Krka

Farmacija-generiki

NLB Analize
Področje finančnih trgov in zakladništva NLB Skupine
Čopova 3, SI-1520 Ljubljana, Slovenija
T:+386 1 476 52 01, F:+386 1 476 50 65
www.nlb.si

Matjaž Jezernik Širca
Višji analitik
(+386 1) 476 52 54
Matjaz.Sirca@nlb.si

KUPI	*KUPI*
66 EUR	*67 EUR*
Poštena vrednost	*Prejšnje vrednotenje(8. december 2011)*

Dobro pripravljeni na izzive

Novice in napovedi

- **Skupina Krka je v zadnjem lanskem četrtletju ustvarila 307,5 mio EUR prihodkov od prodaje, kar je za 8,5% več v medletni primerjavi, v letu 2011 pa so bili prihodki višji za 6,5% in so znašali 1,08 mrd EUR. Od tega so prihodki od prodaje zdravil na recept porasli za 6,8% na 886,9 mio EUR, prihodki od prodaje izdelkov brez recepta pa so od leta 2010 upadli za 2,7% in so znašali 114,1 mio EUR. V skupinah Veterinarski izdelki in Zdravilišča so bili prihodki lani višji za 24,9% oz. za 12,8%.**
- **V Srednji Evropi, ki ostaja Krkina največja prodajna regija, so lani zabeležili za 1,9% nižje prihodke v višini 288 mio EUR. Na največjem trgu te regije, na Poljskem, so bili v luči zdravstvenih reform prihodki nižji za 16%, na Češkem in Madžarskem pa so bili višji za 18% oz. 12%. V regiji Vzhodna Evropa je Krka lani prihodke povišala za 7,7% na 285 mio EUR, pri čemer velja izpostaviti Rusijo, kjer so prihodki zabeležili 1,9% rast, v Ukrajini pa se je rast po letu 2010 nekoliko umirila, a še vedno znašala visokih 29%. Rast se je umirila tudi v Jugovzhodni Evropi, še vedno pa so prihodki znašali 146 mio EUR, kar je za slabih 6% več kot v letu 2010. Celoletno gledano je Romunija lani prevzela mesto največjega trga te regije, prihodki pa so bili tam višji za 21,5%, medtem ko Hrvaška sedaj zaseda drugo mesto v regiji, k čemur je pripomogel tudi visok, 12,6% padec prihodkov. Najbolj pozitivno nas je presenetila regija Zahodna Evropa in čezmorska tržišča, kjer so prihodki porasli za skoraj 22% na 254 mio EUR, na slovenskem trgu pa so Krkini prihodki v luči cenovnih pritiskov lani upadli za 2,7% in so znašali 102 mio EUR.**
- **Krkine marže so se lani nekoliko znižale. Bruto marža je dosegla 61,3%, kar je 0,5 o.t. manj kot v letu 2010 in v obsegu naših pričakovanj. Pod bruto maržo je rast stroškov prodajanja, predvsem v zadnjem četrtletju, povzročila opaznejše znižanje EBIT marže, in sicer za 1 o.t. na 19,9%, EBITDA marža pa je prav tako upadla za 1 o.t. na 28%. Neugodna dinamika valutnih tečajev na tujih Krkinih trgih je lani najbolj doprinesla k 14 mio EUR negativnega izida iz financiranja, posledično pa se je čisti dobiček v primerjavi z letom 2010 znižal za slabih 5% na 162,7 mio EUR.**
- **V sklopu načrtovane vzporedne kotacije je uprava Krke dne 2.4.2012 uradno zaprosila za uvrstitev v trgovanje delnic na Varšavsko borzo, do nadaljnjega pa so prekinil program odkupovanja lastnih delnic. Z morebitno prodajo lastnih delnic bi glede na današnji zaključni tečaj zbrali okrog 100 mio EUR, sicer pa Krka še ni sprejela nobene odločitve glede morebitne odsvojitve pridobljenih lastnih delnic.**
- **Na seji dne 21.3.2012 sta uprava in nadzorni svet Krke predlagala, da se delničarjem v letošnjem letu izplača dividenda v višini 1,50 EUR bruto na delnico, kar je 7% več kot lani. Skupščina delničarjev je načrtovana na dan 5.7.2012.**

Ključna tveganja

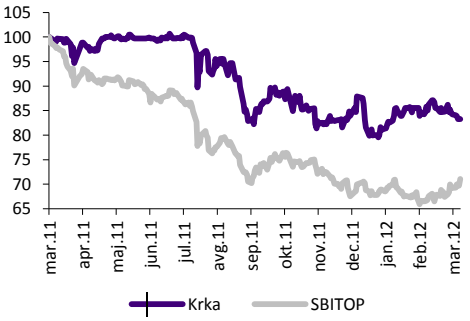
- **Med ključna tveganja štejemo neugodne/ugodne regulatorne spremembe v okviru javnih zdravstvenih sistemov na Krkinih ključnih trgih, nižjo gospodarsko rast od pričakovanj ter upočasnitev razvoja javnih zdravstvenih sistemov držav v razvoju. Na drugi strani poteki patentov do leta 2016, predvsem na zahodnoevropskih trgih, predstavljajo velik potencial za proizvajalce generikov.**

Opis podjetja

Skupina Krka spada med vodilna srednjeevropska farmacevtska generična podjetja, v svetovnem merilu pa se po prihodkih uvrščajo med prvih 10. Večino prodaje (2011: 83%) predstavljajo zdravila na recept, sledijo izdelki brez recepta (2011: 11%) in ostale dejavnosti. Njihovo ključno skupino zdravil predstavljajo zdravila za bolezni srca in žilja, pomemben del prodaje pa predstavljajo tudi zdravila za zdravljenje bolezni prebavil in presnove, sistemskega zdravljenja okužb ter osrednjega živčevja.

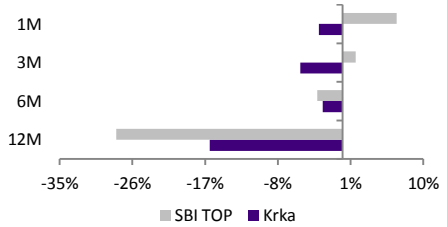
Značilnosti vrednostnega papirja

Oznaka delnice	KRKG
Tip delnice	navadne
Št. izdanih delnic	35.426.120
% tujih lastnikov	16,5%
Cena KRKG (3.4.2012; v EUR)	**49,00**
Tržna kapitalizacija (mio EUR)	**1.736**
Obrat tržne kapitalizacije (ttm)	8,81%
Povpr. dnevni promet (mio EUR)	0,64
Dividendni donos	2,86%
52 tedenski razpon cene (EUR)	47,9–60,6



Napovedi in predpostavke (MSRP)

(v mio EUR)	ttm	2012F	2013F
Prihodki	1.076	1.140	1.221
EBIT	214	222	228
EBITDA	301	306	323
Čisti dobiček	163	171	179
EPS (EUR)	4,59	4,84	5,05
DPS (EUR)	1,41	1,59	1,88
Kazalniki	ttm	2012F	2013F
P/E	9,5	9,5	9,1
EV/Sales	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	5,5	5,5	5,2
EV/EBIT	7,8	7,6	7,4

