasti prodaje Krke, kar pripisujemo predvsem učinkom globalne finančne krize.

Slabše gospodarske razmere za Krko predstavljajo tudi priložnost v obliki povečevanja tržnih deležev.

Krkin poslovni model se je v letošnjem letu že izkazal za zelo uspešnega v nekaterih neugodnih regulatornih okoljih.

Menimo, da bodo tudi v naslednjih letih ključna gonila rasti Krke sodoben asortiman zdravil, močne marketinške aktivnosti ter uspešno pozicioniranje na trgih s pričakovano nadpovprečno porabo zdravil.

Ob morebitnem vztrajanju zaostrenih gospodarskih razmer lahko pričakujemo upočasnitev rasti trgov zdravil, kljub temu pa menimo, da ostajajo temelji za dolgoročno rast zdravi.

Napovedano rast Krkinih prihodkov v naslednjem srednjeročnem obdobju smo nekoliko znižali, dolgoročno predpostavko rasti pa smo ohranili.

Kljub pospešitvi v 3Q08 lahko v letu 2009 pričakujemo upočasnitev rasti Krkine prodaje, kar je moč v veliki meri pripisati učinkom globalne finančne krize. Le-ta vse močneje razjeda realne sektorje razvitih držav, še zdaleč pa ne ostajajo neprizadeti niti finančni in realni sektorji ter proračunske blagajne držav v razvoju. V luči zaostrenih razmer lahko pričakujemo tako nižjo rast trošenja prebivalstva za zdravila za samozdravljenje kakor tudi morebitno zaostrovanje cenovnih pritiskov, povezanih z javno financiranimi zdravstvenimi programi. Slednje lahko po naši oceni pomembno negativno vpliva na prihodke Krke, pri čemer pa moramo poudariti, da utegnejo varčevalni ukrepi za generične farmacevte porajati tudi nove priložnosti. Menimo namreč, da bodo države v luči stroškovnih prihrankov v svoje liste »zdravil na recept« vse raje uvrščale cenejša zdravila generikov kot pa dražje blagovne znamke originatorjev, kar bo seveda pozitivno vplivalo na rast prihodkov ter tržne deleže prvih. Nagibanje v smeri poviševanja deleža generičnih zdravil je bilo v zadnjem obdobju npr. prisotno na Poljskem, Krkinemu drugemu največjemu posameznemu tržišču, kjer je Krka, med drugim tudi v luči lansiranja nekaterih zdravil iz pomembnejših prodajnih skupin, tako v obdobju I-IX 08 kot v obdobju 3Q08 dosegla relativno zelo visoko rast prodaje (29,2% oz. 39,1%). Krka je v neugodnem konkurenčnem oz. regulatornem okolju izkazala tudi dobre poslovne rezultate na Češkem in na Madžarskem, kjer so se njeni najbližji konkurenti večinoma soočali s precejšnjimi težavami.

Menimo, da bodo tudi v letih, ki sledijo, ključna gonila rasti prodaje Krke sodoben asortiman generičnih zdravil, močne marketinške aktivnosti ter uspešno pozicioniranje na trgih s pričakovano nadpovprečno rastjo porabe zdravil (JV Evropa, V Evropa). Opozarjamo pa, da bi vztrajanje finančne/gospodarske krize po naši oceni kljub defenzivnim lastnostim generične farmacevtske industrije predstavljalo omejitven dejavnik tudi za rast in dobičkonosnost Krke in ostalih generikov. Kljub temu pa ocenjujemo, da ostajajo temelji za srednje/dolgoročno rast Krke na trgih v razvoju zdravi. Ob predpostavki nadpovprečne gospodarske rasti teh trgov lahko namreč pričakujemo, da bosta nadpovprečno rasli tako potrošnja za OTC zdravila kot tudi potrošnja v okviru javno financiranih zdravstvenih programov. Pri tem izpostavimo, da je junija 2008 ruski premier Vladimir Putin predstavil načrt uvedbe prenovljenega sistema obveznega zdravstvenega zavarovanja z državnimi subvencijami, ki naj bi bil uveden v letu 2010. Program je namenjen razširitvi oskrbe z zdravili, po drugi strani pa tudi pospeševanju domače farmacevtske industrije, kjer je Krka z investicijo v Rusiji tudi v določeni prednosti. Menimo, da lahko z nadaljnjo zaostritvijo gospodarskih razmer v Rusiji morebiti pričakujemo tudi zamik v izvedbi tega ukrepa oz. ostalih tovrstnih načrtov v drugih državah v razvoju, kjer je Krka prisotna, na srednji/dolgi rok pa lahko kljub temu pričakujemo njihovo implementacijo.

