

XIII. Erdélyi Tudományos Diákköri Konferencia

Kolozsvár, 2010. május 14-16

A S.C. Antibiotice S.A. részvényeinek fundamentalista elemzése

Készítette :

Málnási Zita- Klára

Babeş- Bolyai Tudományegyetem

Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar

Bank és Pénzügy szak, III. Év

Témavezető tanárok :

Lect. dr. Juhász Jácint

Lect. dr. Benyovszki Annamária

Asist drd. Kovács Imola

Babeş-Bolyai Tudományegyetem

Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kar,

Bank és Pénzügy szak

TARTALOMJEGYZÉK

A gyógyszerpiac szerkezeti sajátosságai	3
A gyógyszer, mint termék.....	3
Koncentráció kialakulóban	3
Kínálat oldali megközelítés.....	4
Kereslet oldali megközelítés.....	7
A gyógyszerpiacról	7
Kiekintés a világpiacra.....	7
Ázsiai Gyógyszerpiac	9
Közép- Keleti régió.....	10
Gyógyszerpiaci trendek	11
A román gyógyszerpiacról.....	11
Miért éppen Antibiotice?	15
Hazai gyógyszeripari termelők és az Antibiotice	16
Tőkeszerkezet, eladósodottság.....	18
Jövedelmezőség	20
Du-Pont elemzés	22
A vállalat értékelésének módszertana.....	24
Az Antibiotice értékelése Free Cash-Flow módszerrel.....	25
A bemeneti adatok becslése és a cash-flow tételeinek előrejelzése.....	25
A diszkontráták meghatározása	29
Eredmények	29
Szorzószám- alapú értékelés.....	33
Következtetések	36
Bibilográfia	37
Mellékletek	38

A gyógyszerpiac szerkezeti sajátosságai

A gyógyszer, mint termék

A gyógyszer, mint termék rendelkezik bizonyos sajátos tulajdonságokkal, melyek „különleges árucikkeké”, teszik őket, ezért nevezhetők „részben tapasztalati, részben bizalmi jellegű” jószágoknak (Rácz-Kummer, 2009)

A gyógyszerek keresletét alapvetően az emberek egészségügyi szükségletei határozzák meg. Alapjában véve igaz az, hogy a kínálat a kereslethez igazítható, viszont figyelembe kell vennünk azt a tényt is, hogy a kereslet nagymértékben függ az orvos által felírt recepttől.

Ezen kívül szembe kell néznünk azzal a ténnyel is, hogy a gyógyszerek piacra kerülése sem szokványos, hiszen a háttérben rengeteg kutatás- fejlesztés áll, melyek a vállalatok számára jelentős beruházásokat igényelnek, profiltól függően. Egyes szerzők véleménye szerint a gyógyszergyártókat alapvetően két kategóriába sorolhatjuk a jelenlegi, avagy a közelmúltban tapasztalt piaci viszonyoknak megfelelően: léteznek a nagy, nemzetközi vállalatok, melyek működésének alapköve a kutatás- fejlesztés, ezen keresztül az originális gyógyszerek gyártása, illetve vannak a kis, inkább helyi piacokra koncentráló vállalatok, melyek leginkább generikus gyógyszerek gyártásával foglalkoznak.

A verseny erősnek mondható úgy a nemzetközi cégek, úgy a kisebb vállalatok piacán is, viszont nem mondható el az, hogy egy tökéletes piac lenne kialakulóban, pontosan a gyógyszer sajátosságai miatt.

Koncentráció kialakulóban

Napjainkban a minden iparágat behálózó globalizáció teljesen új értelmet ad a verseny fogalmának: megjelennek a határokon átnyúló mamutvállalatok, egyre inkább koncentrálódik a tőke, egyre gyakoribbak a felvásárlások és az összeolvadások, keresve a szinergia által nyújtott előnyszerzési lehetőségeket. Ugyanez a tendencia igaz

hazánkban is: eddig a top 20 vállalat az összes eladás 70%-át realizálta, a jövőben várhatóan ez az érték 80%-ra fog emelkedni¹.

Kínálat oldali megközelítés

Ahogy említettem a fentebbi sorokban, a kínálati oldalt a gyógyszerpiacon két, egymással nem összehasonlítható szektor testesíti meg. Az első az originális gyógyszereket gyártó nagyvállalatok szektora, míg a második a már lejárt szabadalmú, "kasszasiker"² gyógyszereket gyártó kisebb vállalatok csoportja.

Ezen két kategória tevékenysége és költségszerkezete is teljesen eltérő. Ha megvizsgáljuk az innovatív gyártók költségszerkezetét, észrevehetjük, hogy a költségek 25%-a termelési költség, 12-21% kutatás- fejlesztési költség, értékesítés és marketingkiadás 25%, adminisztratív költségek kb. 10% (Rácz-Kummer, 2009). Ennek alapján lekövetkeztethető, hogy az innovatív gyógyszergyárak alaptulajdonsága a magas fix költség és az alacsony termelékenység (Holland, Bátiz-Lazo, 2004).

A generikus gyógyszergyártók ezzel szemben sokkal inkább termelékenység- orientáltak és a költségeik minimalizálására törekcszenek. Természetesen az ő piacukon sokkal inkább jelen van a verseny, ezzel is magyarárható a költségthatékonyságra való igyekvés.

Mégis, miért éri meg a nagyvállalatoknak a piacon maradás, ha ilyen magas fix költségekkel dolgoznak? A válasz nem más, mint a szabadalmi jog. Ennek segítségével meg lehet akadályozni, hogy egy új terméket valamely más cég is gyárthassa, illetve ezáltal lesz biztosítva az illető kutatás- fejlesztési költségek megtérülése.

Egy releváns mutató lehet a generikus és originális piacok értelmezésére a generikus gyógyszerek mennyisége és árbevétele közötti különbség vizsgálata. Amely esetben a mennyiség magas és az árbevétel kicsi, akkor elmondható, hogy a generikumok

¹ <http://www.zf.ro/companii/topul-celor-mai-mari-companii-farmaceutice-gigantii-au-facut-afaceri-de-1-5-mld-euro-si-detin-aproape-80-din-piata-5495043/>

² A kasszasiker termékek olyan gyógyszerek, melyek eladásából származó éves forgalom meghaladja az 1 milliárd amerikai dollárt.

piacán erős verseny folyik, amennyiben pedig a két érték közelít egymáshoz, az annál inkább arra utal, hogy az originális gyógyszerek ára nem sokban különbözik a generikumokétól, ezzel együtt azt is jelenti, hogy az originális gyógyszerek nincsenek kellőképpen védve, tehát az illető ország nem biztosít megfelelő táptalajt a kutatás-fejlesztés számára.

A rendelkezésemre álló adatok alapján az USA az egyik olyan kimagasló régió, ahol a generikus gyógyszerek árbevétele nagymértékben eltér az eladott mennyiségtől (az eladott mennyiség jóval meghaladja az árbevételt). Ezzel együtt az USA a gyógyszeripari kutatás- fejlesztés mekkája is.

A legnagyobb gyógyszergyárak 2007-ben (milliárd dollár)

	Nemzetiség	Árbevétel	Eredmény	Összes eszköz	Piaci ² érték
Eli Lilly&Co	amerikai	19	3	27	57
Bristol-Myers Squibb	amerikai	19	2	26	45
Merck&Co	amerikai	24	3	48	96
Abbott Laboratories	amerikai	26	4	40	83
AstraZeneca	brit	29	6	47	55
Novartis	svájci	40	13	72	112
Roche Holding	svájci	41	9	68	169
Sanofi-Aventis	francia	41	8	105	101
GlaxoSmithkline	brit	45	10	57	120
Pfizer	amerikai	48	8	115	152
Johnson&Johnson	amerikai	61	11	81	176
Összes		394	76	686	1165

Forrás: ECOSTAT, Mikroszkóp

1. táblázat

Ha megvizsgáljuk a fenti táblázatot, látható, hogy a legnagyobb gyógyszergyártók amerikai eredetűek, és a piac döntő többségét birtokolják úgy árbevétel, eredmény, mint összeseszköz és piaci érték szempontjából. Ugyanakkor látható, hogy a svájci Novartis és Roche Holding értékei közelítenek a piacvezető, JohnsonJohnson vállalatéhoz, sőt, a Novartis túl is haladja versenytársai eredményeit.

A kutatás- fejlesztés magas költségigénye azt eredményezte, hogy az elmúlt években fúziók sora ment végbe, így elmondható, hogy a gyógyszeripar lett “a világgazdaság egyik legnemzetközibb, leginkább monopolisztikus szerkezetű iparága”³.

A gyógyszerpiac koncentrációjára utal az a tény is, hogy a 11 legnagyobb gyártó cég biztosítja a kínálat jelentős részét, illetve a tulajdonosok földrajzi tömörülése sem hagyható figyelmen kívül, hiszen a néhány svájci és brit tulajdonú cégen kívül a vállalatok mind amerikai kézben vannak, de ez nem jelenti azt, hogy a britek vagy a svájciak figyelmen kívül hagyhatóak.

A koncentráció megnyilvánulási formái mind vertikálisan, mind horizontálisan megfigyelhetők, és egyre inkább fokozódnak. A vertikális integráció alatt az a jelenség értendő, hogy a gyártó és a kereskedő integrálódik, illetve a különböző gyártó cégek külső kutatóközpontokat integrálnak.

Egy másik megnyilvánulási forma a horizontális síkon történik, mely jelenség már a '80-as évektől is megfigyelhető: a világ nagy gyártócégei sorozatos fúziókat hajtottak végre, ilyenek a: Pharmacia-Upjohn, Glaxo-Smith-Kline, Astra-Zeneca, Eli-Lilly és a Bristol-Meyers Squibb.

Az előbbieken bemutatott jelenségek hatására az történt, hogy egyre inkább eltűntek a piacról a kis gyártók, és a nagyok léptek előtérbe, célként kitűzve a méretgazdaságosságot, azért, hogy a kutatás-fejlesztésre több erőforrásuk maradjon. Ezek a fúziók elsősorban nem a földrajzi terjeszkedést tekintették elsődleges prioritásnak, hanem az előbbieken bemutatott költségracionalizálást. Éppen ezért lekövetkeztethető, hogy napjaink gyógyszerpiacát az egyre növekvő kutatás-fejlesztési beruházások alakítják (Nagy, 2005).

Az utóbbi időben jelentős fejlődésnek indult a generikumok gyártása is, legfőképp Kínában és Indiában, köszönhetően az olcsó munkaerőnek és a kedvező gazdasági feltételeknek. Ugyanakkor jelentős tapasztalatuk van a “reverse-engineering”-ben, ami a kész gyógyszerek elemekre bontásából, aztán a gyógyszer újra-összerakásából áll, olcsóbb helyettesítő-anyagokkal. Olcsóbbak továbbá a kutatás- fejlesztési inputok. Ennek köszönhetően India jó példája annak, ami Közép-Kelet Európában, illetve

³ Rácz-Kummer: A gyógyszerpiac szerkezeti sajátosságai, 2009

hazánkban zajlik, mégis India a legkiemelkedőbb, hiszen a befektetett tőke minden évben 60%-kal nő.⁴

Kereslet oldali megközelítés

A korábban inkább árelfogadó viselkedésű keresleti oldal hozzáállása megváltozóban van, figyelembe véve, hogy egyre mélyül a szakadék a piacra dobott termékek és a finanszírozható termékek között. Ezáltal elmondható, hogy a piaci kereslet egyre inkább a költségvetési keretbe beleférő termékek felé orientálódik, még a fejlettebb országokban is⁵ Ez viszont azt is maga után vonja, hogy a kutatás- fejlesztés ezt azonnal lereagálja, tehát ezen szegmens kibocsátása csökken, míg értelemszerűen a generikus termékek gyártói keresletnövekedéssel néznek szembe. Ugyanez a helyzet hazánkban is: a piaci viszonyok, illetve az elérhető árakat igénylő kereslet egyre inkább a generikumok gyártásának irányába tolják a közép-kelet európai, illetve hazai termelők tevékenységét.

A kereslet oldal legfőbb befolyásolói ugyanakkor az életszínvonal, a kormányzati kiadások, a népesség előregedése és a tudatos egészségmegőrzésre való törekvés.

A gyógyszerpiacról

Kiekintés a világpiacra

A világ gyógyszerpiaca 2007 végén 576 mld. dollár értékre volt tehető, és a gyógyszerpiac három nagyvállalat kezében van koncentráva, ilyen a GlaxoSmithKline (GSK), a Sanofi Aventis és a Novartis⁶.