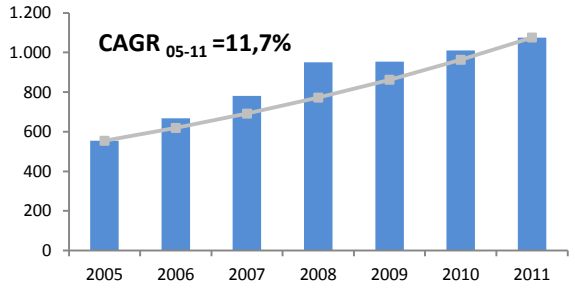


Viri: Bloomberg, LJSE, KDD

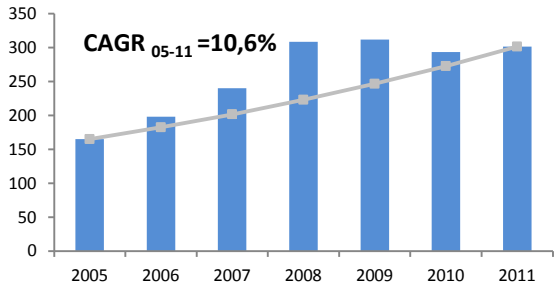
Omejitev odgovornosti:
V publikaciji izražena mnenja ne pomenijo ponudbe za nakup ali prodajo določenih finančnih instrumentov ali skupin finančnih instrumentov, temveč so podana izključnoza boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala. Informacije so bile pridobljene iz virov, za katere avtor verjame, da so verodostojni, vendar pa nezagotavlja 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 4, RAZLAGA PRIPOROČIL, SPLOŠNA RAZKRITJA, OMEJITEV ODGOVORNOSTI IN POLITIKA UPRAVLJANJA NASPROTIJ INTERESOV PRI OPRAVLJANJU INVESTICIJSKIH STORITEV IN POSLOV NLB D.D. PA SO DOSTOPNI NA NAŠI SPLETNI STRANI (www.nlb.si).

Slika 1 Visoka rast prihodkov (v 000 EUR)

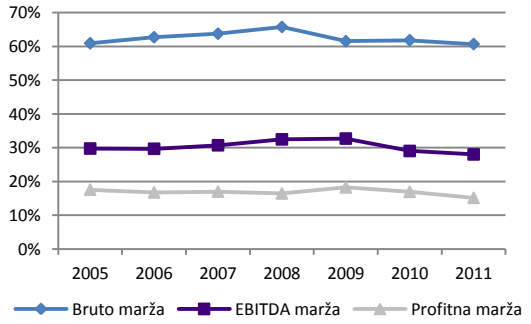


Slika 2 EBITDA sledi rasti prihodkov (v 000 EUR)

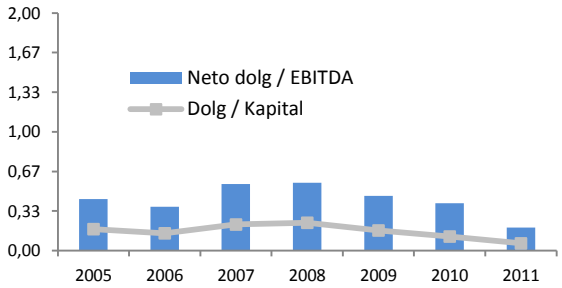


Vir: objave podjetja

Slika 3 Visoke in stabilne marže…

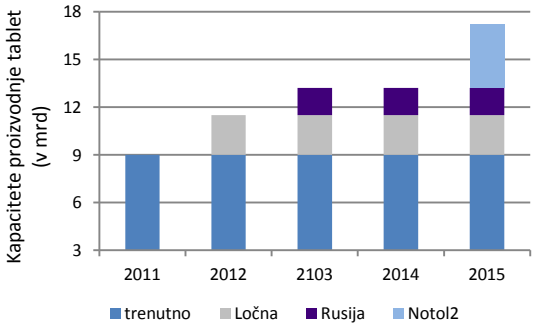


Slika 4 … ter izjemno nizka zadolženost

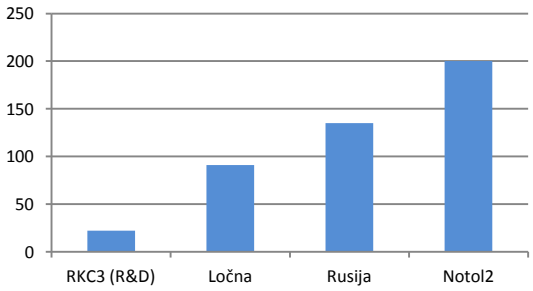


Vir: objave podjetja

Slika 5 Skoraj podvojitev proizvodnih kapacitet do leta 2015

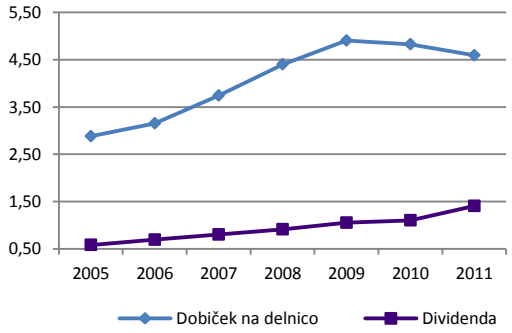


Slika 6 Večji investicijski projekti (ocena v mio EUR)

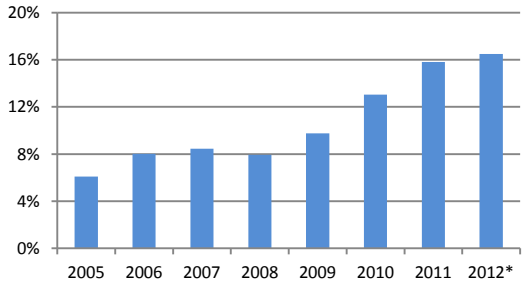


Vir: objave podjetja, KBC

Slika 7 Stabilna dividendna politika (v EUR)



Slika 8 Naraščanje deleža tujih vlagateljev lastniški strukturi



*Na dan 3.4.2012

Vir: objave podjetja, KDD

Komentar poslovanja

V lanskem letu Krkini prihodki nad našimi pričakovanji

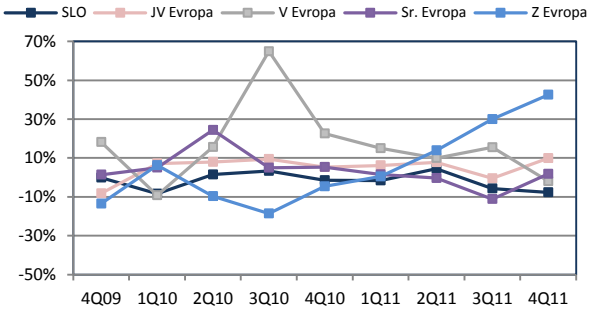
V zadnjem lanskem četrtletju je Krkina rast prihodkov od prodaje znašala 8,5%, …

Krka je v zadnjem lanskem četrtletju na ravni skupine ustvarila za 307,5 mio EUR prihodkov od prodaje, kar je za 8,5% več v medletni primerjavi. V najpomembnejšem segmentu, zdravila na recept, so bili prihodki v tem obdobju višji za 12,4% in so znašali 257,2 mio EUR, prihodki od prodaje izdelkov brez recepta (Krka od lani OTC izdelke in kozmetiko beleži pod to oznako) pa so znašali 32,6 mio EUR, kar je za 13,6% manj kot pred letom dni.