Zaradi zgoraj omenjenih učinkov smo znižali naše predpostavke rasti prihodkov iz prodaje Krke v letu 2008 ter v naslednjih letih, kljub znižanju pa pričakujemo, da lahko Krka v obdobju 2009-2012 še vedno doseže povprečno letno stopnjo rasti čistih prihodkov iz prodaje v višini 10%. Ker menimo, da ostajajo dolgoročni temelji za rast Krke zdravi, smo ohranili našo predpostavko dolgoročne rasti FCF-F nespremenjeno, in sicer na ravni 4,0%.

Kljub upadu dobičkonosnosti v 3Q08 smo napoved EBITDA marže za leto 2008 glede na naše prejšnje vrednotenje celo povišali, in sicer za nekaj manj kot 1 o.t., pri čemer pa moramo opozoriti, da gre povišanje izključno na račun glede na naša pretekla pričakovanja nižjo

Zaradi pričakovanega neugodnega gospodarskega okolja ter cenovnih pritiskov pričakujemo v naslednjih letih pritisk na marže Krke, kljub temu pa dolgoročno predpostavko EBITDA marže puščamo nespremenjeno.

vrednost dodatno oblikovanih rezervacij za tožbe (realizirano I-IX 08: 4 mio evrov, napoved našega prejšnjega vrednotenja za celotno leto 2008: 12,5 mio evrov). Predpostavko glede dolgoročne EBITDA marže smo pustili nespremenjeno, in sicer na ravni 26%. Pričakujemo sicer, da bodo v luči strategije Krke ohranjeni deleži novih izdelkov v prodaji na ravni vsaj 40% na relativno visoki ravni kot % prihodkov iz prodaje ostali stroški razvijanja, v luči strategije na vseh pomembnejših trgih vzpostaviti lastno prodajno-marketinško omrežje pa pričakujemo tudi rast deleža stroškov prodajanja. Menimo, da so razvojne ter prodajno-marketinške aktivnosti Krke dva izmed temeljev ohranjanja Krkinih konkurenčnih prednosti glede na ostalo srednjevropsko konkurenco.

V letu 2008 načrtuje Krka za skupno 160 mio evrov investicij (I-IX 08: realizirano 108 mio evrov), v letu 2009 pa približno enako stopnjo investicijskih aktivnosti.

Krka v letošnjem letu načrtuje za 160 mio evrov investicij, pri čemer so v prvih devetih mesecih za investicije namenili 108,2 mio evrov, kjer najpomembnejšo investicijo trenutno predstavlja tretja faza širitve Notola, za leto 2009 pa uprava Krke napoveduje približno nespremenjeno raven investicij (161 mio evrov). S pričakovano stabilizacijo rasti prodaje smo predpostavili tudi upad relativnega deleža investicij (Capex/Sales). Smatramo, da poglobitveno tveganje za uporabljeno predpostavko predstavljajo morebitni novi prevzemi Krke. Omenimo, da je predsednik uprave Krke, med drugim tudi v nekaterih letošnjih izjavah v javnih občilih, potrdil, da družba preučuje možnosti morebitnih prevzemov manjših evropskih/svetovnih generikov, ne izključuje pa niti prevzema kake večje farmacevtske družbe.

Tabela 1 Ključne predpostavke za napovedovano obdobje 2008-2017 (v mio EUR)

Leto	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
NOPAT	166,6	175,2	193,1	210,2	230,0	249,4	265,4	278,4	289,4	299,8
rast v %	11,4%	5,2%	10,2%	8,9%	9,4%	8,4%	6,4%	4,9%	3,9%	3,6%
Amortizacija	69,8	78,2	84,2	89,8	94,7	98,9	103,7	108,1	112,5	116,9
kot % OS	10,6%	10,5%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
- Δ NWC	97,6	43,9	13,9	13,5	17,5	22,3	31,7	29,0	25,7	25,4
NWC kot % prodaje	36%	36%	34%	32%	31%	30%	30%	30%	30%	30%
- Investicije	160,0	161,0	151,9	153,5	153,4	158,1	156,3	164,0	170,4	174,6
kot % prodaje	16,8%	15,2%	13,0%	12,0%	11,0%	10,5%	9,7%	9,6%	9,5%	9,3%
FCF-F	-21,3	48,6	111,5	133,0	153,7	167,9	181,1	193,5	205,8	216,8
rast v %	n.r.	n.r.	n.r.	19,3%	15,6%	9,3%	7,8%	6,9%	6,3%	5,3%
R _E	9,7%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
R _D (pred davki)	4,8%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
D/E	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%

Vir: lastni izračuni

Tabela 2 Povzetek FCF-F vrednotenja

	v mio EUR, razen na delnico
Sedanja vrednost FCF-F za napovedovano obdobje	875
Ocena dolgoročne rasti FCF-F	4,0%
Uporabljeni dolgoročni WACC	9,0%
Sedanja vrednost FCF-F po obdobju	2.096
Ocenjena vrednost podjetja (EV)	2.971
Ocenjena višina neto dolga	179
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	2.792
Št. izdanih delnic (zmanjšano za lastne delnice)	33.799.500
Ocenjena vrednost delnice (EUR)	83,0

Vir: lastni izračun

Naša ocenjena vrednost delnice Krke je predvsem zaradi nižjih napovedi rasti prihodkov za 20% nižja od ocene našega prejšnjega vrednotenja, kljub temu pa za 54% višja od trenutne cene delnice.