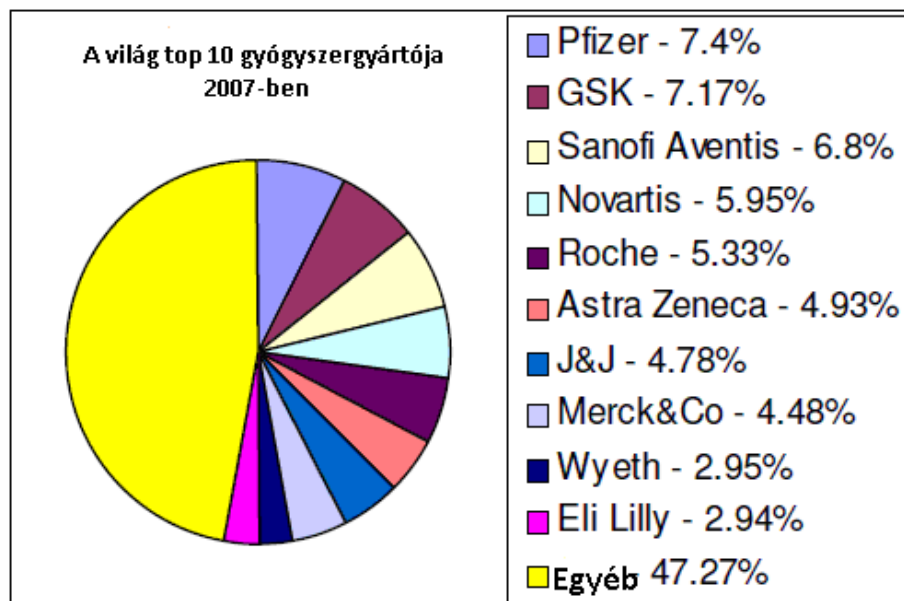
⁴ <http://www.mypharmareviews.com/2009/10/from-reverse-engineering-to-reverse.html>

⁵ Csedő Zoltán, Szervezeti változás és változásvezetés a folyamatos differenciálódás és integráció tükrében: az innovatív gyógyszeripar példája

⁶ <http://www.pharmaceutical-drug-manufacturers.com/articles/pharmaceutical-market-trends-2010.html>

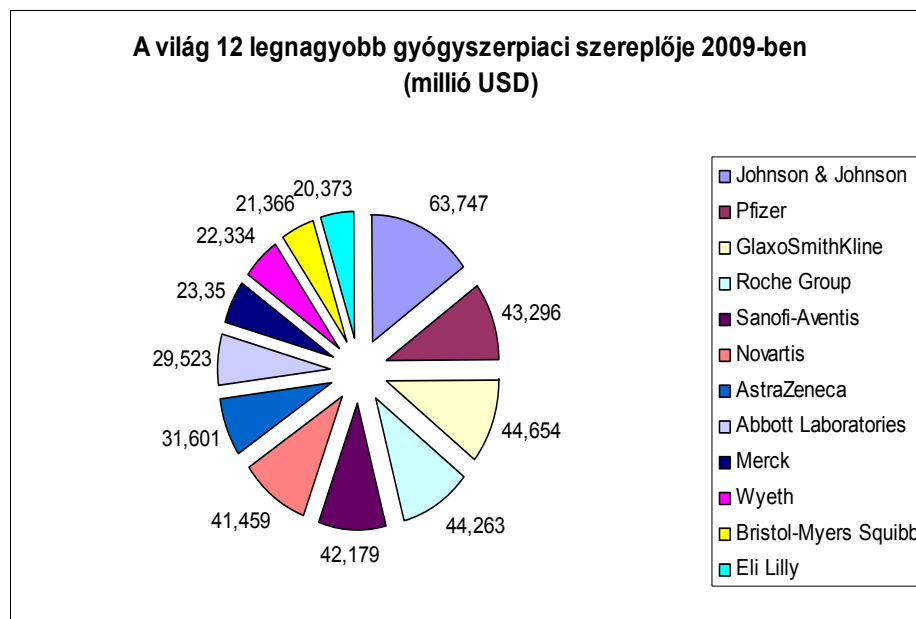
Az előrejelzések alapján 2012-ig az Aventis akár az ötödik pozícióra is visszacsúszhat, a Roche, a Novartis és a GSK pedig a 2-4 helyeket foglalják el a várakozások szerint. 2009-ben a piacvezető a Johnson&Johnson vállalat volt, mely a hetedik helyről tört az élre, mögötte a rangsor viszonylag változatlan maradt.

A 2010-re szóló előrejelzések szerint a világpiac összértéke el fogja érni a 825 milliárd dollárt, 4-6%-os növekedést feltételezve. Ami a további kilátásokat illeti, az előrejelzők szerint a gyógyszerpiac világszinten ismét újabb évenkénti 4-7%-kal fog nőni, egészen 2013-ig. A növekedés fő mozgatórugója az, hogy az Amerikai Egyesült Államok gazdasága ismét fellendülőben van, illetve a szociális ellátás egyre magasabb színvonalra fog elérni. Mindezeket összegezve, 2013-ra a 975 milliárd dollárt meghaladó értékűnek becsülhető a piac.



1.ábra⁷

⁷ Vanguard, Raport de analiza S.A Antibiotice Iasi, 2008 szeptember



2. ábra⁸

Fontos ugyanakkor figyelembe venni, hogy a világ különböző régiói együttesen adják ezt a növekedési értéket, és mint látni fogjuk vannak a világpiaci átlagtól jelentősen eltérő várakozásokat generáló gazdaságok is.

Ázsiai Gyógyszerpiac

Bár világszinten érvényes lesz a növekedés, mégis Ázsia fejlődő gazdasága gyorsabban növekszik, mint a piac, sőt elmondható, hogy a jelen körülmények között ez a térség rendelkezik a legnagyobb gazdasági növekedési potenciállal, mely maga után vonja az életszínvonal emelkedését is, így egyszerű logika alapján is lekövetkeztethető a gyógyszerek iránti megnövekedett igény fellépése.

De nemcsak kereslet szempontjából jelent fontos piaci szereplőt, hanem mint termelő is egyre szignifikánsabb szereppel ruházódik fel, köszönhetően az alacsony munkabér-költségeknek, a kedvező jogi környezetnek, a közelmúltban végrehajtott és jelenben is folyamatban levő kutatás-fejlesztésbe való beruházási tevékenységeknek.

Ezeknek a tényezőknek köszönhetően, a piac nagysága 2009-ben körülbelül 187 milliárd dollárra volt tehető. A növekedés a jövőre nézve, mint említettem, magasabb lesz

⁸ <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/industries/21/index.html>

a világpiaci átlagnál, és várható értéke 12-13% között mozog 2010- 2012 között és jelentős esélyei vannak arra, hogy a gyógyszergyártás fő régiójává váljon, a már előbb is említett pozitív gazdasági és jogi környezet miatt, illetve az egyre növekvő termelés méretgazdaságossági szempontjait is érdemes figyelembe venni, és nem elhanyagolhatóak azok az előnyök sem, amelyek a klaszterek létrejötte esetén felléphetnek, hiszen az információs-, termelési-, szállítási költségek minimalizálódnak, illetve megjelenik a doméniumra szakosodott szakképzett munkaerő is.

A gyógyszerértékesítések volumene leginkább Indiában, Kínában, Malajziában és Dél- Koreában nő, főleg a növekvő bérek és az egészségbiztosítási átstrukturálások következtében. A régióban jelenlevő vállalatok erős versenyben vannak, és specifikus a direkt ezen régió számára kifejlesztett olcsó, ún. "low cost" gyógyszerek, amelyek jelenléte megnövelte a gyógyszerekhez való hozzáférést, ezáltal az értékesített volument is.

Kína gyógyszerpiaca feltehetően továbbra is 20%-kal fog növekedni 2013-ig, amely több, mint háromszorosa a világszinten előrejelzett értéknek és a globális növekedés mintegy 21%-át ez a piac fogja nyújtani⁹.

India- a világ harmadik legnagyobb gyógyszergyártója lévén, már most egy 8,2 milliárd dolláros piaccal rendelkezik és feltehetően a gyógyszergyártás ezen régióban 10%-kal fog nőni jelen évben.

Közép- Keleti régió

A Közép- Keleti régió, együtt az afrikai gyógyszerpiaccal a 2010-2012-es periódust illetően 11%- kal fog nőni az előrejelzések szerint. A növekedés a gyorsan változó jogi környezet és infrastrukturális javulásokkal magyarázható. Az Afrikában jelenlevő számos betegség és nagy népesség az ami a növekedés mozgatórugója. A jelenben Dél- Afrika, Szaúd-Arábia és Izrael dominálja a régió gyógyszeriparát, a jobb infrastrukturális kiépítésnek és kedvezőbb jogi környezetének köszönhetően.

⁹ <http://www.pharmaceutical-drug-manufacturers.com/articles/pharmaceutical-market-trends-2010.html>

A jelenlegi állás alapján azonban elmondható, hogy a Közép- Keleti régió jelentős mértékben importfüggő általában véve, és ezalól a gyógyszerek sem képeznek kivételt. A régió országainak kormányai egyre inkább a hazai termelés gyarapítására törekcsenek, és jelentős beruházásokat hajtanak végre minden szinten, beleértve a gyógyszeripart is. Jelen pillanatban kérdőjel alatt áll, hogy ezen próbálkozások komoly gyógyszeripari termelővé teszik-e a régiót.

Gyógyszerpiaci trendek

A specialisták szerint 2011-ig a leglátványosabb növekedést a diabétesz és kardiovaszkuláris problémákat kezelő gyógyszerek értékesítési volumene fogja elérni. Mindez a társadalmunk egészségtelen életmódjából fakad, hiszen a megnövekedett betegek száma maga után vonja az ilyen jellegű gyógyszerek iránti kereslet-növekedést.

Ugyanakkor nem téveszthető szem elől az sem, hogy a növekedést egy eléggé éles esés fogja követni, mivel a szabadalom lejárta után belépnek a piacra a generikus (másolat) gyógyszereket gyártó szereplők is, melyek jelenléte csökkentő hatással lesz az árakra.

A vérnyomás-csökkentő gyógyszerek várhatóan továbbra is több mint 50%-át fogják birtokolni a kardiovaszkuláris gyógyszerek piacának¹⁰.

A román gyógyszerpiacról

A román gyógyszerpiac erős töredezettséggel jellemezhető, ugyanakkor erős a verseny is, melyet a nagyszámú piaci szereplők jelenléte is alátámaszt. Statisztikai szempontból, 2007-ben a négy legnagyobb piaci szereplő kezében volt a piac 27,1%-a. Mindez azt bizonyítja, hogy a piac erősen versenyző jellegű. A Cegedim 2007-es felmérései alapján, az akkori gyógyszerpiac körülbelül 1,6 milliárd euróra volt tehető, ez

¹⁰

http://www.urchpublishing.com/articles/takeda39s_blopress_to_be_leading_cardiovascular_drug_by_2011.html

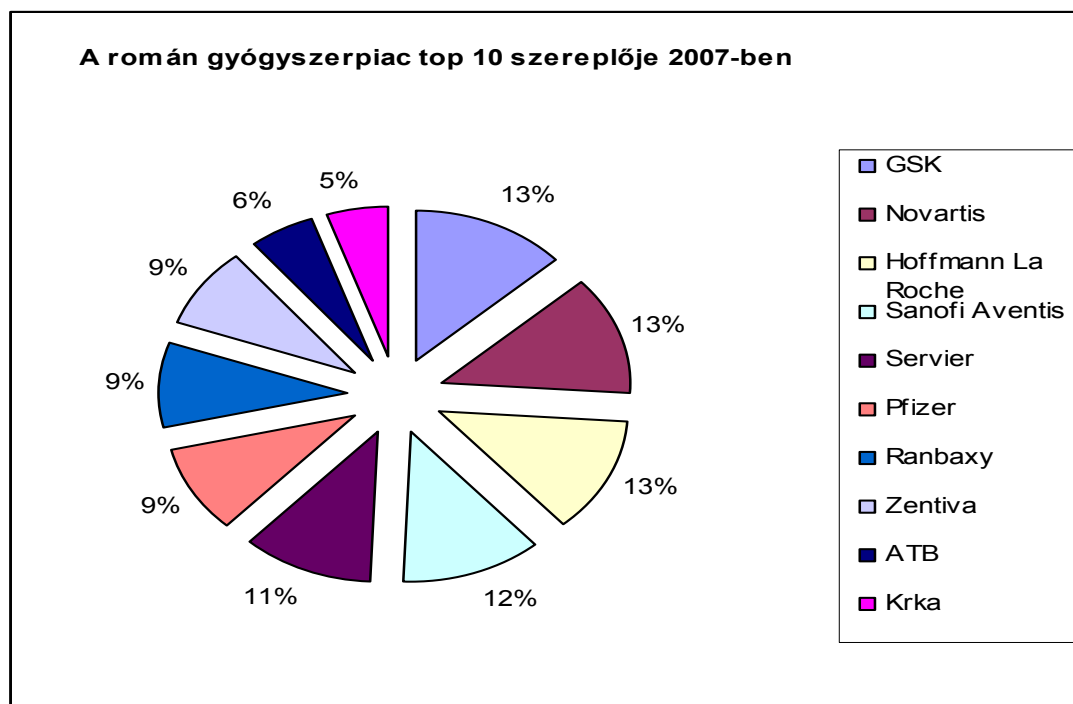
2009-ben kb. 8,1 milliárd lej volt, ami körülbelül 2 milliárd eurónak felel meg. A növekedés valójában látványosabb, mivel az árfolyam gyengülése rontotta az értékeket, viszont az is tagadhatatlan, hogy a gazdasági válság megviselte a gyógyszer- szektort is, hiszen a vény nélkül is kapható táplálékkiegészítők és egyéb készítmények iránt csökkent a kereslet.