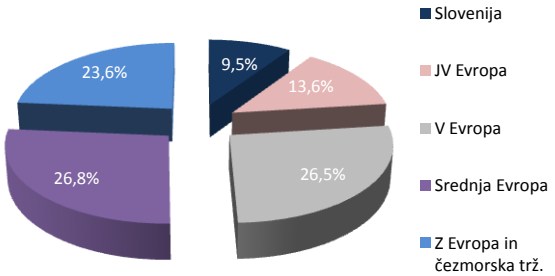
… kar je skupno rast prihodkov v letu 2011 pripeljalo na 6,5%.

V celotnem letu 2011 je Skupina Krka ustvarila za 1,08 mrd EUR prihodkov od prodaje, kar je 6,5% več kot v letu 2010. Od tega so prihodki od prodaje zdravil na recept porasli za 6,8% na 886,9 mio EUR, prihodki od prodaje izdelkov brez recepta pa so od leta 2010 upadli za 2,7% in so znašali 114,1 mio EUR. Preostali prodajni segmenti so lani beležili lepe stopnje rasti prihodkov, in sicer Veterina 24,9%, Zdravilišča pa 12,8%. Skupni prihodki od prodaje matične družbe, Krka, d.d., so lani znašali 957,7 mio EUR, kar je za 2,7% več kot v letu 2010.

Slika 9 Rast prihodkov Skupine Krka po regijah (YoY)



Slika 10 Geografska struktura Krkinih prihodkov v 2011



Vir: objave podjetja

Okrepitev aktivnost na Zahodu, Srednja Evropa v primežu reform

V Srednji Evropi ob koncu leta precej mešano, …

Srednja Evropa z nekaj čez 288 mio EUR prihodkov v lanskem letu ostaja Krkina največja prodajna regija. Prihodki so bili glede na leto 2010 nižji za 1,9%, kar je v obsegu naših pričakovanj, v zadnjem lanskem četrtletju pa so bili v letni primerjavi višji za slaba 2%, pri čemer jo je najslabše odnesla Poljska, Krkin največji trg v regiji, z 41% padcem prihodkov. Slednje gre na račun negotovosti glede učinkov reform, ki so sicer na Poljskem stopile v veljavo letos, zaradi česar so bili grosisti ob koncu leta pazljivi pri višini zalog. Na drugi strani sta Češka in Madžarska prav v zadnjem četrtletju pokazali pospešek s kar 77% oz. 49% rastjo prihodkov v letni primerjavi. **Glede na skladnost rezultatov z našimi predhodnimi napovedmi predpostavk prihodkov v tej regiji nismo koreniteje spreminjali, za letos pa jih ocenjujemo na 294 mio EUR (+2,1%).** Relativno visoka stopnja penetracije generikov, zniževanje cen zdravil in pa omejena gospodarska rast v luči širših varčevalnih ukrepov bodo rast trga generikov v državah te regije v naslednjih letih po naši oceni zadrževali na nizki do srednje visoki enomestni ravni. Količinsko gledano naj bi se po napovedih Business Monitor International (BMI) prav zaradi varčevalnih namer pomen generičnih zdravil dalje povečeval.

… za letošnje leto napovedi ohranjamo na podobni ravni kot v prejšnjem vrednotenju.

Rezultati v Vzhodni Evropi v lanskem letu pod našimi pričakovanji, …

V drugi največji prodajni regiji, Vzhodna Evropa, so bili Krkini prihodki lani višji za 7,7% in so znašali 285 mio EUR, kar je opazno zaostalo za našimi pričakovanji. V Rusiji so bili prihodki v zadnjem lanskem četrtletju, izraženo v EUR, nižji za 1,3%, medtem ko so v Ukrajini upadli za 6,9%, pri čemer gre verjetno tudi za učinek visoke baze v zadnjem četrtletju 2010, medtem ko nas je padec prihodkov v Rusiji nekoliko negativno presenetil.

… posledično smo za letošnje leto napoved prodaje v Vzhodni Evropi znižali.

Glede na odstopanje rezultatov od naših pričakovanj, so napovedani letošnji prihodki za to regijo nižji od predhodne napovedi za približno 10 mio EUR (311 mio EUR), medtem ko za prihodnja leta ohranjamo pozitivno mnenje, tako za največji Krkin trg, Rusijo, kot za Ukrajino in ostale trge te regije. Reforme zdravstvenih sistemov v teh državah bodo v prihodnje nudile možnosti za generična zdravila, katerih pomen bo po oceni BMI rasel. Spomnimo, da bo Krka predvidoma prihodnje leto v Rusiji odprla nov proizvodni obrat, ki bo proizvodne kapacitete zvišal za okrog 15%. S tem bodo lahko še bolje sledili potrebam ruskega trga. Poleg zdravil na recept pa je ta regija zaradi rastočega življenjskega standarda tudi dobra strateška točka za prodajo ostalih izdelkov. Ob navedenem v prihodnjih letih v tej regiji pričakujemo visoko enoštevilčno rast Krkinih prihodkov.

Rast prihodkov v JV Evropi je lani znašala slabih 6%, …

… Romunija je prevzela mesto največjega trga v regiji.

Podobno kot v Srednji Evropi je Krka tudi v Jugovzhodni (JV) Evropi lani poslovala v obsegu naših pričakovanj, pri čemer so se prihodki v zadnjem četrtletju povišali za 10%. Pozitivno nas je v tem četrtletju presenetila Romunija (+50%), negativno pa Hrvaška, kjer so bili prihodki nižji za 20%. V celotnem letu 2011 so prihodki v tej regiji znašali 146 mio EUR, kar je za 5,9% več kot v letu 2010, pri čemer so bili v Romuniji višji za dobro petino, na Hrvaškem pa nižji za dobrih 12%. Ostali trgi v tej regiji so leto končali solidno, s srednje visokimi enoštevilčnimi oz. nizkimi dvoštevilčnimi stopnjami rasti. **V regiji JV Evropa Krkine prihodke za letos ocenjujemo na okrog 155 mio EUR (+6%)**, podobno kot v Vzhodni Evropi pa tudi tu v naslednjih letih ob izboljševanju gospodarskih razmer pozitivno komponento predstavljajo tudi ostali izdelki poleg zdravil, kar bo skupno rast ohranjalo na srednje visoki enomestni ravni.