Za ključna tveganja za našo ocenjeno vrednost delnice Krke štejejo:

a) Spremembe financiranja javnih zdravstvenih sistemov

b) Upočasnen razvoj zdravstvenih sistemov držav v razvoju

c) Cenovne pritiske

d) Nove patentne spore in morebitne izgubljene razzodbe

e) Poslabšana plačilna disciplina kupcev

Ocenjena vrednost Krkine delnice znaša 83,0 evrov in je glede na naše predhodno vrednotenje nižja za 20%, razlog za znižanje pa so predvsem znižane napovedi rasti prodaje v naslednjem srednjeročnem obdobju in deloma povišanje dolgoročnega WACC-a. Kljub znižanju ocenjene vrednosti prejšnje priporočilo DODAJ spreminjamo v KUPI, kar je predvsem posledica padca cene delnice Krke v zadnjem obdobju, katerega razlog pa po naši oceni ne moremo v večjem obsegu razložiti s poslabšanim poslovanjem oz. slabšimi pričakovanji za prihodnost, temveč menimo, da je bil padec rezultat splošnega vzdušja na delniških trgih.

Ključna tveganja za ocenjeno vrednost na podlagi FCF-F vrednotenja

a) Spremembe financiranja javnih zdravstvenih sistemov: Ocenjujemo, da s političnimi spremembami, še posebej pa z nadaljnjim zaostrovanjem gospodarske krize, obstaja možnost za morebitne neugodne regulativne spremembe financiranja javnih zdravstvenih sistemov na Krkinih ključnih trgih (umik zdravil z liste, znižanje cen). Menimo sicer, da obstaja precejšnja verjetnost premika strukture posameznih list »zdravil na recept« v smeri zvišanja deleža generičnih zdravil glede na dražja zdravila originatorjev, kar v luči rasti prihodkov in pridobivanja tržnega deleža predstavlja priložnost za Krko in ostale generike, po drugi strani pa je v luči varčevalnih ukrepov moč pričakovati tudi morebitna znižanja cen zdravil, uvrščenih v te liste. Slednje bi imelo lahko po naši oceni pomemben negativen vpliv na doseženo rast prihodkov ter dobičkonosnost poslovanja Krke ter s tem tudi na našo ocenjeno vrednost delnice.

b) Upočasnen razvoj zdravstvenih sistemov držav v razvoju: Morebitna dolgotrajnejša upočasnitev gospodarske rasti na pomembnejših trgih Krke, pri čemer izpostavljamo predvsem trge v razvoju, kot sta Rusija ali Ukrajina, bi lahko upočasnila tudi razvoj javnih zdravstvenih sistemov teh držav, oz. povzročila časovni zamik pri implementaciji nekaterih razvojnih programov. Izpostavljamo v letošnjem juniju predstavljeno reformo javnega zdravstvenega sistema Rusije, ki naj bi bila uvedena v letu 2010, morebiti pa bi lahko poslabšane gospodarske razmere v Rusiji prek negativnega vpliva na državni proračun povzročile tudi časovni zamik v implementaciji omenjenega programa oz. podobnih načrtovanih ukrepov v ostalih državah.

c) Cenovni pritiski: Zaradi zaostrovanja konkurence ter širjenja na manj profitne trge (Z Evropa in čezmorske dežele) obstaja možnost znižanja kazalnikov dobičkonosnosti. Pred omenjenimi tveganji se lahko Krka zavaruje z razvijanjem novih generičnih zdravil, ki bodo pomagala ohraniti konkurenčne prednosti.

d) Novi patentni spori in morebitne izgubljene razzodbe: Novi patentni spori oz. izgubljene razzodbe patentnih sporov bi lahko negativno vplivale na poslovanje Krke in na našo ocenjeno vrednost delnice Krke. To velja še posebej v primerih, ko gre za ključne proizvode Krke (tožba Pfizerja glede zdravila Atoris®). V tej točki omenimo še morebiten neugoden razplet iz naslova suma kartelnega dogovarjanja, katerega je v minulem tednu v Krki preiskovala Evropska komisija, kar bi lahko potencialno, v kolikor bi bil sum potrjen, rezultiralo v globi za Krko.