Ez a visszaesés ugyanakkor várhatóan rövid-, legrosszabb esetben középtávon lesz tapasztalható, hiszen a tudatos táplálkozás és az egészség megőrzésére tett törekvések úgy szociális, mint egyéni szinten növekedni fognak. Emellett nem elhanyagolható Románia kiöregedő lakossága, akiknek egyre nagyobb igénye lesz a gyógyszerekre.

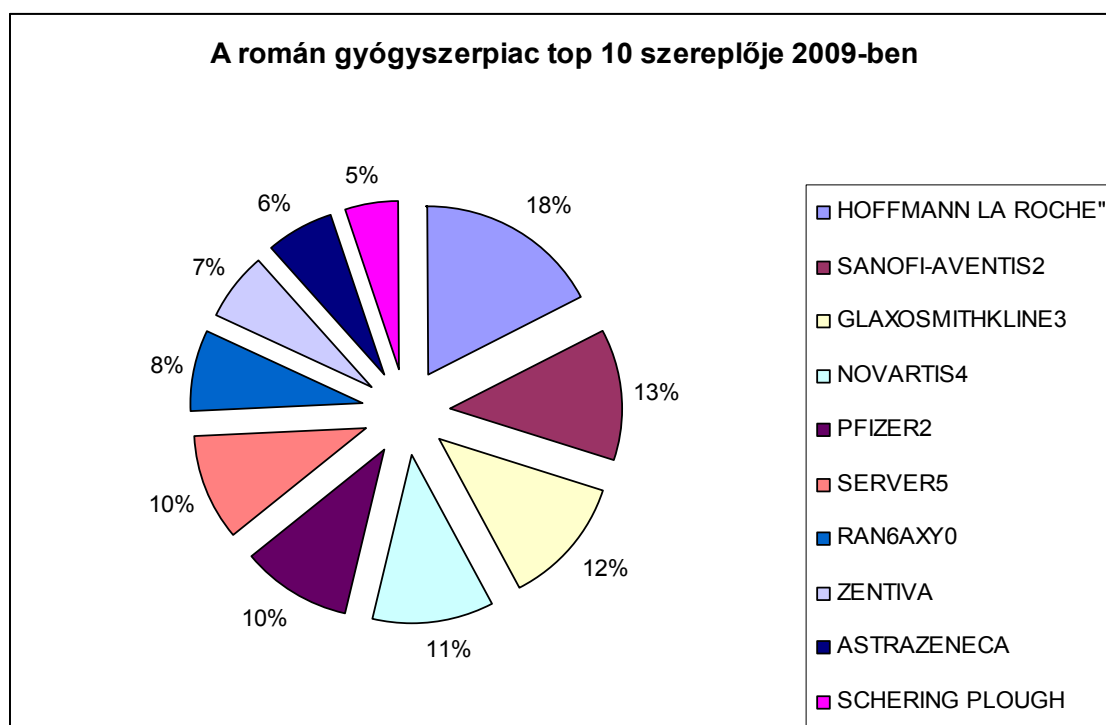
A növekedési ráták meghaladták a piac növekedési ütemét, 2007-ig szinte minden évben 20% körül mozgott, illetve meghaladta ezt. Várhatóan ez a tendencia a jövőben is hasonlóképpen alakul majd, ugyanakkor figyelembe kell vennünk, hogy a telítődés elérése után a növekedés egyre kisebb mértékű lesz.

A román gyógyszerpiacot, ugyanúgy, mint a Közép- Kelet Európa piacát általában a generikumok uralják. A legnagyobb Közép- Kelet európai generikum gyártó vállalatok, a Richter Gedeon, a Krka, az Egis és a Zentiva, de hazánkban ezek közül csak a Zentiva és Krka a található meg a top 10- ben 2007-ben, majd 2009-re már csak a Zentiva maradt meg, folyamatosan tartva a hetedik helyet¹¹.

¹¹ <http://www.zf.ro/burse-fonduri-mutuale/companiile-farmaceutice-estimateaza-cresteri-de-2-cifre-ale-afacerilor-5816357/>



3. ábra¹²



4. ábra¹³

¹² <http://www.wall-street.ro/articol/Companii/64404/Industria-pharma-rezista-la-criza-Top-20-jucatori-pe-o-piata-in-avans-cu-6-in-T1.html>

Részletesebben elemezve, elmondható, hogy az imént bemutatott relatív visszaesés ellenére 22,5%-ot nöött hazai valutában kifejezve, ami 1,99 milliárd lejt jelent a Cegedim felmérése alapján. A növekedés mozgatórugója a retail ágazat volt, ezt követően pedig a kórházi értékesítések. Hazánkban is, ugyanúgy, mint a világpiacra, a szív- és érrendszeri panaszokat kezelő gyógyszerek piacán a legszembetűnőbb a kereslet növekedés.

Látható, hogy 2007-ben még az akkori világvezető Glaxo Smith Kline volt a román piacon az első, majd két helyezést visszaesve 2009-ben a 3. helyet foglalja el a hazai piacon, a Hoffmann La Roche és a Sanofi-Aventis a 3-4 helyekről feltörekedtek az első két helyre.

Az egyetlen top 10-ben szereplő hazai gyártó, az Antibiotice, 2007-ben még a kilencedik helyet foglalta el az élmezőnyben, és ez a helyzet egyre inkább romlott, 2009 első negyedében már a csak a tizedik volt, az év végére pedig "lecsúszott" a listáról.

A következő táblázat szemlélteti a hazai piac legnagyobb szereplőit és részesedéseinek értékét:

Vállalatok	2009
	(mil. RON)
Piaci összes	8.104,2
HOFFMANN LA ROCHE	731,8
SANOFI-AVENTIS	528,9
GLAXOSMITHKLINE	515
NOVARTIS	478,8
PFIZER	442,5
SERVER	431,1
RANBAXY	321,3
ZENTIVA	286,8
ASTRAZENECA	266,2
SCHERING PLOUGH	212
Top 10 összes	4214,4

2. táblázat¹⁴

¹³ <http://www.wall-street.ro/articol/Companii/64404/Industria-pharma-rezista-la-criza-Top-20-jucatori-pe-o-piata-in-avans-cu-6-in-T1.html>

¹⁴ <http://www.zf.ro/companii/topul-celor-mai-mari-companii-farmaceutice-gigantii-au-facut-afaceri-de-1-5-mld-euro-si-detin-aproape-80-din-piata-5495043/>

Látható, hogy bár egymás között a vállalatok erősen versenyzőek, mégis 2009-ben az értékesítések több, mint fele a top 10 piaci szereplőtől származott, amely tendencia egyre inkább erősödést fog mutatni a jövőben.

Miért éppen Antibiotice?

Az Antibiotice S.A. Iasi-t 1955-ben alapították, és az első Dél-Kelet Európai cég, amely penicilint gyártott. A cég termékei világviszonylatban mindig elismerésnek örvendtek, a '70- es '80- as években a bevételeinek több, mint felét exportból szerezte.

Az 1993-1997 során végzett modernizációs befektetések után az Antibiotice ismét feltornázta magát a világ 5 legnagyobb penicilin és penicilinszármazék-gyártója közé.

Ezen kívül ez a cég volt az első, aki megszerezte az Integrált Menedzsment Rendszerről szóló elismerést (minőség, környezet, egészség és környezetbiztonság).

A jelenben a vállalat nemzeti szinten az egyik vezető injektábilis gyógyszer-, kenőcs-, krém-, gél- és gyulladáscsökkentőgyártó. A Nistatin kifejlesztésével (gombaölő) sikerült a második helyet elfoglalnia a világpiacon, a részesedése 2008 végén 25%-ra volt tehető.

A vállalat a jelenben jelentős beruházásokat hajt végre, mely összege kb. 20 millió euróra tehető. A befektetett összegből 16 millió eurót az üzletfejlesztésbe fektet, 3,3 milliót az újraszervezésre és 1 milliót a környezetvédelemre.

Az üzletfejlesztési beruházások főleg az eddigi szokványos tevékenység kibővítését célozzák meg, kisebb százalékban pedig az új termékek és labortechnológiák kidolgozása kap hangsúlyt.

A közelmúltban az Antibiotice egy sikertelen privatizációs próbálkozás alanya volt, mely kikiáltásos licitáció által lett volna megvalósítva, de mivel a vállalat szindikátusa ezt megvétózta, a próbálkozás megghiúsult. Ezidőben kb. 53 nem hivatalos ajánlat volt kihirdetve és 2 vállalat tett hivatalos ajánlatot.

Jelen pillanatban a vállalat fő részvényese az állam, 53,02%- os tulajdonjoggal, 10,10%-át a részvényeknek a SIF Oltenia birtokolja és ezen kívül részesedéssel bírnak az egyéb kisbefektetők.

55 éves tapasztalatával, a Romániában elfoglalt vezető gyógyszergyártó szerepével, illetve a hazai gyártású gyógyszerek legnagyobb exportőreként méltán megérdemli a figyelmet, főleg a privátizációs próbálkozások miatt.

A szerző konkrétan arra keresi a választ, hogy ha a vállalatot most értékesítenék, akkor megérné-e megvenni a részvényeket? Konkrétabban az a központi kérdés, hogy a részvények a fundamentumaikhoz képest alul- vagy fölülárazottak, így nemcsak a potenciális vásárlónak szolgálnak vele információt, hanem a már meglévő részvénytulajdonosoknak is arra vonatkozóan, hogy érdemes-e közép-és hosszú távon tartani ezeket a részvényeket, vagy el kellene-e adni őket, amennyiben a részvény meghaladja a belső értékét .

Hazai gyógyszeripari termelők és az Antibiotice

A szerző véleménye szerint a vállalat konkrét értékelése előtt, fontos meghatározni annak erősségeit illetve gyengéit, éppen ezért a következőkben egy rövid, de ugyanakkor átfogó pénzügyi elemzést készítünk a vállalat tevékenységéről és menedzsmentjéről, illetve egyfajta benchmark-elemzést is, hasonlítva az értékeket más gyógyszeripari vállalatokéhoz.

A mérleg összetételét vizsgálva az általános tendencia az, hogy a saját tőke 62,73%-teszi ki az összes eszköznek, mely az általunk elemzett vállalat esetén 67,9%, tehát a vállalat ilyen szinten megfelel a piaci átlagos mutatóknak.