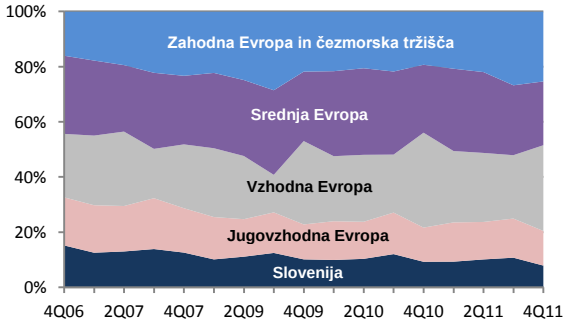
Rast prihodkov v regiji Zahodna Evropa je bila občutno nad našimi pričakovanji.

Širjenje prodajnih aktivnosti v regiji Zahodna Evropa je prihodke v zadnjem lanskem četrtletju pripeljalo 43% višje, na celoletni ravni pa so porasli za slabih 22% na 254 mio EUR, kar je občutno preseglo naše napovedi. Posledično smo napoved prihodkov za letos opazno izboljšali, in sicer na 276 mio EUR (+8,5%), na tem mestu pa velja omeniti tudi relativno visoko rast stroškov prodajanja v zadnjem lanskem četrtletju, kar gre na račun že omenjenega širjenja prodajnih aktivnosti v regiji. Glavni faktorji rasti prodaje v tej regiji so poteki patentov, številčna populacija in relativno visoko število starejših ljudi ter rast obolevnosti za raznimi kroničnimi boleznimi, kar daje tej regiji velik strateški pomen za Krko.

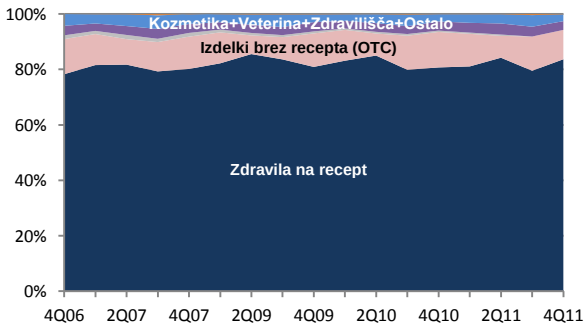
Na slovenskem trgu je Krka lani ustvarila 9,5% vseh prihodkov.

V Sloveniji je Krka v zadnjem lanskem četrtletju zabeležila 7,7% padec prihodkov na letni ravni, v celotnem letu pa so bili prihodki nižji za 2,7% in so znašali 102 mio EUR. To je bilo nekoliko pod našimi pričakovanji in glede na gospodarsko situacijo ter predvidene reforme smo napoved prihodkov za letos znižali na 103 mio EUR.

Slika 11 Dinamika geografske strukture Krkinih prihodkov



Slika 12 Dinamika produktne strukture Krkinih prihodkov



Vir: objave podjetja

Geografska segmentacija omogoča dolgoročno rast, produktna pa stabilnost Krkinih prihodkov.

S strateškega vidika struktura Krkine prodaje ostaja zelo dobra (Slika 11 in Slika 12 na prejšnji strani). Na eni strani se ohranja razpršenost prihodkov po geografskih regijah, z dvema tretjinama v regijah z visokim potencialom za rast in nižjim standardom (V Evropa, JV Evropa in Srednja Evropa), četrtino prihodkov pa predstavljajo Zahodni trgi, ki so privlačni z vidika večjega deleža starejše populacije ob hkratnem naraščanju bolezni »razvitega sveta« (diabetes, kardiovaskularne bolezni). Produktno gledano Krki visok delež prihodkov iz naslova zdravil na recept omogoča stabilnost in višje marže, hkrati pa nezanemarljiv delež ostalih izdelkov predvsem na trgih z razvojnim potencialom odpira možnosti za višjo rast.

Na maržah so se lani odrazile predvsem širitvene aktivnosti

Bruto marža relativno stabilna, …

… opaznejšemu znižanju EBIT marže so botrovali višji stroški prodajanja v zadnjem četrtletju, …

… negativen finančni izid pa je čisti dobiček lani postavil na 5% nižjo raven kot v letu 2010.

Bruto dobiček Krke na ravni skupine je v letu 2011 znašal 659 mio EUR, kar predstavlja bruto maržo v višini 61,3%, 0,2 o.t. višje od naših pričakovanj ter za 0,5 o.t. manj kot v letu 2010. EBIT je v letu 2011 porasel za dober odstotek na 214 mio EUR, EBIT marža pa se je z 20,9% v letu 2010 spustila na 19,9%. Poudariti velja, da znižanje celoletne EBIT marže v večji meri izhaja iz zadnjega četrtletja in je predvsem posledica rasti stroškov prodajanja, ki so v tem obdobju dosegli 28,3% prihodkov (Slika 13). Večjih novih tožb kot kaže ne pričakujejo, saj so stroški oblikovanja rezervacij za tožbe lani bili sicer višji, znašali pa so vsega 119 tisoč EUR. Čisti dobiček Krke je lani dokaj skladno z našimi pričakovanji znašal 162,7 mio EUR (marža 15,1%), kar je za slabih 5% manj kot v letu 2010 in je bil pod vplivom negativnega rezultata iz financiranja v višini 14 mio EUR. Slednje v večji meri izhaja iz negativnih tečajnih razlik, ki so se v drugi polovici leta še poglobile. Ob prilagoditvi za enkratne dogodke je čisti dobiček znašal 172 mio EUR, kar je za dobre 4% več kot od prilagojenega čistega dobička za leto 2010.

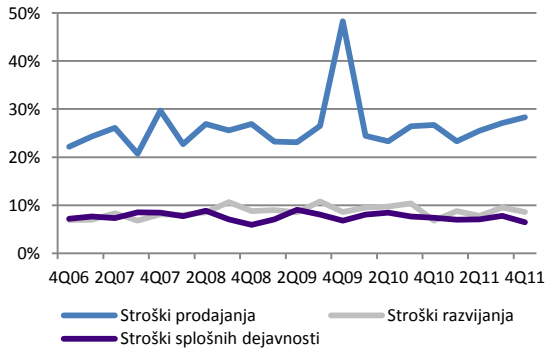
Za letos ocenjujemo čisti dobiček na ravni napovedi Krkine uprave.

Ker so gospodarske razmere še vedno relativno nestabilne, tveganja nadaljevanja nestabilnosti valutnih tečajev ne moremo izključiti in zato tudi pri napovedi dobička ostajamo na ravni Krkine uprave, kar smatramo kot konservativno. Čisti dobiček za letos ocenjujemo na 171 mio EUR, kar predstavlja 15% profitno maržo, torej v okviru lanskoletne ravni. V srednjem roku pričakujemo stabilizacijo gospodarskih razmer, kar bo stabiliziralo tudi valutne tečaje in s tem čisti dobiček Krke.