e) Poslabšana plačilna disciplina kupcev: Ocenjujemo, da je zaradi relativno visoke izpostavljenosti trgov v razvoju Krka močnejše izpostavljena pojavu morebitne plačilne nediscipline kupcev. V I-IX 08 je Krka zabeležila za 1,8 mio evrov višje slabitve in odpise terjatev kot v I-IX 07, uprava pa poudarja, da Skupina v I-IX 08 še ni zabeležila vrednostno pomembnejših odpisov terjatev zaradi neplačil kupcev. V zadnjih četrletjih sta se nekoliko poslabšala tudi koeficient obračanja zalog ter koeficient obračanja terjatev do kupcev (kar si lahko morebiti razlagamo tudi kot učinek širjenja lastne prodajno-marketingške mreže), učinek česar Krki ni uspelo izničiti s podaljševanjem plačilnih rokov dobaviteljem. Ocenjujemo, da plačilna nedisciplina kupcev za Krko trenutno še ne predstavlja pomembnega problema, zaostrovanje gospodarskih negotovosti pa lahko morebiti privede do poslabšanja stanja.

e) Spremembe deviznih tečajev

e) Spremembe deviznih tečajev: Krka je s prodajo ter terjatvami do kupcev najmočnejše izpostavljena spremembam deviznega tečaja USD, PLN, HRK in RUB. Menimo, da se je letos izpostavljenost USD zaradi prehoda fakturiranja v regiji V Evropa z USD na EUR pomembno znižala, pri čemer pa omenimo, da Krka aktivno upravlja zgolj tveganje spremenljivosti USD. Neto izpostavljenost PLN, HRK in RUB je v letu 2007 znašala 290 mio evrov.

f) Tveganje spremembe obrestnih mer:

f) Tveganje spremembe obrestnih mer: Zaradi relativno nizke stopnje zadolženosti (Podatki za 3Q08: finančni dolg/sredstva = 0,15; finančni dolg/kapital = 0,25; EBIT/odhodki za obresti = 18,0) ocenjujemo, da je tveganje neizpolnitve obveznosti iz naslova finančnega dolga relativno nizko. Zaradi vezave Krkinih dolgoročnih posojil na obrestno mero Euribor 6m bi imel porast/padec slednjega negativen/pozitiven vpliv na rast čistega dobička družbe, ocenjujemo pa, da zaradi nizke zadolženosti Krke ne močno pomembnega.

g) Morebitne vladne ukrepe za omilitev posledic globalne finančne in gospodarske krize.

g) Morebitni vladni ukrepi za omilitev posledic globalne finančne in gospodarske krize: Menimo, da bi imeli lahko na poslovne rezultate ter našo ocenjeno vrednost delnice Krke potencialno pomemben vpliv lahko morebitni vladni ukrepi, ki bi jih Slovenija sprejela za omilitev posledic globalne finančne in gospodarske krize. Tako je novo-izvoljena slovenska vlada že napovedala morebitno znižanje prispevkov za pokojninsko in invalidsko zavarovanje delodajalcev za 5 o.t., mogoči pa so tudi ostali ukrepi, kot npr. povečanje olajšav za vlaganja v raziskave in razvoj, ponovna uvedba splošne investicijske olajšave, itd.

Vpliv spremembe ključnih predpostavk na ocenjeno vrednost delnice vrednotene družbe prikazujemo v naslednjih analizah občutljivosti:

Tabela 3 Analiza občutljivosti (v EUR)

		Dolgoročni WACC				
		10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Dolgoročna stopnja rasti FCF-F	3,0%	64	68	72	76	82
	3,5%	68	72	77	82	89
	4,0%	72	77	83	89	98
	4,5%	77	83	90	98	110
	5,0%	83	90	99	110	125

		Dolgoročna EBITDA marža				
		24,0%	25,0%	26,0%	27,0%	28,0%
Dolgoročna stopnja rasti FCF-F	3,0%	66	69	72	74	77
	3,5%	71	74	77	80	83
	4,0%	76	79	83	86	89
	4,5%	82	86	90	93	97
	5,0%	90	95	99	103	107

Vir: Lastni izračun

Primerjalno vrednotenje

Kljub defenzivni naravi generične farmacevtske industrije se tudi delnice generikov niso uspele izogniti negativnim učinkom poslabšanega zaupanja na delniških trgih.

V primerjalno analizo smo vključili nabor največjih mednarodnih farmacevtskih podjetij, ki večinoma proizvajajo generična zdravila na recept ter zdravila za samozdravljenje. Glede na portfelj zdravil in geografsko strukturo prodaje Krkine najresnejše konkurente predstavljajo srednjeevropski generiki. Kljub temu, da farmacevtska industrija, še posebej pa generična farmacevtska industrija, veljata za glede na nihanje v gospodarskih ciklih relativno imuni panogi, se cene njihovih delnic niso uspele izogniti učinkom omajanega zaupanja na delniških trgih ter poslabšanih gospodarskih napovedi. Zaostrene razmere niso prizanesle niti delnicam Krke, kljub temu da je le-ta med srednjeevropskimi generiki do sedaj kazala največjo stabilnost poslovanja. Relativna izjema (kar se tiče gibanja cene delnice) je Zentiva, kar pa lahko pripišemo predvsem Sanofi-Aventis-ovi prevzemni ponudbi pri ceni 1.150 CZK/delnico, s katero je bilo na nek način vzpostavljeno okvirno dno cene delnic Zentive.