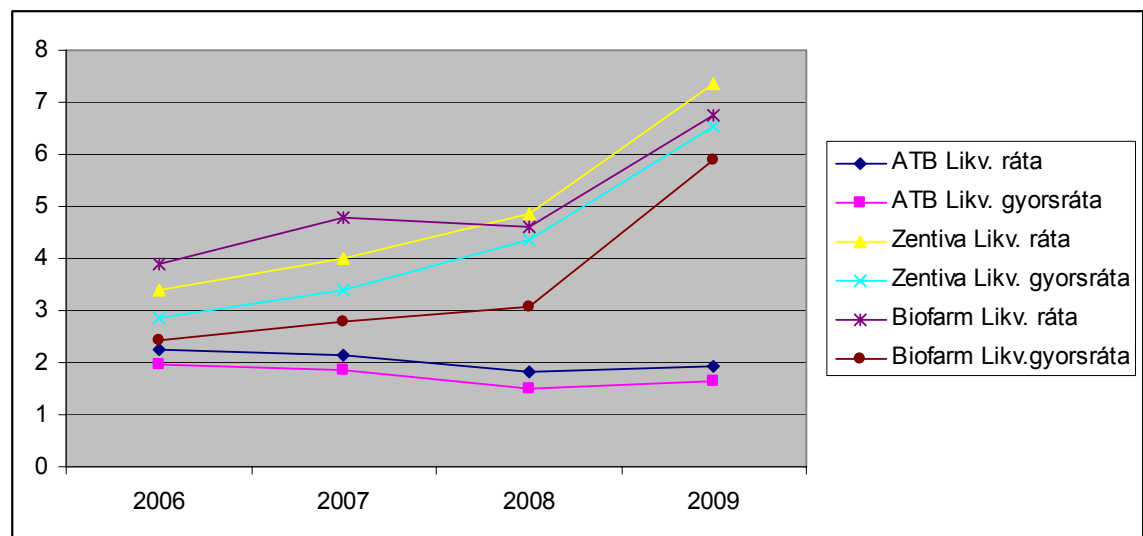
A pénzügyi eszközöket tekintve 21,9%-át teszik ki a mérlegfőösszegnek, mely az Antibiotice esetén látványosan kicsi, alig 2%-a a mérlegfőösszegnek, amely likviditási problémákra is utalhat, amit alátámaszt az a gyakorlati tény is, hogy az Antibiotice likviditási rátája- illetve a likviditási gyorsrátája jelentősen eltér a benchmark-ként is használható Biofarmétól.

A jobb szemléltetés kedvéért, íme egy összefoglaló táblázat:

		2006	2007	2008	2009
BIOFARM	Likv. ráta	3,88	4,80	4,62	6,76
	Likv. gyorsráta	2,42	2,78	3,06	5,88
ANTIBIOTICE	Likv. ráta	2,24	2,14	1,82	1,91
	Likv. gyorsráta	0,73	0,60	0,65	0,71

3.táblázat: Lividitási mutatók¹⁵

Ahogy a fentebbiekben is említettük, a likviditás fenntartása problémát jelent a vállalatnak. Tudjuk, hogy a likviditási gyorsráta körülbelül 2-nél mozog „egészséges” tartományban, ennek ellenére azt tapasztaljuk, hogy a Biofarm esetén ez nagyon nagy, az Antibiotice esetén viszont igen kicsi. Ami a magas likviditási rátákat illeti, meg kell említeni ennek a negatív oldalát is, hiszen a készpénztartás költsége maga a kamat, vagy a hozam, melyet elveszít a vállalat. Érdekes ugyanakkor megjegyezni, hogy a Biofarm esetén relatívan és abszolút értelemben véve is több a pénzügyi befektetés, mint az Antibiotice esetén, a magas likviditási mutatók ellenére is.



5.ábra: Likviditási ráták alakulása¹⁶

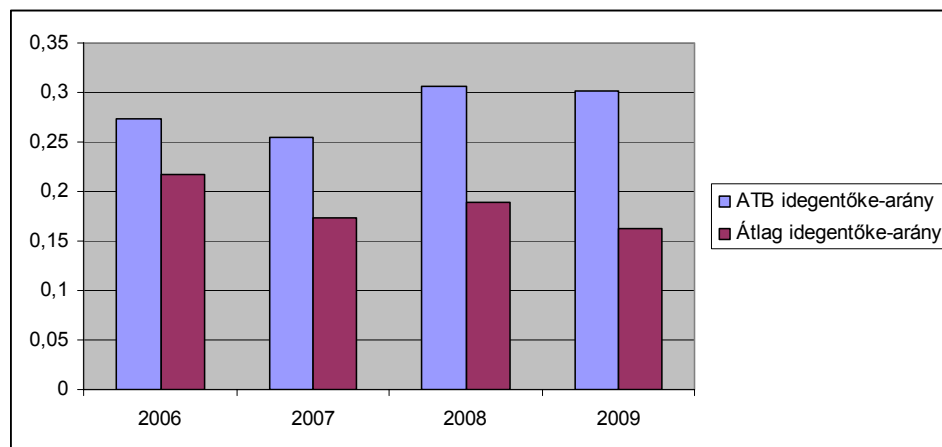
¹⁵ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

¹⁶ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

A fenti ábrán a három legnagyobb hazai termelő vállalat likviditási rátáinak alakulását szemléltettük. Jól látható a korábban is említett jelenség, azaz, hogy az egyes hazai vállalatok likviditási rátája és gyorsrátája jelentősen eltér az általunk elemzett célvállalaténál, illetve az, hogy a másik két vállalat likviditási rátája egyre emelkedő tendenciát mutat.

Tőkeszerkezet, eladósodottság

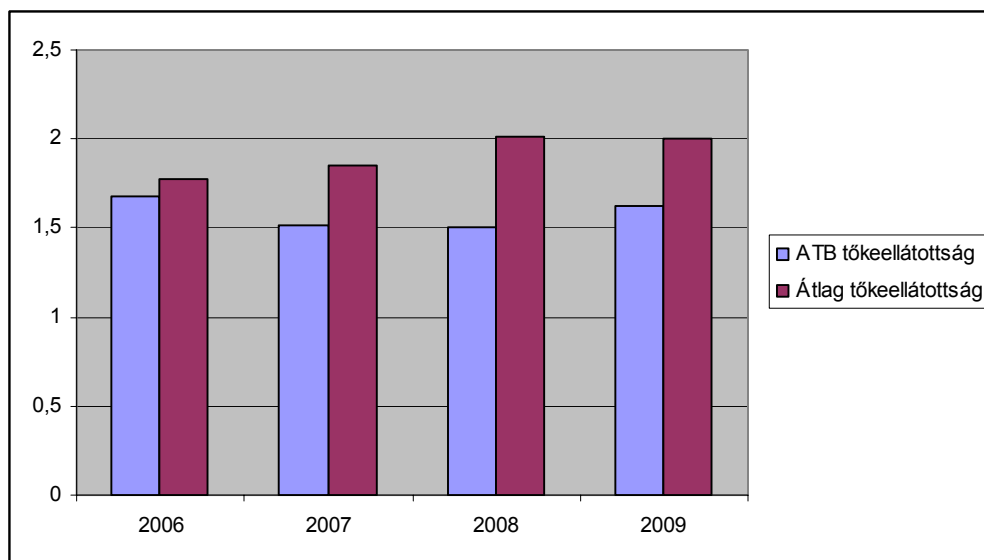
Az általam vizsgált vállalatok esetén az idegentőke aránya körülbelül 15-23% között mozgott, mely tendencia jól megfigyelhető az alábbi ábrán is. Észrevehetjük, hogy míg a hazai gyógyszergyártók körében ez az érték folyamatosan csökkent, addig, ez az Antibiotice esetén folyamatosan növekszik, bár a úgy gondoljuk, hogy ez a szint még egyáltalán nem fenyegető szolvencia szempontjából.



6.ábra: Idegen tőke arányának alakulása¹⁷

A továbbiakban a tőkeellátottság kérdése foglalkoztatott minket, ennek érdekében megvizsgálásra került ez a kérdés úgy fókusz-vállalat, mint iparág szintjén. Az eredmények az alábbi táblázatban kerülnek összefoglalásra:

¹⁷ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből



7.ábra: Tőkeellátottság alakulása¹⁸

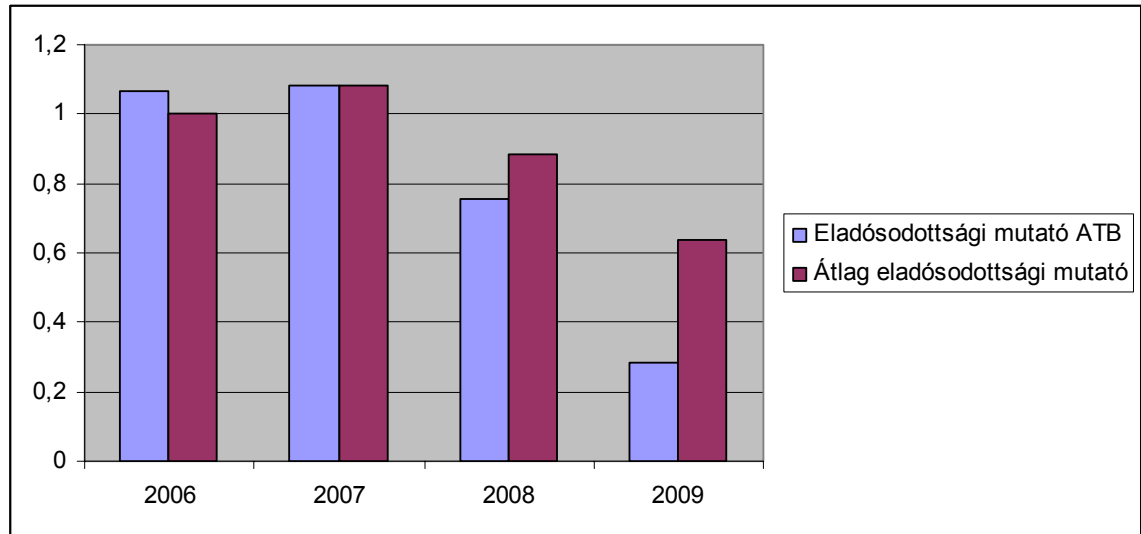
Észrevehető, hogy az előbbi tendencia fordítottja jelenik meg előttünk, azaz az Antibiotice tőkeellátottsága nagyobb az iparágiénál, amely tény azt mutatja, hogy az általam elemzett vállalat esetén az egységnyi tárgyi eszközre jutó saját tőke aránya magasabb, mint a többi hazai termelő esetén. Mindez arra enged következtetni, hogy az Antibiotice jól menedzseli a tőkéjét, hiszen a 30%-os, nem túl magas eladósodottság és a magas tőkeellátottság mind erre utalnak.

A következőkben az eladósodottsági mutatót vizsgálta a szerző, mely arra a kérdésre adhat választ, hogy az adott éves bevételeiből mennyire tudják a román gyógyszeripari vállalatok fedezni a külső forrásaikat. Ez a mutató arra ad választ, hogy az adott vállalatok hány év alatt tudnák kifizetni a külső forrásbiztosítókat, a működési árbevételeiből, és annál kedvezőbb, minél magasabb értéket mutat (az 1-nél nagyobb érték arra utal, hogy az illető vállalat(ok) 1 évnél rövidebb periódus alatt is ki tudnák fizetni ezen kötelezettségeiket.

Esetünkben jól látszik, hogy az álagos iparági eladósodottsági mutatók egyre romlanak, amely jelenséget egyrészt a válság magyaráz, hiszen láthattuk, hogy az iparágra általában az idegen-tőke arányának csökkenése volt a jellemző, következtetésképpen ez a jelenség a lecsökkent árbevétel eredménye, illetve a

¹⁸ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

meghosszabbodott fizetési határidőké .Ugyanakkor nem téveszthető szem elől az sem, hogy az Antibiotice mindezt jobban “lereagálja”, hiszen, ahogyan az imént is láhattuk, az idegentőke- hányadosa egyre emelkedett az évek során.



8. ábra: Eladósodottsági mutatók alakulása¹⁹

Ahogyan a fentebbi ábrán is látszik, az Antibiotice külső forrásbiztosítóinak kifizetésére körülbelül 4 év működési Cash Flowját kellene rászánja, míg a többi vállalat csupán körülbelül 2 évét.

Jövedelmezőség

Bevételek szempontjából elmondható, hogy a működési bevételek nagyrésze az értékesítésből származik, és hogy az átlagos működési költségek 86-93% között mozogtak az árbevétel arányában az elmúlt évek során, mely az egyre erősödő verseny egyik eredménye lehet. Az iparágra általánosan jellemző tendencia, hogy a működési eredmény körülbelül 7-21%-a volt a nettó árbevételnek, ugyanakkor ez is egyre csökkenő tendenciát mutat, mind a válság, mind az erősödő verseny eredménye képpen. A pénzügyi eredmény az összes bevétel százalékában meglehetősen volatilis értékeket mutat, 12-13%-os értékektől egészen az 50%-os átlagos értékig.