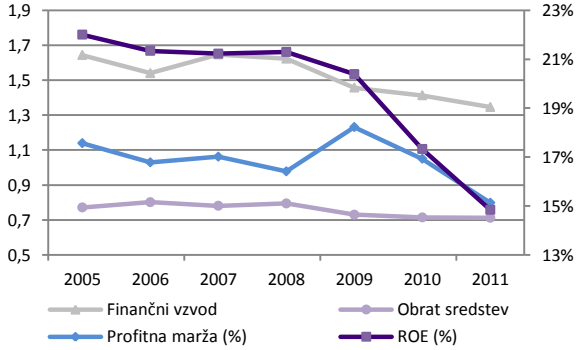
Kljub pričakovanemu padcu marž v luči reform in močne konkurence pa Krkine konkurenčne prednosti omogočajo dovolj visoke marže.

Krkina donosnost na vloženi kapital (ROIC) je ob koncu lanskega leta znašala 14%, kar je na ravni iz leta 2010, medtem ko se je donosnost na lastniški kapital (ROE) znižala s 17% na 14,9%. Povprečna vrednost kazalnika ROE za evropske generične proizvajalce je lani znašala okrog 10,5%. V luči reform na področju cen zdravil, v panogi proizvajalcev generikov pričakujemo postopno zniževanje marž, vseeno pa ocenjujemo, da bodo Krkine konkurenčne prednosti njeno dobičkonosnost ohranjale nad povprečjem panoge.

Slika13 **Dinamika operativnih stroškov (% prihodkov, četrtletno)**



Slika 14 **DuPont dekompozicija kazalnika ROE**



Vir: objave podjetja

Kot pomembno Krkino prednost izpostavljamo popolno vertikalno integracijo proizvodnega procesa.

Na stroškovni strani pričakujemo nadaljevanje Krkine strategije relativno visokega deleža prihodkov namenjenega stroškom razvijanja, za ostale stroškovne kategorije pa pričakujemo nadaljevanje dobre stroškovne kontrole. Kot pozitiven faktor pri tem velja izpostaviti Krkino popolno vertikalno integracijo, s čimer so manj izpostavljeni na nabavni strani.

Pred Krko je intenziven investicijski ciklus

Terjatve kot delež prihodkov so se glede na leto 2010 znižale za skoraj 3 o.t. na 37%.

Poslovne terjatve so ob koncu lanskega leta predstavljale 37,1% prihodkov, kar je za 2,8 o.t. nižje kot ob koncu leta 2010. Nadaljevanje negotovih gospodarskih razmer še ne dopušča vidnejšega padca deleža terjatev v prihodkih, sicer bi to lahko negativno vplivalo tudi na rast prodaje, vseeno pa podatki, odkar se je gospodarska kriza in s tem plačilna nedisciplina razvnela, ne kažejo na opaznejše poslabševanje kvalitete Krkinih poslovnih terjatev.

Pričakujemo nadaljevanje financiranja rasti z obratnim kapitalom.

Za letošnje leto pričakujemo, da bodo investicije v obratni kapital še vedno pomembna komponenta financiranja rasti prodaje. Ker Krka zaenkrat še ni bila priča večjim odpisom, kot npr. Stada lani v Srbiji, poslovne terjatve zaenkrat vidimo v smislu krepitve tržnega deleža, kar je v trenutnih razmerah pomembno z vidika, da cene zdravil padajo in zato količinska prodaja igra vse večjo vlogo. Sicer pa je Krka lani odpisala za okrog 5 mio EUR terjatev.

Pomembno povišanje proizvodnih kapacitet v naslednjih letih bo omogočalo večjo fleksibilnost.

Krkine investicije v fiksna sredstva v naslednjih treh letih bodo konkretno povečale proizvodne kapacitete z 9,6 mrd tablet ob koncu leta 2011 na prek 16 mrd tablet letno. Med večjimi projekti v prihodnjih letih sta nadaljevanje gradnje ruske tovarne (skupna vrednost investicije 135 mio EUR) in pa gradnja obrata Notol 2, kjer skupna vrednost investicij znaša okrog 200 mio EUR. Kot je uprava že večkrat poudarila, večje zaloge proizvodov pomenijo večjo fleksibilnost, s čimer bo Krka v prihodnje lahko še bolj zadoščala potrebam na posameznih trgih.

FCF-F vrednotenje in napovedi

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

V tokratnem vrednotenju smo napovedi v luči stabilizacije popravili navzgor.

Kot že rečeno smo napoved rasti prihodkov v letošnjem letu popravili navzgor in jih pričakujemo na 6% višji ravni kot lani oz pri 1,14 mrd EUR. Radzelitev po Krkinih prodajnih regijah je prikazana v spodnji tabeli.

Tabela 2 **Prodaja po geografskih regijah (v mio EUR)**

	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
Slovenija	106	104	102	103	105	107
rast (YoY)	1,5%	-1,3%	-2,7%	1,4%	2,0%	2,0%
Jugovzhodna Evropa	128	138	146	155	167	179
rast v (YoY)	-5,1%	7,4%	5,9%	6,0%	7,6%	7,1%
Vzhodna Evropa	226	265	285	311	343	377
rast (YoY)	-2,8%	17,3%	7,7%	9,1%	10,3%	9,9%
Srednja Evropa	268	294	288	294	310	327
rast (YoY)	5,5%	9,7%	-1,9%	2,1%	5,4%	5,4%
Zah. Evropa in čezmorska tržišča	225	209	254	276	295	310
rast (YoY)	0,4%	-7,3%	23,6%	8,5%	7,0%	5,0%
SKUPAJ	**953**	**1.010**	**1.076**	**1.140**	**1.221**	**1.300**
rast (YoY)	0,3%	6,0%	6,5%	6,0%	7,1%	6,5%

Vir: 2009 – 2011 – objave podjetja, 2012-2014 - lastne napovedi

Tabela 3 **Izkaz uspeha (v mio EUR)**

	PREDHODNE NAPOVEDI (8.12.2011)			NOVE NAPOVEDI		
	2012F	**2013F**	**2014F**	**2012F**	**2013F**	**2014F**
Poslovni prihodki	1.127	1.204	1.282	1.140	1.221	1.300
rast v % (YoY)	5,7%	6,9%	6,40%	6,0%	7,1%	6,5%
EBIT	221	227	241	222	228	242
rast v % (YoY)	-1,1%	2,5%	6,4%	3,7%	2,0%	5,9%
EBITDA	308	323	345	306	323	344
rast v % (YoY)	0,6%	5,2%	6,6%	1,6%	5,6%	6,3%
Čisti dobiček	170	177	189	171	179	192
rast v % (YoY)	5,7%	4,3%	6,8%	5,4%	4,3%	7,4%