Tabela 4 Primerjava kazalnikov vrednotenja (stanje na dan 28.11.2008)

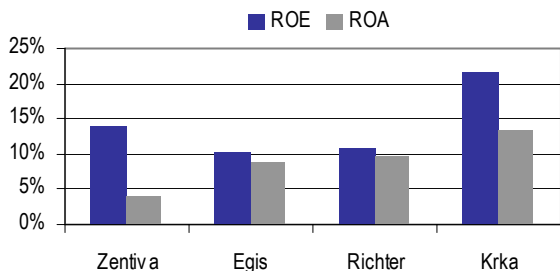
Podjetje	Tržna kap.		EV/Sales		EV/EBITDA			P/E		
	mio EUR	ttm	2008E	2009E	ttm	2008E	2009E	ttm	2009E	
Zahodni generiki										
Teva Pharmaceutical Industries	26.612	3,3	3,1	2,8	12,9	11,6	10,0	17,0	14,8	13,7
Barr Pharmaceuticals Inc	5.523	3,0	3,0	2,7	10,1	10,9	9,7	23,0	22,2	17,3
Mylan Laboratories Inc	2.242	1,7	1,7	1,5	12,3	7,2	6,2	18,4	15,0	9,5
Stada Arzneimittel AG	1.961	1,2	1,2	1,1	5,5	5,4	5,4	12,9	12,0	11,7
Watson Pharmaceuticals Inc	1.248	1,4	1,4	1,3	n.p.	7,7	7,0	10,6	10,0	9,1
Alpharma Inc	1.189	1,8	1,8	1,6	n.p.	18,6	10,7	n.p.	134,7	34,2
Srednjeevropski generiki										
Richter Gedeon	1.941	2,0	2,0	1,8	7,8	7,6	6,9	14,7	13,1	11,1
Zentiva	1.596	2,9	2,8	2,5	11,6	11,6	10,0	28,0	22,9	18,6
Egis	338	0,7	0,7	0,6	4,3	3,9	3,5	7,6	7,7	7,0
Krka prilagojeno*	1.824	2,2	2,1	1,9	7,4	6,9	6,7	12,1	11,1	10,8

Vir: Bloomberg, IBES povprečje, NLB normalizirane vrednosti in napovedi za Krko.

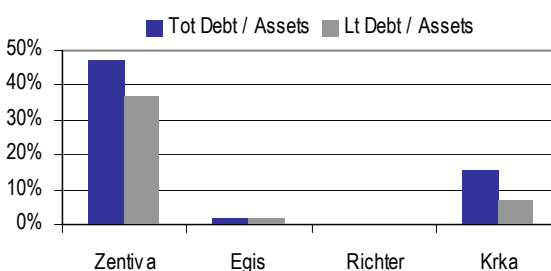
** Lastne delnice niso upoštevane, izločen je vpliv ocenjenih stroškov rezervacij za tožbe v 2008 (4 mio EUR) in 2008 (3 mio EUR)

Menimo, da bi bila zaradi Krkinega modernejšega portfelja zdravil, superiorne organske rasti prodaje ter hkratnega ohranjanja nadpovprečnih kazalnikov dobičkonosnosti upravičena premija delnic Krke glede na delnice njenih srednjeevropskih konkurentov.

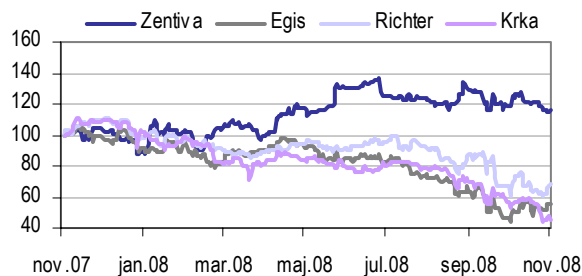
Kot je razvidno iz zgornje tabele, kotirajo delnice Krke pri trenutni tržni ceni po diskontu glede na kazalnike primerjalnega vrednotenja Zentive, približno na ravni oz. z rahlim diskontom glede na kazalnike Richterja in po premiji glede na kazalnike Egisa. Upoštevajoč Krkin modernejši portfelj zdravil, njeno superiorno organsko stopnjo rasti prodaje ter hkratno ohranjanje nadpovprečnih kazalnikov dobičkonosnosti, menimo, da bi bilo upravičeno kotiranje delnic Krke po premiji glede na ostala srednjeevropska podjetja v primerjavi. Omenili smo že, da kljub znižanju v 3Q08 Krka ohranja nadpovprečne marže, iz Slik 13 in 14 pa je razvidno, da dosega tudi višja ROE in ROA ter razpolaga z relativno ugodnim kreditnim potencialom, ki po našem mnenju Krki s strani finančnega poslovanja omogoča varno prebroditev globalne kreditne krize ter ji omogoča tudi morebitno anorgansko širitev.