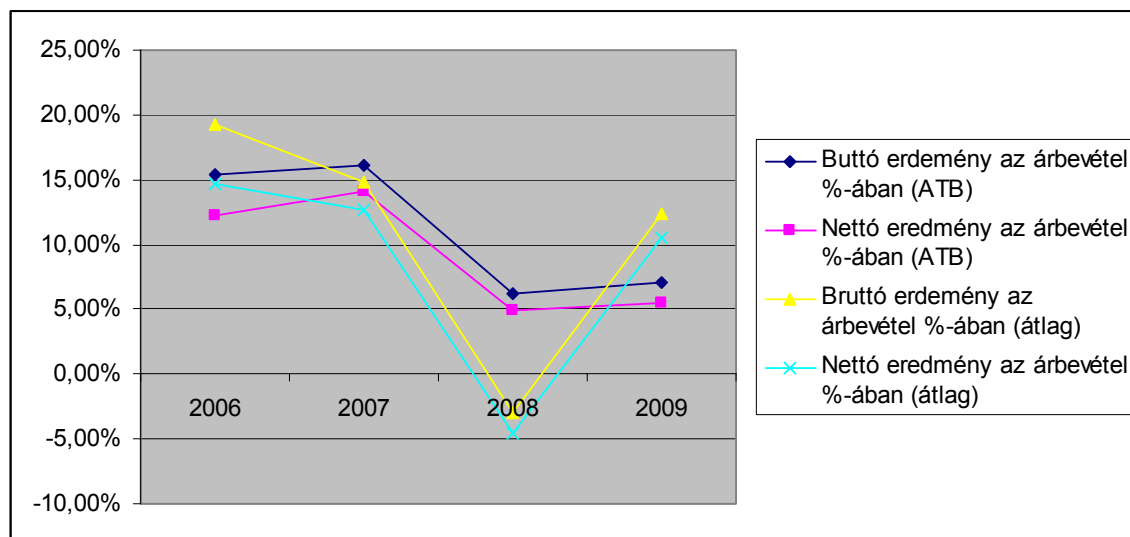
A bruttó eredmény átlagosan 12-19% között mozog, viszont a szerző által részletesebben vizsgált Antibiotice ennél kisebb értékeket mutatott fel, 2008-2009-ben 6 illetve 7%-át realizálta jövedelmeit bruttó profitként az összes árbevétel arányában.

¹⁹ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

A nettó profitot tekintve, ugyanúgy, a piacon az átlagos tendencia 10-14% között mozgott, míg az Antibiotice 5-12%-os értékeket realizált. Ez utalhat hatékonyságra, de ugyanakkor arra is, hogy az általam elemzett vállalat, a legnagyobb hazai termelő lévén jövedelmét nem elsősorban a magas hozzáadott értékből, hanem az értékesített mennyiséből szerzi, ugyanakkor azt is figyelembe kell venni, hogy az életciklus- görbén az Antibiotice az érettség szakaszába lépett, amikor az általa alkalmazott marzsok alacsonyysága sokkal versenyképesebbé teszi, amellet, hogy meg tudja teremteni magának a szükséges profitot.

Az is látható, hogy az általa realizált értékek sokkal stabilabbak, még a 2008-as év esetén is, amikor a többi vállalatot erősen magával rántotta a piaci visszaesés, 2009-ben pedig a alulmúlta a többi vállalatot, viszont még mindig pozitív értékeket sikerült elérnie.

Az alábbi ábra jól szemlélteti a fentebb elmodottakat:



9. ábra: A nettó- és bruttó eredmény alakulása az árbevétel százalékában²⁰

²⁰ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

Du-Pont elemzés

A következőkben a vállalat belső működésébe szeretnénk mélyebb betekintést nyerni, ezért a DuPont elemzés segítségével elemeire bontjuk a sajáttőke-arányos megtérülés elemeit.

Az alábbi táblázat ezt a felbontást szemlélteti az általam elemzett vállalat esetén:

	2006	2007	2008	2009
NI/EBT	79,27%	87,99%	79,03%	77,79%
EBT/EBIT	94,39%	94,01%	80,11%	82,22%
EBIT/SALES	16,28%	17,10%	7,74%	8,66%
SALES/ASSETS	75,08%	66,44%	58,61%	58,40%
ASSETS/EQ	1,47	1,40	1,49	1,48
ROE	13,46%	13,18%	4,28%	4,77%
ROA	12,22%	11,36%	4,54%	5,06%

4.táblázat: Az Antibiotice vállalat Du-Pont elemzése²¹

Első látásra is evidens, hogy a vállalat jövedelmezőségi mutatói az elmúlt években jelentősen lecsökkentek, a ROE és a ROA mutatók, már csak körülbelül a harmadát teszik ki a 2006-2007-es értékeknek.

A profit és adózás előtti eredmény nagyjából konstansan a 70-80%-os intervallumban mozog, bár a 2009-es évben méginkább visszaesést jelzett, feltehetően a megnövekedett költségekből kifolyólag.

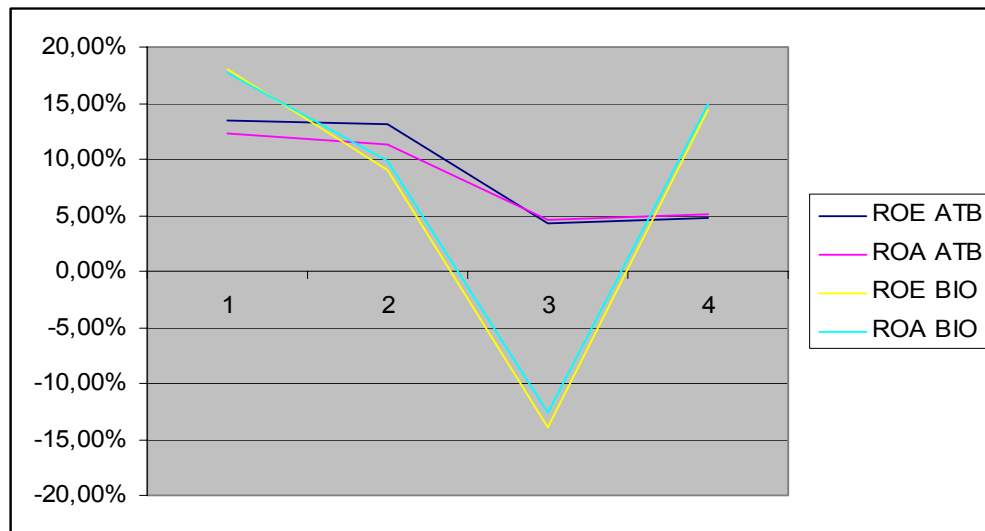
A kamatteher-ráta szintén növekszik, ahogy azt az EBT/EBIT mutató is indokolja, míg 2006-ban az adózás előtti nyereség 94%-át tette ki a kamat-és adózás előtti nyereségnek, addig 2009-re már csak 82%-át, ami azt jelenti, hogy a kamatköltségek 12%-kal nőttek a kamat- és adózás előtti nyereség arányában.

Első látásra negatívumként hozható fel, hogy a vállalat EBIT/SALES mutatója 4 év alatt a felére csökkent, viszont ez azzal is magyarázható, hogy a vállalat saját tőkéje növekedést mutatott az elmúlt években.

²¹ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

Az eladások arányát tekintve a saját tőke arányában, szintén csökkenést tapasztaltunk, mely a 2008-as évről a 2009-es évre történt 12%-os árbevétel-csökkenésnek tulajdonítható

Az összes eszköz arány a saját tőkében viszont konstans értéket mutat, mely a vállalat stabilitására utal.



10. ábra: Az Antibiotice és a Biofarm ROE és ROA mutatói²²

A fenti ábrán az eddigiekben is alapvető benchmark-ként használt Biofarm vállalat ROE és ROA mutatójával együtt ábrázolta a szerző az Antibiotice ugyanilyen mutatóit. Jól látszik, hogy a Biofarm a válság idején is jobban menedzselte tevékenységét, a megtérülése hamar helyreállt, annak ellenére, hogy a 2008-as év jelentősen megviselte pénzügyi szempontból, mert bár az eladásai továbbra is nőttek, a pénzügyi vesztesége akkora volt, hogy negatív irányba tolta el a vállalat profitját. Mint az előbbi elemzések során is tapasztalhattuk, az Antibiotice sokkal kiegyensúlyozottabb eredményeket generál, mint a hasonló, román gyógyszergyártó vállalatok, mindez bizonyos mértékben elősegíti a tervezést.

²² Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

Várhatóan az Antibiotice tevékenysége bizonyos időn belül ismét helyreáll, a piaci környezet stabilizálódásával, és újabb növekedéseknek néz elébe, ahogyan azt az előző részekben is említettük a világpiac, illetve a hazai piac elemzésekor.

A következőkben szeretnénk rátérni a kutatás konkrét magjára, azaz az Antibiotice vállalat elemzésére, ezen túl pedig megpróbáljuk megbecsülni a vállalat részvényeinek belső értékét.

A vállalat értékelésének módszertana

A vállalat értékelésére a szerző A FCFE (Free Cash Flow to the Equity) módszert alkalmazta, mely azt mutatja meg, hogy a pénzáramból mennyi marad meg a vállalat tulajdonostai számára (azaz azok számára akik a tőkét biztosítják) a hitelek kifizetése után.

A konkrét értékelésben igyekeztünk egy olyan modellt felépíteni, amelyben minden tényező összefügg egymással, és ezek megváltozásával az eredmény újraszámolódik.

A modell input oldalán található a bemeneti adatokat tartalmazó táblázat, mely a legutolsó üzleti év adataiból indul ki, és a megadott növekedési rátákkal számolva jelzi előre a vállalat cashflow-ját az elkövetkező négy évre.

A növekedési ráták megbecslésekor a szerző figyelembe vette a globális, közép-kelet európai-, illetve romániai gyógyszerpiaci tendenciákat, melyek forrásai tudományos cikkek, illetve a szakterületen tevékenykedő létesítmények honlapja, ezen kívül pedig más, pénzügyi vonatkozású újságcikkek. Ezen kívül a becslésben szerepet kaptak az ország és a régió gazdasági kilátásai, illetve az a tény, hogy az ú.n. originális gyógyszerek szabadalmainak megszűnésével egyre inkább növekedni fog a termelés, hiszen tudvalevőleg, hazánk gyógyszergyártása elsősorban a generikumok gyártására szakosodott.

Az Antibiotice értékelése Free Cash-Flow módszerrel

A bemeneti adatok becslése és a cash-flow tételeinek előrejelzése

Az előzőekben említett tényezők figyelembevételével a szerző feltételezte, hogy a vállalat továbbra is a piacot néhány százalékkal meghaladó ütemben fog növekedni, illetve az is figyelembe vette, hogy a cég jelentős mennyiségű gyógyszert exportál, ezért a következő évekre várható növekedést a következő képpen becsülte meg:

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
15%	15%	20%	15%	12%	10%	10%

5.táblázat: Becsült növekedési ráták

A modell bemeneti oldala a következő elemeket és értékeket tartalmazta:

Bevétel növekedés	15%	15%	20%	15%	12%	10%	10%
Költségek növekedése	10%	10%	15%	10%	7%	5%	5%
Bevételek	283043285,95	325499778,84	390599734,61	449189694,81	503092458,18	553401704,00	608741874,40
Költségek	238924153,39	262816568,73	302239054,04	332462959,44	355735366,60	373522134,93	392198241,68
Bruttó eredmény	44119132,56	62683210,11	88360680,57	116726735,36	147357091,58	179879569,07	216543632,72
Nettó eredmény	37060071,35	52653896,50	74222971,68	98050457,70	123779956,93	151098838,02	181896651,48
Amortizáció %	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Amortizáció	8822218,00	8822218,00	8822218,00	8822218,00	8822218,00	8822218,00	8822218,00

6.táblázat: Nettó eredmény és amortizáció előrejelzése

A bevételeket a legutolsó év eredménykimutatásából kiindulva számoltam ki, végig korrigálva az előrejelzett piaci növekedésnél 2-3%-kal magasabb éves növekedésekkel. A költségek a bevételektől körülbelül 5%-kal maradnak alul, ez a tendencia általánosan jellemző minden termelő vállalatra. Ennek függvényében került kiszámításra a bruttó eredmény, majd ezt az aktuális adórátával korrigálva megkapjuk a

nettó eredményt. Az amortizáció értékét fixnek vettük az évek során, mivel ez a tényező nem változik a piaci hatásoknak megfelelően, csupán az új beruházások befolyásolják.

Ezek után a vevőállomány alakulását jeleztük előre:

Vevők	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Beszedési idő	120	110	100	100	100	100	100
vevők forg. sebessége	3,04	3,32	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Átlagos vevőállomány	93055326,89	98095823,76	107013625,92	123065669,81	137833550,19	151616905,21	166778595,73

7. táblázat: Átlagos vevőállomány előrejelzése

A kezdő beszedési időt a vállalat pénzügyi kimutatásaiból számítottuk, majd feltételezve, hogy a beszedési idők a gazdasági körülmények javulásával csökkenni fognak, előrejeleztük a vevők forgási sebességét, ebből pedig az átlagos vevőállományt.