Vir: lastne napovedi

Tabela 4 **Ključne predpostavke za napovedovano obdobje 2012-2021 (v mio EUR)**

Leto	**2012E**	**2013E**	**2014E**	**2015E**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
NOPAT	177,5	182,8	193,6	201,6	208,7	218,6	228,2	238,0	245,5	253,3
rast v %	-1,9%	3,0%	5,9%	4,1%	3,5%	4,7%	4,4%	4,3%	3,1%	3,2%
Amortizacija	84,3	94,8	101,6	107,4	112,1	118,2	124,1	129,5	135,8	141,7
kot % OS	10,6%	10,7%	10,7%	10,6%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%
- Δ NWC	19,3	24,6	15,7	12,2	13,4	11,6	21,7	21,4	25,6	22,9
NWC kot % prodaje	44%	43%	41%	40%	38%	37%	37%	36%	36%	36%
- Investicije	200,0	160,0	165,0	170,0	180,0	190,0	190,3	194,9	194,1	201,0
kot % prodaje	17,5%	14,7%	13,8%	13,5%	12,8%	12,3%	11,7%	11,5%	11,0%	11,0%
FCF-F	**42,4**	**92,9**	**114,5**	**126,7**	**127,5**	**135,2**	**140,3**	**151,3**	**161,5**	**171,2**
R_E	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
R_D (pred davki)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
D/E	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
WACC	**9,3%**	**9,3%**	**9,2%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,1%**

Vir: lastni izračuni

Tabela 5 **Povzetek FCF-F vrednotenja**

	v mio EUR, razen na delnico
Sedanja vrednost FCF-F za napovedovano obdobje	**776,0**
Ocena dolgoročne rasti FCF-F	2,7%
Uporabljeni dolgoročni WACC	8,6%
Sedanja vrednost FCF-F po obdobju	**1.489,3**
Ocenjena vrednost podjetja (EV)	**2.265,3**
Ocenjena višina neto dolga	58,2
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	**2.207,1**
Št. izdanih delnic (zmanjšano za lastne delnice)	33.345.986
Ocenjena vrednost delnice (EUR)	**66**

Vir: lastni izračun

Ocenjena vrednost Krkine delnice znaša 66 EUR in je za 1 EUR nižja glede na preteklo vrednotenje.

Ocenjena vrednost Krkine delnice znaša 66 EUR in je glede na preteklo vrednotenje nižja za 1 EUR. Nekoliko smo zvišali oceno stanja obratnega kapitala za letošnje in prihodnja leta, kar je znižalo oceno prostega denarnega toka, prav tako pa je na ocenjeno vrednost negativno vplival višji diskontni faktor kot posledica višje premije za tveganje lastniških vrednostnih papirjev in pa premije za deželno tveganje. Na drugi strani se je znižal neto dolg kar je negativni učinek omenjenih faktorjev nekoliko ublažilo. Ocenjena vrednost presega trenutno tržno ceno za 34,7%, zato v skladu z našo razlago priporočil ohranjamo priporočilo iz preteklega vrednotenja KUPI.

Ključna tveganja za ocenjeno vrednost na podlagi FCF-F vrednotenja

Nestabilnost financiranja javnih zdravstvenih sistemov

Nadaljnje regulatorne spremembe financiranja javnih zdravstvenih sistemov na Krkinih ključnih trgih (umik zdravil z liste, znižanje cen). Na drugi strani pa bo v luči varčevanja držav prišlo do premika strukture posameznih list zdravil na recept v smeri višanja deleža cenejših generičnih zdravil proti originatorskim, kar predstavlja priložnost za Krko in ostale generike.

Poteki potentov

Zaradi poteka patentov se bo v prihodnjih štirih letih sprostilo za več kot 100 mrd USD dodatnega potenciala za proizvajalce generikov, večinoma na zahodnoevropskih trgih.

Cenovni pritiski

Pritisk na zniževanje cen. Z nadaljnjo zaostritvijo stopnje konkurence na Krkinih pomembnejših trgih, skupaj z neugodnimi spremembami v okviru javnih zdravstvenih sistemov, je lahko pod pritiskom tudi Krkina rast prodaje in dobičkonosnost. Protiutež za Krko predstavlja ohranjanje visoke ravni izdatkov za R&D in vertikalna integracija, kar bo pomagalo ohraniti konkurenčne prednosti ter s tem višje marže.

Novi patentni spori in morebitne izgubljene razsodbe

Novi patentni spori oz. izgubljene razsodbe v patentnih sporih bi lahko negativno vplivale na rezultate in poslovanje Krke. Ob tem velja izpostaviti, da se je v zadnjih letih Krka uspešno ščitila v primeru tovrstnih sporov.

Plačilna nedisciplina kupcev

Izpostavljenost morebitni plačilni nedisciplini kupcev ter podaljšanjem plačilnih rokov v okviru javnih zdravstvenih sistemov. Na drugi strani menimo, da Krka z dopuščanjem daljših plačilnih rokov vzdržuje dobre poslovne prakse s svojimi kupci, ki so v veliki meri države. S tem si tudi zvišuje ugled in izboljšuje možnosti za rast poslovanja v prihodnje.

Nihanje valutnih tečajev

Krka je na prodajni strani močno izpostavljena državam Srednje in Vzhodne ter Jugovzhodne Evrope. Nihanje valutnih tečajev tako predstavlja pomemben dejavnik variabilnosti poslovnih rezultatov.

Analiza občutljivosti

Tabela 6 Analiza občutljivosti (v EUR)

		Dolgoročni WACC				
		9,5%	9,0%	**8,6%**	8,0%	7,5%
Dolgoročna stopnja rasti FCF-F	1,5%	58	61	63	67	70
	2,0%	59	62	64	68	73
	2,7%	60	63	**66**	71	76
	3,0%	61	64	67	72	78
	3,5%	62	65	69	75	82

		Dolgoročna EBITDA marža				
		24,0%	25,0%	**25,3%**	26,0%	27,0%
Dolgoročna stopnja rasti FCF-F	1,5%	59	62	63	65	68
	2,0%	60	63	64	67	70
	2,7%	61	65	**66**	69	72
	3,0%	62	66	67	70	74
	3,5%	64	68	69	72	76

Vir: Lastni izračun

Primerjalno vrednotenje

V primerjalno analizo smo vključili nabor največjih mednarodnih farmacevtskih podjetij, ki večinoma proizvajajo generična zdravila na recept ter zdravila za samozdravljenje. Glede na geografsko strukturo prodaje Krkine najbližje konkurente predstavljajo srednjeevropski generiki.