Slika 13 Primerjava ttm ROE in ttm ROA v obd. 4Q07-3Q08

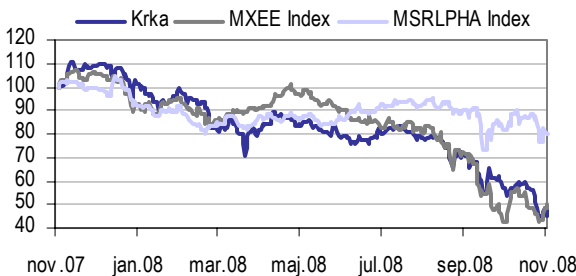
Vir: Bloomberg, objave podjetij, lastni izračuni (za Krko uporabljen normaliziran čisti dobiček)

Slika 14 Primerjava kazalnikov zadolženosti

Vir: Bloomberg, objave podjetij, lastni izračuni (podatki za Richter in Krko na dan 30.9.2008, podatki za Zentivo in Egis na dan 30.6.2008)

Slika 15 Relativno gibanje KRKG in konkurentov (ttm, v EUR)

Vir: Bloomberg

Slika 16 Gibanje KRKG in indeksov (ttm, v EUR)

Vir: Bloomberg

Priloga 1 – povzetek finančnih izkazov

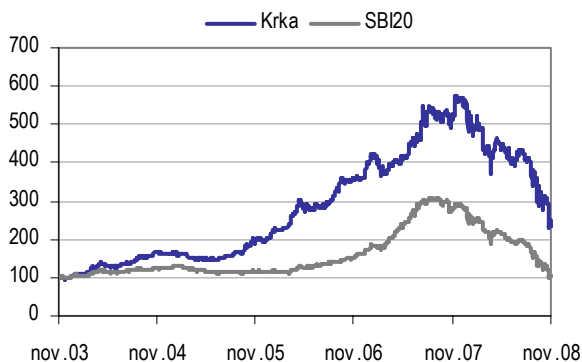
MSRP, mio EUR (z izjemo EPS in DPS)

IZKAZ USPEHA	2005	2006	I-IX 2007	2007	I-IX 2008	2008E	2009E	2010E	2011E
Čisti prihodki od prodaje	554	668	571	781	688	950	1.062	1.168	1.279
Proizvajalni stroški prodanih proizvodov	-216	-249	-214	-283	-249	-342	-388	-424	-463
Kosmati poslovni izid	338	419	357	498	439	608	674	744	816
Drugi poslovni prihodki	51	4	2	4	4	5	4	4	4
Stroški prodajanja	-174	-166	-136	-198	-175	-241	-284	-321	-358
Stroški razvijanja	-40	-53	-42	-59	-62	-85	-96	-102	-109
Stroški splošnih dejavnosti	-56	-54	-45	-62	-54	-72	-81	-86	-93
EBIT	119	150	136	183	152	214	219	238	260
Neto izid iz financiranja	4	-2	-4	-8	-5	-5	-8	-8	-4
Davek iz dobička	-26	-37	-35	-42	-36	-49	-44	-46	-51
Dobiček večinskega lastnika	97	112	98	133	111	159	166	184	205
BILANCA STANJA									
Dolgoročna sredstva	503	547	575	615	750	834	915	981	1.042
Nepremičnine, naprave in oprema	451	488	507	546	572	658	737	801	860
Neopredmetena sredstva	21	22	24	23	130	132	134	135	136
Naložbe v pridružene družbe	1	2	2	0	0	0	0	0	0
Ostale dolg. finančne naložbe in dana posojila	0	0	10	14	15	10	10	10	10
Odložene terjatve za davek	20	24	32	32	33	33	34	35	35
Druga dolgoročna sredstva	9	12	0	0	0	0	1	1	1
Kratkoročna sredstva	285	318	304	350	372	492	552	578	601
Zaloge	121	118	116	132	172	218	234	257	272
Terjatve do kupcev in druge terjatve	138	162	154	183	180	252	292	298	304
Kratkoročne finančne naložbe in dana posojila	14	26	24	21	4	3	5	2	3
Denar in denarni ustrezniki	13	12	10	15	16	19	21	21	20
SREDSTVA SKUPAJ	788	865	879	965	1.121	1.326	1.466	1.559	1.643
Kapital	480	532	571	645	681	810	939	1.077	1.224
Dolgoročne obveznosti	152	178	164	177	254	258	255	242	193
Prejeta posojila	49	48	35	34	87	85	75	55	0
Rezervacije	100	126	123	137	144	151	157	163	169
Državne podpore in sredstva EU	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Odložene obveznosti za davek	1	1	4	4	20	20	20	21	21
Kratkoročne obveznosti	157	155	144	142	187	257	272	240	225
Prejeta posojila	38	56	49	50	63	109	110	62	39
Poslovne obveznosti	59	57	61	58	78	95	106	117	122
Obveznosti za davek iz dobička	28	10	7	5	4	4	4	5	5
Ostale kratkoročne obveznosti	32	32	28	29	42	49	52	56	59
SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	788	865	879	965	1.121	834	915	981	1.042
MARŽE IN KAZALNIKI									
Rast prihodkov	16,8%	20,5%	13,9%	16,9%	20,5%	21,7%	11,8%	10,0%	9,5%
Rast EBIT	58,4%	26,4%	21,7%	21,6%	11,5%	16,8%	2,4%	8,9%	9,0%
Rast čistega dobička	48,5%	14,9%	22,7%	18,7%	13,6%	20,2%	4,2%	10,8%	11,2%
Bruto marža	60,9%	62,7%	62,5%	63,8%	63,7%	64,0%	63,5%	63,7%	63,8%
EBITDA marža	29,7%	29,7%	31,1%	30,7%	29,5%	29,8%	28,0%	27,6%	27,3%
EBIT marža	21,5%	22,5%	23,8%	23,4%	22,1%	22,5%	20,6%	20,4%	20,3%
Neto profitna marža	17,5%	16,7%	17,1%	17,0%	16,1%	16,8%	15,6%	15,8%	16,0%
ROE	22,0%	21,1%	21,1%	21,0%	20,2%	21,3%	19,0%	18,3%	17,8%
ROA	13,5%	13,3%	14,1%	13,7%	12,3%	13,0%	11,9%	12,2%	12,8%
EPS (EUR)	2,88	3,15	3,67	3,74	4,17	4,5	4,7	5,2	5,8
DPS (EUR)	0,58	0,69	n.p.	0,80	n.p.	0,91	1,1	1,4	1,7