Ezt követően a készletes becslésre került sor:

Készletek	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Értékesítési költségek	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Készletek forgási ideje	34,20	34,20	34,20	34,20	34,20	34,20	34,20
Készlet forgási sebesség	10,67	10,67	10,67	10,67	10,67	10,67	10,67
Átlagos készletállomány	6 523 536	7 175 890	8 252 274	9 077 501	9 712 926	10 198 573	10 708 501

8. táblázat: Készletállomány előrejelzése

A kiindulási alap ez esetben is az utolsó év pénzügyi kimutatása volt, melyből meghatároztuk az értékesítési költségek összes költségbeni arányát, illetve a készletek forgási idejét, ebből pedig a készletek forgási sebességét, majd kapcsolatot teremtettünk a forgási sebesség, illetve az összes költség és értékesítési költség aránya között, ezáltal megkaptuk az átlagos készletállományt.

Ezután áttértünk a szállító-állomány meghatározására:

Szállítók	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fizetési idő	130	120	110	110	110	110	110
Szállítók forgási sebessége	2,80	3,04	3,32	3,32	3,32	3,32	3,32
Szállítók átlagos állománya	85 311 017	86 405 447	91 085 742	100 194 317	107 207 919	112 568 315	118 196 730

9.táblázat:Szállítók előrejelzése

Az eddig végzett számítások alapján kivethető volt a cég azon (egyébként teljesen racionális) politikája, hogy a szállítóknak való fizetést körülbelül 10 nappal csúsztatta a vevőbevételezésekhez képest.

A továbbiakban is ugyanezen tendenciát feltételeztük, adoptálva a piaci viszonyokhoz. Ebből továbbá kiszámíthatóvá vált a szállítók forgási sebessége, illetve a szállítók átlagos állománya, az előrejelzett bevételek ismeretében.

Mindezek ismeretében már egyszerű volt meghatározni a forgótőke nagyságát, mely várhatóan a következőképpen alakul:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
d Forgótőke (-)	14267846	18866267	24180158	31948855	40338558	49247164	59290367
+ Vevőállomány	93055327	98095824	107013626	123065670	137833550	151616905	166778596
+ Készletek	6523537	7175891	8252274	9077502	9712927	10198573	10708502
- Szállítók	85311017	86405447	91085742	100194317	107207919	112568315	118196730
Összesen	14267846	18866267	24180158	31948855	40338558	49247164	59290367

10. táblázat: Forgótőke-változás előrejelzése

Az alapgondolat abból a feltételezésből indul ki, hogy a hitelek konstansak maradnak. Mivel nem állt a szerző rendelkezésére megbízható forrás a kamatlábak jövőbeni alakulásáról, ezért a kamatköltséget konstansnak tekintette a hitel arányában, melyet szintén rögzített.

A következő lépés már a kimeneti adatok értékelése. A fentebb bemutatott, előrejelzett tényezők modellbe való beépítése után a modell kiszámította a várható cashflow-t, mely a következő képpen alakul:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Üzleti tevékenység eredménye	44 119 133	62 683 210	88 360 681	116 726 735	147 357 092	179 879 569	216 543 633
Adóalap	44 119 133	62 683 210	88 360 681	116 726 735	147 357 092	179 879 569	216 543 633
Adó	7 059 061	10 029 314	14 137 709	18 676 278	23 577 135	28 780 731	34 646 981
Adózott működési eredmény	37 060 071	52 653 896	74 222 972	98 050 458	123 779 957	151 098 838	181 896 651
Amortizáció	8 822 218	8 822 218	8 822 218	8 822 218	8 822 218	8 822 218	8 822 218
Forgótőke változás	14 267 846	18 866 267	24 180 158	31 948 855	40 338 558	49 247 164	59 290 367
FCFF	31 614 443	80 342 382	107 225 347	138 821 531	172 940 733	209 168 220	250 009 237
Forgó E.Á.V.	8 909 768	4 598 421	5 313 891	7 768 697	8 389 703	8 908 605	10 043 203
Működési CF	22 704 675	75 743 961	101 911 457	131 052 834	164 551 030	200 259 614	239 966 033
FCFF	31 614 443	80 342 382	107 225 347	138 821 531	172 940 733	209 168 220	250 009 237
Adózott kamatfizetés	663 451	663 451	663 451	663 451	663 451	663 451	663 451
Finanszírozási CF	663 451	663 451	663 451	663 451	663 451	663 451	663 451
FCFE	30950992,25	75080510,3	101248006	130389383	163887579	199596164	239302582

12.táblázat: FCFF,FCFE pénzáramok 2011-2017-re²³

Ezt követi a pénzáramok nettó jelenértékének kiszámítása a diszkontálás módszerével. Kiszámoltunk kétféle jelenértéket is, egyiket az FCFF, másikat az FCFE pénzáramokra. A kettő között, mint már említettem az a különbség, hogy az FCFF tartalmazza a vállalat érdekeltjeinek (tulajdonos, hitelező) jutó pénzáramokat, míg az FCFE a hitelezőknek járó pénzáram levonása után számolja ki a tulajdonosok számára megmaradt pénzáramokat.

Éppen ezért különbséget kell tennünk a diszkontráták között, melyeket az egyes jelenértékek kiszámításakor alkalmazunk.

Az FCFF esetén a súlyozott átlagos tőkeköltséggel kell számolnunk, hiszen ez a diszkontráta mutatja meg mind a tulajdonosok, mind a hitelezők által elvárt hozamot (WACC), az FCFE esetén pedig elegendő az elvárt tulajdonosi megtérülést figyelembe venni (r_e).

²³ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

A diszkontráták meghatározása

Az alábbi táblázatban összefoglalva találhatóak a szerző által használt adatok a fentebb említett diszkontráták kiszámítására:

CAPM	$rf + \beta(rm - rf)$
rf	6,25%
rm-rf	7,50%
adórátá	16,00%
beta	95,00%
CAPM=rE	13,38%
Adórátá	16,00%
WACC meghatározása	$D/V \cdot rD + E/V \cdot rE$
rE	13,38%
rD	0,11
D/V	0,32
E/V	0,68
WACC	12,03%

13. táblázat: A diszkontráta meghatározása és az ehhez szükséges adatok

A kockázatmentes kamatlábat a 2010- es kibocsátású államkötvények kamatlábalával tettem egyenlővé, míg a piaci kockázati prémiumot Romániára 2010-re a Damodaran weboldaltól vettem át. Az adórátá a Romániában használatos 16%, a beta pedig a vállalat sajátja.

Eredmények

A FCFF, FCFE pénzáramokat visszadiszkontálva, megkaptam azok jelenértékét, majd ezeket összeadva megkaptam a vállalat értékét:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PV(FCFF)	28220167	71716444	95713128	123916995	154372999	186710931	223167064
PV(FCFE)	27299662	58410728	69475964	78917447	87490226	93982802	99386246

14. táblázat: a vállalat pénzáramainak jelenértéke²⁴

²⁴ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

A vállalat értéke pedig:

Vállalatérték FCFF alapján	883 817 728
Vállalatérték FCFE alapján	514 963 074

15.táblázat: A vállalat értéke²⁵

A kapott vállalati értéket elosztottuk az Antibiotice részvényeinek számával. Ennek eredményeképpen megkapjuk egy részvény értékét, mely esetünkben **1,13 RON/ részvény**.

Ha figyelembe vesszük a 2017 után generált maradványértéket, feltételezve egy 12%-os növekedést, a következő értékeket kapjuk:

	Maradványérték nélkül	Maradványértékkel
Vállalatérték FCFF alapján	883 817 728	2 651 941 812
Vállalatérték FCFE alapján	514 963 074	1 368 613 967

16.táblázat: A vállalat értéke maradványértékkel és nélküle

Ha így kiszámítjuk a részvények értékét, azt az edeményt kapjuk, hogy a részvények hosszú távon tartani fognak a 3,01 lej/részvény árfolyamhoz.

Ez lenne az az ár amely alatt és amelyen érdemes lenne megvenni az Antibiotice részvényeit.

Érdemes összehasonlítani az általam kapott értéket a részvények régebbi árfolyamaival: jól látható, hogy a részvény jelenleg alulárázott, míg 2007-ben jelentősen magas árfolyamon kereskedtek velük, ezt a felülértékelést viszont tulajdoníthatjuk a tőzsdéken abban a periódusban egyre növekvő buboréknak.

²⁵ Forrás: saját számítások a vállalatok pénzügyi jelentéseiből

Periódus	Részvények száma	Részvényárfolyam		
		Max	Min	Év utolsó értéke
2005	454.897.291	1,0100	0,5000	0,9650
2006	454.897.291	1,9100	0,9600	1,7200
2007	454.897.291	2,1700	1,5800	2,0500
2008	454.897.291	2,1400	0,3320	0,3600
2009	454.897.291	0,8000	0,3600	0,6300

17. táblázat: Az Antibiotice részvény-árfolyamainak alakulása 2005-2009 között²⁶

Mindezeket összegezve viszont a szerző véleménye az, hogy az általa free cash- flow módszerrel meghatározott részvényárfolyamhoz a piaci árfolyamok valóban közeledni fognak, hiszen, mint láttuk a részvények korábban is hasonló árfolyamokkal rendelkeztek.

Az elemzéskor azt feltételeztük, hogy mivel a privatizáció sikertelen volt kikiáltásos árveréssel, ezért egy másik esetleges módja a privatizációnak a részvények

²⁶ Forrás: www.bvb.ro

tőzsdei értékesítése lenne. Ez azt jelentené, hogy nem lenne a vállalatnak egyetlen, többségi befektetője, mely az esetleges szinergia- hatásokat is hasznosítani tudná, hiszen ehhez egy teljesen más nézőpontú elemzésre lenne szükség.



11. ábra: Az Antibiotice részvényeinek árfolyam-alakulása 04.2009-04.2010 között

Ha megnézzük az Antibiotice R.t. részvényeinek árfolyam-alakulását, láthatjuk, hogy az a belső értékét szinte kétszeresen alulmúlja, viszonylag hosszú ideje. A jelenség magyarázata nyilvánvaló, hiszen mindez a gazdasági válság következménye, és a világ minden tőzsdéjére kihatott.

Ez akkor válik még szemléletesebbé, ha megfigyeljük a részvény-árfolyamokat egy hosszabb periódusra:

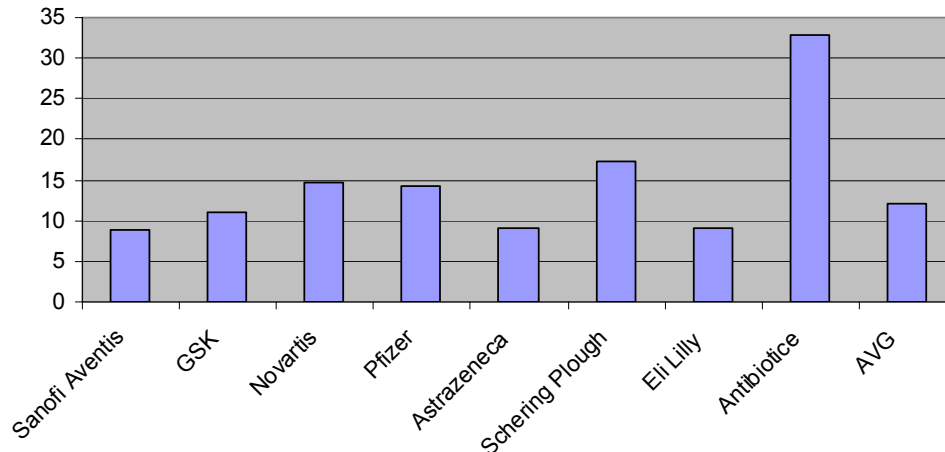


12.ábra: Az Antibiotice részvényeinek árfolyam-alakulása 05.2007-04.2010 között

A fenti ábrán jól látszik, hogy 2 évvel ezelőtt körülbelül a részvények a szerző által kiszámított érték körül mozogtak. A 2007- 2008 eleji magas árfolyamok pedig a mára már jól ismert tőzsdei "buborék" következményei.