Tabela 7 **Primerjava kazalnikov vrednotenja** (stanje na dan 3.4.2012)

	Tržna kap.	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E*		
Podjetje	**mio EUR**	**ttm**	**2012E**	**2013E**	**ttm**	**2012E**	**2013E**	**ttm**	**2012E**	**2013E**
Zahodni generiki										
Teva Pharmaceutical Industries Ltd	32.211	3,1	2,6	2,5	11,0	8,2	7,9	14,7	8,2	7,6
Mylan Inc/PA	7.522	2,4	2,2	2,1	9,6	7,9	7,4	16,6	9,7	8,8
Watson Pharmaceuticals Inc	6.416	2,0	1,7	1,8	8,8	7,1	6,9	27,3	11,7	11,0
Stada Arzneimittel AG	1.524	1,4	1,3	1,2	10,8	6,6	6,0	69,9	9,9	8,8
Srednjeevropski generiki										
Richter Gedeon Nyrt	2.407	2,1	2,0	1,9	7,6	8,1	7,6	14,4	14,5	13,8
Egis PLC	380	0,7	0,7	0,7	3,5	3,4	3,4	7,9	6,7	7,0
Skupno povprečje		**2,0**	**1,7**	**1,7**	**8,6**	**6,9**	**6,5**	**16,2**	**10,1**	**9,5**
Krka*	**1.634**	**1,6**	**1,5**	**1,4**	**5,5**	**5,5**	**5,2**	**9,5**	**9,5**	**9,1**

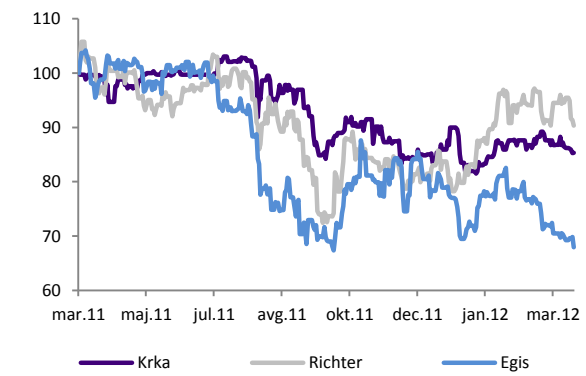
Vir: Bloomberg, IBES povprečje, NLB normalizirane vrednosti in napovedi za Krko

* Lastne delnice niso upoštevane

Podjetje	EBITDA marža	EBIT marža	Profitna marža	EPS rast	Div. yield	TIE ratio	Net debt/ EBITDA	Dolg/ Kapital	Dolg/ Sredstva
Zahodni generiki									
Teva Pharmaceutical Industries	27,7%	21,9%	15,1%	-16,6%	2,1%	17,1	2,5	63,0%	27,9%
Mylan Inc/PA	25,5%	17,2%	8,8%	81,2%	0,0%	3,1	3,1	151,7%	45,7%
Watson Pharmaceuticals Inc	23,2%	13,4%	5,7%	39,1%	0,0%	7,5	0,8	29,0%	15,4%
Stada Arzneimittel AG	12,9%	7,0%	1,3%	-68,1%	n.p.	1,0	3,9	143,0%	43,6%
Srednjeevropski generiki									
Richter Gedeon Nyrt	n.p.	n.p.	15,9%	-23,6%	n.p.	n.p.	n.p.	12,9%	9,1%
Egis PLC	21,2%	13,7%	11,2%	-19,1%	n.p.	196,4	-0,8	2,0%	1,7%
Skupno povprečje	**22,1%**	**14,6%**	**9,6%**	**-1,2%**	**0,7%**	**45,0**	**2,6**	**66,9%**	**23,9%**
Krka	**28,4%**	**20,3%**	**16,0%**	**-4,8%**	**2,8%**	**72,2**	**0,2**	**6,1%**	**4,5%**

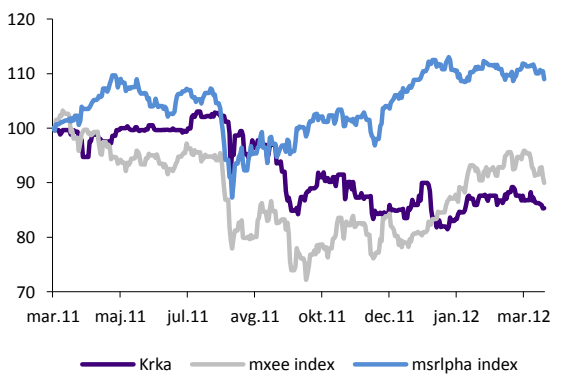
Vir: Bloomberg

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



Vir: Bloomberg

Slika 16 **Relativno gibanje KRKG in indeksov (ttm, v EUR)**



Vir: Bloomberg

Priloga 1 – povzetek finančnih izkazov

MSRP, mio EUR (z izjemo EPS in DPS)

IZKAZ USPEHA	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
Čisti prihodki od prodaje	**781**	**950**	**953**	**1.010**	**1.076**	**1.140**	**1.221**	**1.300**
Proizvajalni stroški prodanih proizvodov	-283	-325	-366	-385	-417	-450	-485	-516
Kosmati poslovni izid	**498**	**625**	**587**	**625**	**659**	**689**	**736**	**784**
Drugi poslovni prihodki	4	9	103	12	5	6	6	7
Stroški prodajanja	-198	-242	-294	-255	-281	-290	-315	-340
Stroški razvijanja	-59	-85	-87	-91	-93	-99	-110	-116
Stroški splošnih dejavnosti	-62	-70	-73	-79	-76	-85	-89	-93
EBIT	**183**	**237**	**235**	**211**	**214**	**222**	**228**	**242**
Neto izid iz financiranja	-8	-31	-11	0	-14	-8	-5	-2
Davek iz dobička	-42	-50	-51	-40	-37	-43	-45	-48
Dobiček večinskega lastnika	**133**	**156**	**174**	**171**	**163**	**171**	**179**	**192**

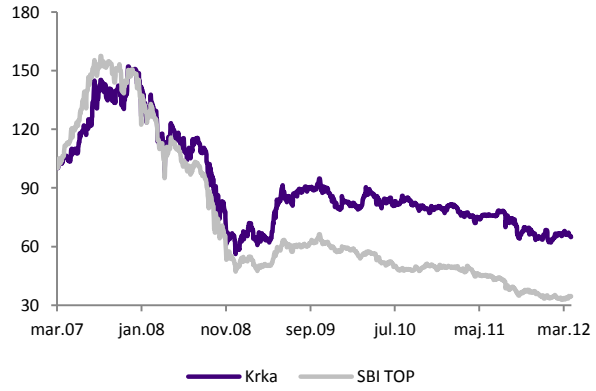
BILANCA STANJA	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
Dolgoročna sredstva	**750**	**809**	**808**	**845**	**859**	**976**	**1.041**	**1.105**
Nepremičnine, naprave in oprema	572	635	649	686	703	818	883	946
Neopredmetena sredstva	130	129	127	123	119	120	120	121
Naložbe v pridružene družbe	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostale dolg. finančne naložbe in dana posojila	15	10	10	10	10	10	10	10
Odložene terjatve za davek	33	34	22	26	27	28	28	28
Druga dolgoročna sredstva	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročna sredstva	**372**	**462**	**533**	**642**	**675**	**686**	**703**	**753**
Zaloge	172	211	182	229	253	260	262	273
Terjatve do kupcev in druge terjatve	180	241	335	403	400	408	418	426
Kratkoročne finančne naložbe in dana posojila	4	2	3	2	2	1	5	34
Denar in denarni ustrezniki	16	8	13	8	20	17	18	20
SREDSTVA SKUPAJ	**1.121**	**1.271**	**1.341**	**1.487**	**1.534**	**1.662**	**1.745**	**1.858**
Kapital	**681**	**783**	**920**	**1.053**	**1.140**	**1.254**	**1.370**	**1.476**
Dolgoročne obveznosti	**254**	**258**	**238**	**202**	**155**	**177**	**165**	**165**
Prejeta posojila	87	84	105	67	26	45	30	28
Rezervacije	144	150	108	109	105	107	109	111
Državne podpore in sredstva EU	3	5	7	7	7	7	7	7
Odložene obveznosti za davek	20	19	18	18	18	19	19	20
Kratkoročne obveznosti	**187**	**230**	**183**	**232**	**239**	**231**	**210**	**217**
Prejeta posojila	63	100	51	58	44	43	33	35
Poslovne obveznosti	78	70	73	91	91	98	105	112
Obveznosti za davek iz dobička	4	11	2	10	1	4	4	5
Ostale kratkoročne obveznosti	42	50	58	73	103	85	67	65
SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	**1.121**	**1.271**	**1.341**	**1.487**	**1.534**	**1.662**	**1.745**	**1.858**