Vir: 2005 - I-IX 2008 podatki družbe, 2008-2011 lastne napovedi;

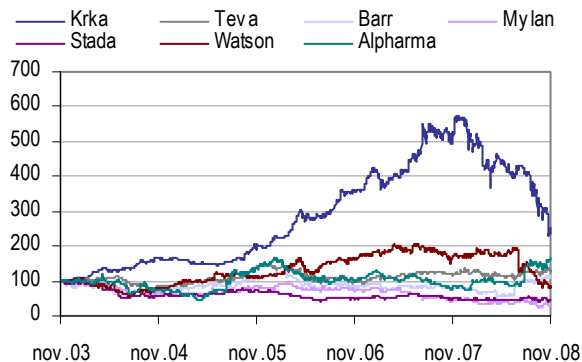
Priloga 2 – Prikaz gibanja fin. instrumentov v zadnjih 5 letih

Slika 1 Relativno gibanje delnic Krke in indeksa SBI20 v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



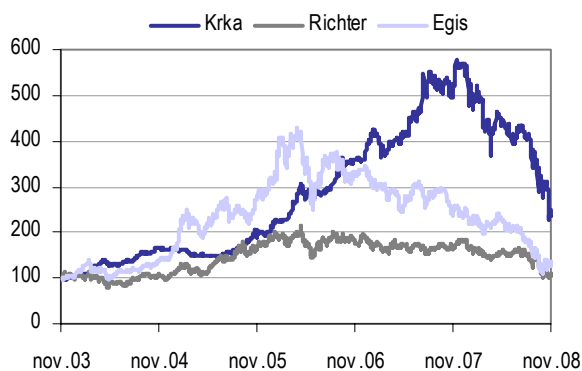
Vir: Bloomberg

Slika 2 Relativno gibanje delnic Krke in zahodnih konkurentov v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



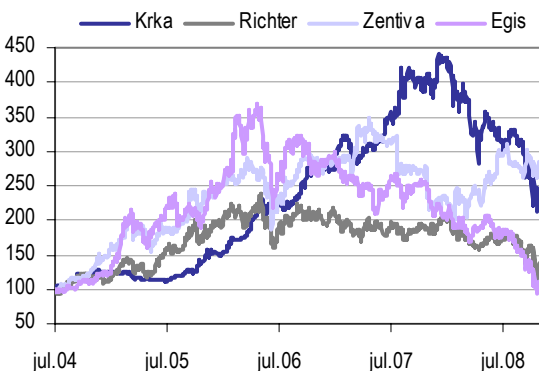
Vir: Bloomberg

Slika 3 Relativno gibanje delnic Krke in konkurentov v Sr. Evropi v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