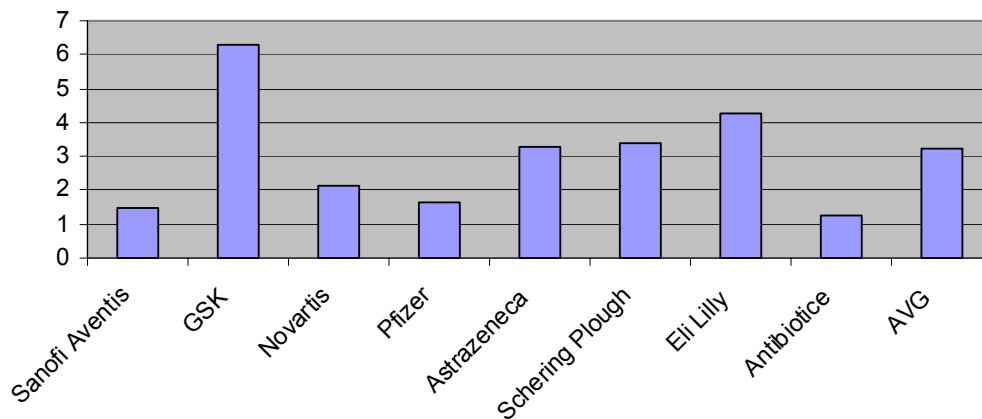
Szorószám- alapú értékelés

A szerző fontosnak látja a részvény-árfolyamok ilzen jellegű megközelítését is, mivel ennek segítségével pontosabb képet kaphatunk a piac becsléseiről, illetve összehasonlíthatjuk a jelenbeli értékeket a korábbiakkal, vagy akár más vállalatok mutatóival. Ezáltal sokkal pontosabb képet kaphatunk, illetve behatárolhatjuk, hogy az általunk kiszámított belső értékhez mikor fog közelíteni az árfolyam.



13 ábra: A főbb román piaci szereplők P/E mutatója

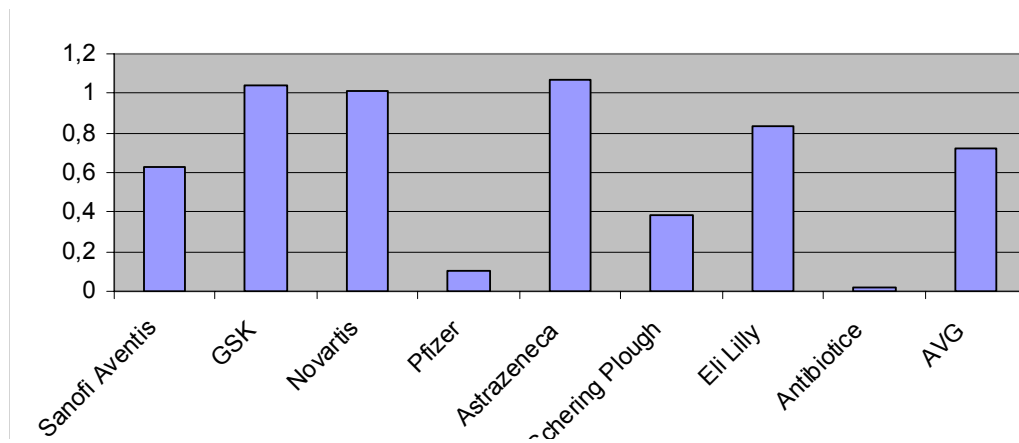
A mellékelt ábra a 2007-2008 évi értékeket foglal magába, ekkor látható, hogy a P/E mutató meghaladta a nyugati nállalatokéit, és közelített a regionális vállalatok értékeihez. A jelenben a vállalat P/E mutatója 32,89 értéken van, de várhatóan konvergálni fog a hasonló vállalatok mutatóihoz. Saját számítások alapján, a Romániában tevékenykedő vállalatok átlagos P/E mutatója 12,03-as értéken mozog.



14 ábra: A főbb román piaci szereplők P/BV mutatója

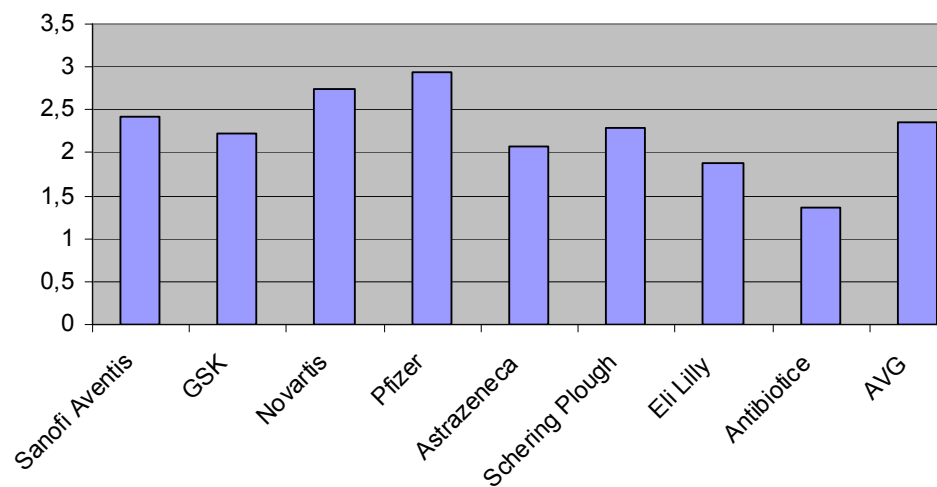
A P/BV mutatóra jellemző a visszaesés, jelenleg a vállalat P/BV mutatója 1,25 , ami szinte fele a két évvel előbbi értéknek. A román piacon is tevékenykedő nagyvállalatok átlaga 2010 első harmadában 3,21- es értéket vett fel. Mindezek

alapján számítani lehet a részvények árfolyamának emelkedésére közép- és hosszú távon.



14 ábra: A főbb román piaci szereplők EPS mutatója

Az átlagos EPS mutató az Antibiotice esetén jelenleg 0,02, ami nagyon alacsony értéknek számít, de feltehetően tartani fog a piaci értékhez, mely a szerző számításai szerint jelenleg 0,72-es értéket vesz fel.



14 ábra: A főbb román piaci szereplők P/S mutatója

A fenti ábrán az árfolyam/ egy részvényre jutó értékesítés került bemutatásra, és jól látható, hogy ezen a téren is alulmarad az Antibiotice részvény. Ugyanakkor ez annak a jele is lehet, hogy a piac alulértékelt a részvényt a vállalat értékesítési potenciáljához képest, tehát valószínűleg ez az érték is normalizálódni fog, amint a részvény árfolyama elkezd közelítené a belső értékéhez.

A további szemléltetés érdekében, a mellékletben található néhány táblázat, mely részletesebben tárgyalja ezeket a mutatókat.

Következtetések

A SC Antibiotice SA vállalat túlnyomó részt állami tulajdonú, és többszöri sikertelen privatizációs próbálkozás alanya volt a múltban. A legfrissebb információk alapján, a vállalat állam által birtokolt tulajdoni részét átranzferálják az Egészségügyi Minisztérium tulajdonába, annak érdekében, hogy "a válság idejére biztosítani tudják az elérhető árú, és megfelelő mennyiségű gyógyszert". Ez az információ nem állt a szerző rendelkezésére az elemzés végzésekor, viszont könnyen módosítható a benémeti modell akár az árcsökkenéssel, akár a valószínűsíthető mennyiségbeli növekedés függvényében.

Alapjában véve, elmondhatjuk, hogy az elemzett vállalatnak szembe kell néznie néhány kisebb pénzügyi menedzsmentbeli problémával, úgy mint például a likviditás megfelelő kezelése, de összességében elmondható, hogy a vállalat növekvőképes, és növekedése megaladja a piaci növekedés ütemét.

Éppen ezért a szerző úgy vélekedik, hogy a jelenben alulárazott részvények ára az FCFE és a szorzószámok becslések alapján is növekedni fog, tehát a részvények mindenképpen a „buy-and-hold” stratégia részét érdemes képezzék egy passzív portfóliómenedzsmentet folytató befektető portfólióján belül.

Bibilográfia

Rácz-Kummer: A gyógyszerpiac szerkezeti sajátosságai, 2009

Csedő Zoltán, Szervezeti változás és változásvezetés a folyamatos differenciálódás és integráció tükrében: az innovatív gyógyszeripar példája

Aswath Damodaran: Valuation Models, előadás

Vanguard, Raport de analiza S.A Antibiotice Iasi, 2008 szeptember

Vállalatok éves pénzügyi jelentései

SSIF Broker SA: Raport de Analiza Antibiotice Iasi, 2008 január

<http://www.mypharmareviews.com>

www.zf.ro

www.bvb.ro

<http://www.urchpublishing.com>

www.wall-street.ro

www.pharmaceutical-drug-manufacturers.com

<http://money.cnn.com>

Mellékletek

	Sanofi Aventis	GSK	Novartis	Pfizer	Astrazeneca	Schering Plough	Eli Lilly	AVG
P/E	8,88	10,99	14,6	14,32	9,04	17,39	8,98	12,03
EPS	0,63	1,04	1,01	0,1	1,07	0,38	0,83	0,72
PEG	1,99	18,95	5,25	2,46	0,38	0,08	0,03	4,16
P/BV	1,46	6,31	2,13	1,62	3,27	3,41	4,28	3,21
P/Sales	2,41	2,22	2,75	2,94	2,07	2,28	1,87	2,36
D/E	0,66	3,28	0,66	1,35	1,64	1,45	1,88	1,56
ROA	0,071	0,154	0,089	0,041	0,147	0,1235	0,21	0,12
ROE	0,118	0,569	0,147	0,0955	0,3616	0,2115	0,4545	0,28

1. melléklet: szorzószámos mutatók a nagyobb román piaci szerplőkre, 2010

Vállalat	P/E	P/S	P/BV	P/CF	EV/ EBITDA	EV/S
Antibiotice SA	20.36	2.43	2.32	11.12	10.11	2.40
Biofarm SA	17.23	3.87	1.68	11.98	11.71	3.63
Zentiva SA	17.87	0.89	0.85	3.07	9.09	0.74
Medie RO	17.55	2.38	1.27	7.53	10.40	2.19
Novartis AG	18.45	2.92	2.49	12.74	14.25	2.99
Roche Holding	16.74	3.69	3.89	11.62	9.42	3.52
Sanofi-Aventis SA	12.99	2.36	1.60	10.74	7.78	2.50
BIOTON SA	57.22	3.53	1.12	30.61	10.35	5.05
Egis	10.45	1.05	0.93	6.90	5.82	0.83
Gedeon Richter	22.54	2.71	2.03	19.93	10.15	2.55
Zentiva N.V.	29.11	2.21	4.91	10.83	12.83	2.85

2. melléklet: szorzószámos mutatók a nagyobb román piaci szerplőkre, 2007

		2006	2007	2008	2009
	Nettó árbevétel	195677945	229415802	215805947	219754104
	Működési bevételek összesen	193392713	235848065	226846141	216071694
	Összes működési költség	164311849	193771003	201499977	189336422
	Működési eredmény	29080864	42077062	25346164	26735272
	Pénzügyi eredmény	992696	5190712	11967531	15647178

	Bruttó eredmény	30073560	36886350	13378633	15647178
	Nettó eredmény	23839146	32456007	10572756	12171762
BIOFARM	Nettó árbevétel	57 829 935	62 344 059	65 102 889	67 063 043
	Működési bevételek összesen	56 906 878	62 691 353	66 351 674	68 697 436
	Összes működési költség	42 230 519	47 362 721	51 802 763	54 576 834
	Működési eredmény	14 676 359	15 328 632	14 548 911	14 120 602
	Pénzügyi eredmény	302 996	640 987	-33 422 030	8 875 368
	Bruttó eredmény	14 979 355	14 687 645	-18 873 119	22 995 970
	Nettó eredmény	12 715 098	13 514 213	-18 873 119	20 079 589
ZENTIVA	Nettó árbevétel	246162675,5	193996640,1	218505847,8	175765574
	Működési bevételek összesen	314575725,8	199809731,7	219240368,2	181909873,7
	Összes működési költség	252 141 262	190573330,3	196669965,9	198673198,5
	Működési eredmény	62434463,83	9236401,39	22570402,26	-16763324,9
	Pénzügyi eredmény	12 890 320	12 890 320	12 890 320	12 890 320
	Bruttó eredmény	40911568,25	9020418,26	30069347,45	-7185656,17
	Nettó eredmény	24397789,22	4258100,94	23184646,7	-7185656,17