MARŽE IN KAZALNIKI	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
Rast prihodkov	16,9%	21,6%	0,3%	6,0%	6,5%	6,0%	7,1%	6,5%
Rast EBIT	21,6%	29,4%	-0,8%	-10,0%	1,2%	3,7%	3,0%	5,9%
Rast čistega dobička	18,7%	17,7%	11,4%	-1,6%	-4,8%	5,4%	4,3%	7,4%
Bruto marža	63,8%	65,8%	61,6%	61,8%	61,3%	60,5%	60,3%	60,3%
EBITDA marža	30,7%	32,4%	32,7%	29,0%	28,0%	26,9%	26,5%	26,4%
EBIT marža	23,4%	24,9%	24,7%	20,9%	19,9%	19,5%	18,7%	18,6%
Neto profitna marža	17,0%	16,4%	18,2%	16,9%	15,1%	15,0%	14,7%	14,8%
ROE	21,0%	21,0%	20,5%	17,3%	14,7%	14,3%	13,6%	13,5%
ROA	13,7%	12,9%	13,3%	12,0%	10,7%	10,7%	10,5%	10,7%
EPS (EUR)	3,74	4,40	4,91	4,8	4,59	4,84	5,05	5,42
DPS (EUR)	0,80	0,91	1,05	1,1	1,4	1,6	1,9	2,6

Vir: 2007 – 2011 – objave podjetja, 2012-2014 – lastne napovedi

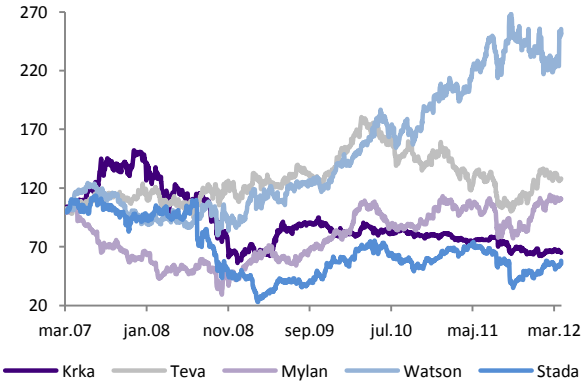
Priloga 2 – prikaz gibanja fin. instrumentov v zadnjih 5 letih

Slika 17 Relativno gibanje delnice Krke in indeksa SBI TOP v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



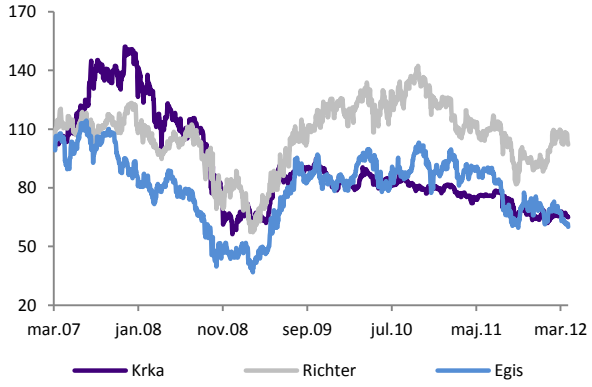
Vir: Bloomberg

Slika 18 Relativno gibanje delnice Krke in zahodnih konkurentov v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



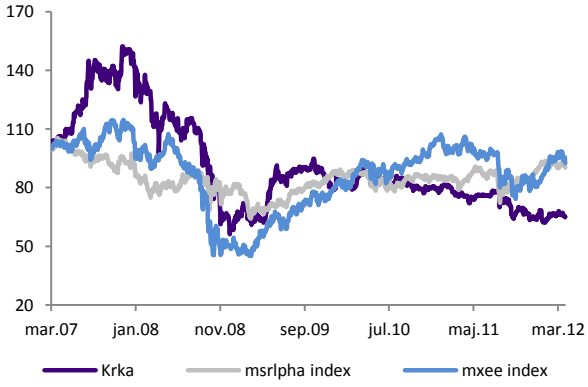
Vir: Bloomberg

Slika 19 Relativno gibanje delnice Krke in konkurentov v Sr. Evropi v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



Vir: Bloomberg

Slika 20 Relativno gibanje delnice Krke in indeksov MXEE in MSRLPHA v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



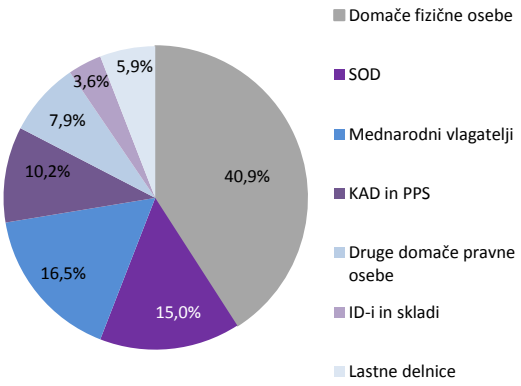
MXEE – MSCI Emerging markets Europe, Middle East and Africa index

MSRLPHA – MSCI Europe Pharmaceuticals Biotech&Life Sciences Local

Vir: Bloomberg

Priloga 3 – lastniška struktura Krke

Slika 21 Lastniška struktura delnic Krke na dan 30.3.2012



Vir: objave podjetja

Priloga 4

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 razkrito izdajatelju obravnavanega finančnega instrumenta pred njegovo uradno objavo.

NLB d.d. na dan 3.4.2012 ni imela v lasti 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, kar pa ne pomeni nujno, da sta navedena regulatorja tudi pregledala in/ali odobrila ta dokument.

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.

Matjaž Jezernik Širca, višji analitik za finančne trge

Prva objava priporočila je bila opravljena dne 3.4.2012.

Predstavljeno priporočilo je bilo pripravljene 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.
Področje finančnih trgov in zakladništva NLB Skupine
Oddelek za analize
Čopova 3
SI-1000 Ljubljana
T: +386 1 476 52 07
F: +386 1 476 50 65