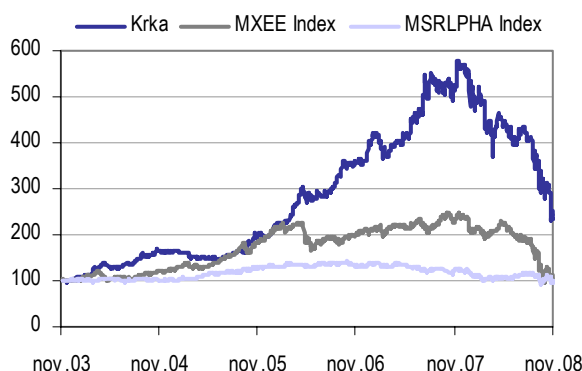
Vir: Bloomberg

Slika 4 Relativno gibanje delnic Krke in indeksov MXEE in MSRLPHA od 7.7.2004* dalje (v EUR)



Vir: Bloomberg; *datum pričetka kotacije Zentiva

Slika 5 Relativno gibanje delnic Krke in indeksov MXEE in MSRLPHA v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



Vir: Bloomberg

Priloga 3

Specifična razkritja, povezana z obravnavanim izdajateljem in ostala pomembna razkritja

Nova Ljubljanska banka d.d., Trg republike 2, 1000 Ljubljana, Slovenija (nadalje »NLB d.d.«) in finančni analitik, zadolžen za spremljanje obravnavanega izdajatelja, zagotavljata, da priporočilo ni bilo razkrita izdajatelju obravnavanega finančnega instrumenta pred njegovo uradno objavo.

NLB d.d. je imela na dan 02.12.2008 v lasti 0,0065% vseh izdanih delnic obravnavanega izdajatelja.

Obstaja možnost, da je NLB d.d. za obravnavanega izdajatelja v preteklosti opravljala storitve v zvezi s finančnimi instrumenti oziroma ostale storitve investicijskega bančništva. Lahko da si bo NLB d.d. tudi v prihodnosti prizadevala iskati možnost poslovnega sodelovanja z obravnavanim izdajateljem, zato obstaja tudi možnost, da bo NLB d.d. v prihodnosti za obravnavanega izdajatelja opravljala storitve v zvezi s finančnimi instrumenti oziroma ostale storitve investicijskega bančništva.

NLB d.d. se lahko nahaja v bistvenem nasprotju interesov v zvezi z analiziranim finančnim instrumentom obravnavanega izdajatelja, kakor tudi v zvezi z obravnavanim izdajateljem. Politika upravljanja nasprotij interesov pri opravljanju investicijskih storitev in poslov NLB d.d., v kateri so opisani postopki in ukrepi, vključno z informacijskimi pregradami (tako imenovan Kitajski zid), ki jih NLB d.d. uporablja za identifikacijo in upravljanje z nasprotji interesov, ki lahko nastanejo v povezavi z dejavnostjo investicijskih priporočil, je dostopna na spletni strani www.nlb.si.

Vse cene finančnih instrumentov in finančnih indeksov se nanašajo na ceno ob koncu zadnjega trgovalnega dne pred datumom prve objave priporočila, v kolikor ni drugače navedeno. Vse informacije o cenah finančnih instrumentov, ki jih vsebuje to priporočilo, so bile pridobljene s spletnih strani Ljubljanske borze, Bloomberg in ostalih dobaviteljev.

NLB d.d. je regulirana s strani Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, 1000 Ljubljana, Slovenija in Banke Slovenija, Slovenska 35, 1505 Ljubljana, Slovenija.

Izjava finančnega analitika

NLB d.d. in podpisani finančni analitik, zadolžen za spremljanje obravnavanega izdajatelja, izjavljata da nista in ne bosta prejela kakršnegakoli nadomestila, ki bi imel za posledico specifično oblikovanje priporočila ali mnenja, izraženega v priporočilu.

Finančni analitik, zadolžen za spremljanje obravnavanega izdajatelja, nima pomembnih finančnih interesov oziroma nasprotij interesov v zvezi s finančnim instrumentom obravnavanega izdajatelja, kakor tudi ne bistvenega nasprotja interesov v zvezi z obravnavanim izdajateljem.

Luka Fain, višji analitik za finančne trge

Prva objava priporočila je bila opravljena dne 02.12.2008.

Predstavljeno priporočilo je bilo pripravljeno za potrebe strank NLB d.d. v Sloveniji in ne more biti predmet reprodukcije, distribucije ali objave brez predhodnega pisnega dovoljenja NLB d.d. S prejemom in pregledom priporočila se bralec zavezuje, da drugim osebam ne bo razkrival vsebine, mnenj, zaključkov ali informacij, podanih v priporočilu, vključno z investicijskimi priporočili, ostalimi ocenami, napovedmi in ciljno ceno, brez predhodnega pisnega dovoljenja NLB d.d.



NLB d.d.
Sektor investicijskega bančništva,
Oddelek za analize
Čopova 3
SI-1000 Ljubljana
T:+386 1 476 52 07,
F:+386 1 476 50 65,
www.nlb.si