3. melléklet: a főbb hazai termelők bevételei

		2006	2007	2008	2009
ANTIBIOTICE	Nettó árbevétel	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	Működési bevételek összesen	98,83%	102,80%	105,12%	98,32%
	Összes működési költség	83,97%	84,46%	93,37%	86,16%
	Működési eredmény	14,86%	18,34%	11,74%	12,17%
	Pénzügyi eredmény	3,30%	14,07%	89,45%	100,00%
	Bruttó eredmény	15,37%	16,08%	6,20%	7,12%
	Nettó eredmény	12,18%	14,15%	4,90%	5,54%
BIOFARM	Nettó árbevétel	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	Működési bevételek összesen	98,40%	100,56%	101,92%	102,44%
	Összes működési költség	73,03%	75,97%	79,57%	81,38%
	Működési eredmény	25,38%	24,59%	22,35%	21,06%
	Pénzügyi eredmény	2,02%	4,36%	177,09%	38,60%
	Bruttó eredmény	25,90%	23,56%	-28,99%	34,29%
	Nettó eredmény	21,99%	21,68%	-28,99%	29,94%
ZENTIVA	Nettó árbevétel	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	Működési bevételek összesen	127,79%	103,00%	100,34%	103,50%
	Összes működési költség	102,43%	98,24%	90,01%	113,03%
	Működési eredmény	25,36%	4,76%	10,33%	-9,54%
	Pénzügyi eredmény	31,51%	142,90%	42,87%	-179,39%
	Bruttó eredmény	16,62%	4,65%	13,76%	-4,09%
	Nettó eredmény	9,91%	2,19%	10,61%	-4,09%
ÁTLAG	Nettó árbevétel	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	Működési bevételek összesen	108,34%	102,12%	102,46%	101,42%
	Összes működési költség	86,47%	86,22%	87,65%	93,52%
	Működési eredmény	21,87%	15,90%	14,81%	7,89%

	Pénzügyi eredmény	12,28%	53,78%	103,14%	-13,60%
	Bruttó eredmény	19,30%	14,76%	-3,01%	12,44%
	Nettó eredmény	14,69%	12,67%	-4,49%	10,46%

4. melléklet: a főbb hazai termelők bevételei az összbevétel arányában

		2006	2007	2008	2009
BIOFARM	Elad. Mutató	2,9118	2,945572157	2,635335708	2,174280113
	Idegent. arány	0,158433	0,079198387	0,103764994	0,083689279
	Tőkeellátottság	0,820327	0,908221086	0,881887965	0,899899985
ZENTIVA	Elad. Mutató	-0,96755	-0,77711444	0,740742196	0,542480378
	Idegent. arány	0,219557	0,185063681	0,159082715	0,102961535
	Tőkeellátottság	2,846532	3,128502866	3,65262169	3,491895896
ANTIBIOTICE	Elad. Mutató	1,065914	1,081266136	0,753254224	0,282232129
	Idegent. arány	0,273215	0,255114228	0,30644354	0,301745355
	Tőkeellátottság	1,67277	1,517100063	1,509597059	1,626029303
ÁTLAG	Elad. Mutató	1,003388	1,083241285	0,882615912	0,638010621
	Idegent. arány	0,217069	0,173125432	0,18976375	0,162798723
	Tőkeellátottság	1,779876	1,851274672	2,014702238	2,005941728

5. melléklet: tőkeellátottsági-, idegentőke-arány-, és eladósodottsági mutatók a főbb hazai termelők esetén

MÉRLEG		2006	2007	2008	2009
(lej)					
A. Befektetett eszközök					
1. Immateriális javak		936819	1773383	1716786	1809414
Koncessziók, licenzek, márkák és hasonló értékek		883311	1212667	545382	473026
Előlegek és folyamatban levő immateriális javak		53508	560716	1171404	1336388
II. Tárgyi eszközök		105848204	162316097	163556872	156831681
Telkek és telkesítések		84196576	138240577	139218185	137015431
Technikai berendezések és gépek		19869249	22330719	19989326	14695138
Más berendezés, gép, bútorzat		536409	825296	912282	708974
Folyamatban levő tárgyi eszközök és előlegek		1245970	919505	3437079	4412138
III. Pénzügyi eszközök		8198	8198	80954	80954
Títluri sub forma de interese de participare		1500	1500	60000	60000
Títluri detinute ca imobilizari		640	640	640	640
Más követelés		6058	6058	20314	20314
Befektetett eszközök- összesen		106793221	164097678	165354612	158722049
B. Forgóeszközök					
1. Készletek		18333107	21753839	35954431	30951786
Alap- és fogyóanyagok		9177085	9640823	11511753	10409649
Folyamatban levő termelés		1626013	949217	959946	938896
Késztermék és áru		7364619	11142161	23316013	19450026
Készletvásárlási előlegek		165390	21753839	165719	153215
II. Követelések		106591713	122326101	124449445	185532945
Kereskedelmi követelések		105161725	120991568	123574633	181931893
Más követelés		1429988	1334533	874812	601052
III. Készpénz és számlapénz		28670254	36690424	42121119	3576127
Forgóeszközök- összesen		153595074	180770364	202524995	217060858
C. Előlegek		248653	422739	307795	481821

Összes eszköz	260636948	345290781	368187402	376264728
D. 1 évnél rövidebb lejáratú tartozások	68662036	84281535	111375824	113502996
Hitelintézetekkel szembeni tartozások	39633252	51301520	70534318	74745728
Rendelési számlán behajtott előlegek	36588	—	200343	7028
Kereskedelmi tartozások	17459200	23725751	30660795	681558
Más tartozások	10002270	7552229	9329157	9405304
E. Forgóeszközök, valamint folyó tartozások	85181691	96911568	91456966	104039674
F. Összes eszköz- Folyó tartozások	183101563	261009246	256811578	262761723
G. 1 évnél hosszabb lejáratú tartozások	2547890	3807056	1452827	33138
Hitelintézetekkel szembeni tartozások	1761697	2143556	871763	0
Más tartozások	786193	1663500	581064	33138
H. Kockázatra és kiadásokra képzett céltartalék	3494019	2400000	1000000	1300000
I. Előlegből származó bevételek, melyből:	8873349	8552429	7453778	6415676
Beruházási támogatások	8873349	8552429	7453778	6415676
Venituri magistrate în avans	0	0	0	0
j. Tőke és tartalékok	75048082	78796565	90936764	91216853
I. Tőke, melyből:				
Jegyzett és befizetett tőke	45489729	45489729	45489729	45489729
II. Átértékelésből származó tartalékok- debit egyenleg	46419363	92774229	102639441	108104710
III. Tartalékok	75048082	78796565	90936764	91216853
Kötelező tartalékok	6507240	8351558	9020490	9020490
Más tartalékok	66181075	66191600	81512220	81773848
IV. Áthozott eredmény- debit egyenleg	10102480	1422451	2064785	1970145
V. Eredmény - kredit egyenleg	23839146	32456007	10572756	12171762
Profit felosztása	23839146	1844318	668932	0
Saját tőke összesen	177059654	246249761	246904973	255012909
Tőke összesen	177059654	246249761	246904973	255012909
Összes forrás	260636948	345290781	368187402	376264719

6. melléklet: A SC Antibiotice SA éves mérlegei

EREDMÉNYKIMUTATÁS				
(lej)	2006	2007	2008	2009
Nettó árbevétel	195677945	229415802	215805947	219754104
Értékesítés	194584641	228251471	183539145	191316707
Áru eladásból származó bevételek	1093304	1164131	32266802	28437397
Készletállomány változás- kredit egyenleg	0	3607554	8600445	
Készletállomány változás- debit egyenleg	4412706	0	0	5449202
Producția imobilizată	437,63	417093	720460	559531
Más működési bevétel	1689844	2407816	1719289	1207261
Működési bevételek összesen	193392713	235848065	226846141	216071694
Alap- és fogyóanyag költségek	4350619	52659641	50695514	43673716
Más anyagi jellegű költség	900854	1017009	464610	215370
Más külső költség (energia, víz)	6950340	6735681	6538909	5621686
Áru költsége	801641	783568	11421857	11865651
Személyzeti költség	43382326	54849217	64061328	63417664
Tárgyi- és immateriális javak értékének kiigazítása	11778682	8822218	13456994	13605269
Forgóeszközök értékének kiigazítása	8969608	(- 1.822.815)	1067265	944144
Más működési költség	45284573	71820503	55053535	49692922
Céltartalékok értékének kiigazítása	(-106.794)	(-	(-	300000

		1.094.019)	1.260.035)	
Összes működési költség	164311849	193771003	201499977	189336422
Működési eredmény	29080864	42077062	25346164	26735272
Pénzügyi bevételek	4355603	1678689	4378166	2569667
Pénzügyi kiadások	3362907	6869401	16345697	13657761
Pénzügyi eredmény	992696	5190712	11967531	15647178
Jelenleg eredmény	30073560	36886350	13378633	15647178
Összes bevétel	197748316	237526754	231224307	218641361
Összes kiadás	167674756	200640404	217845674	202994183
Bruttó eredmény	30073560	36886350	13378633	15647178
Profitadó	6234414	4430343	2805877	3475416
Nettó eredmény	23839146	32456007	10572756	12171762

7. melléklet: A SC Antibiotice SA éves eredménykimutatásai

MÉRLEG (lej)	2006	2007	2008	2009
A. Befektetett eszközök				
1. Immateriális javak	0,36%	0,51%	0,47%	0,48%
Koncessziók, licenszek, márkák és hasonló értékek	0,34%	0,35%	0,15%	0,13%
Előlegek és folyamatban levő immateriális javak	0,02%	0,16%	0,32%	0,36%
II. Tárgyi eszközök	40,61%	47,01%	44,42%	41,68%
Telkek és telkesítések	32,30%	40,04%	37,81%	36,41%
Technikai berendezések és gépek	7,62%	6,47%	5,43%	3,91%
Más berendezés, gép, bútorzat	0,21%	0,24%	0,25%	0,19%
Folyamatban levő tárgyi eszközök és előlegek	0,48%	0,27%	0,93%	1,17%
III. Pénzügyi eszközök	0,00%	0,00%	0,02%	0,02%
Titluri sub forma de interese de participare	0,00%	0,00%	0,02%	0,02%
Titluri detinute ca imobilizari	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Más követelés	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%
Befektetett eszközök-összesen	40,97%	47,52%	44,91%	42,18%
B. Forgóeszközök	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1. Készletek	7,03%	6,30%	9,77%	8,23%
Alap- és fogyóanyagok	3,52%	2,79%	3,13%	2,77%
Folyamatban levő termelés	0,62%	0,27%	0,26%	0,25%
Késztermék és áru	2,83%	3,23%	6,33%	5,17%
Készletvásárlási előlegek	0,06%	6,30%	0,05%	0,04%
II. Követelések	40,90%	35,43%	33,80%	49,31%
Kereskedelmi követelések	40,35%	35,04%	33,56%	48,35%
Más követelés	0,55%	0,39%	0,24%	0,16%
III. Készpénz és számlapénz	11,00%	10,63%	11,44%	0,95%
Forgóeszközök- összesen	58,93%	52,35%	55,01%	57,69%
C. Előlegek	0,10%	0,12%	0,08%	0,13%
Összes eszköz	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
D. 1 évnél rövidebb lejáratú tartozások	26,34%	24,41%	30,25%	30,17%
Hitelintézetekkel szembeni tartozások	15,21%	14,86%	19,16%	19,87%
Rendelési számlán behajtott előlegek	0,01%	-	0,05%	0,00%

Kereskedelmi tartozások	6,70%	6,87%	8,33%	0,18%
Más tartozások	3,84%	2,19%	2,53%	2,50%
E. Forgóeszközök, valamint folyó tartozások	32,68%	28,07%	24,84%	27,65%
F. Összes eszköz- Folyó tartozások	70,25%	75,59%	69,75%	69,83%
G. 1 évnél hosszabb lejáratú tartozások	0,98%	1,10%	0,39%	0,01%
Hitelintézetekkel szembeni tartozások	0,68%	0,62%	0,24%	0,00%
Más tartozások	0,30%	0,48%	0,16%	0,01%
H. Kockázatra és kiadásokra képzett céltartalék	1,34%	0,70%	0,27%	0,35%
I. Előlegből származó bevételek, melyből:	3,40%	2,48%	2,02%	0,00%
Beruházási támogatások	3,40%	2,48%	2,02%	1,71%
Venituri magistate în avans	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
j. Tőke és tartalékok	28,79%	22,82%	24,70%	24,24%
I. Tőke, melyből:	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jegyzett és befizetett tőke	17,45%	13,17%	12,36%	12,09%
II. Átértékelésből származó tartalékok- debit egyenleg	17,81%	26,87%	27,88%	28,73%
III. Tartalékok	28,79%	22,82%	24,70%	24,24%
Kötelező tartalékok	2,50%	2,42%	2,45%	2,40%
Más tartalékok	25,39%	19,17%	22,14%	21,73%
IV. Áthozott eredmény- debit egyenleg	3,88%	0,41%	0,56%	0,52%
V. Eredmény - kredit egyenleg	9,15%	9,40%	2,87%	3,23%
Profit felosztása	9,15%	0,53%	0,18%	0,00%
Saját tőke összesen	67,93%	71,32%	67,06%	67,77%
Tőke összesen	67,93%	71,32%	67,06%	67,77%
Összes forrás				

8. melléklet: A SC Antibiotice SA éves mérlegeinek szerkezeti összetétele