



*Perspective de crestere pe fondul cresterii exportului de medicamente si substanta activa Nistatina - Antibiotice S.A., lider mondial in productia de Nistatina*

**Reorientarea spre export aduce perspective noi de crestere:** dupa izbucnirea crizei financiare, conducerea Antibiotice a decis sa se concentreze mai mult pe export, bazandu-se pe deschiderea creata anterior prin vanzarea substantei active Nistatina in SUA si a produselor finite in Europa si regiunea asiatica. Astfel, societatea si-a marit substantial expunerea pe pietele internationale in ultimii ani, incheind acorduri cu societati locale din tarile invecinate, participand la licitatii in Europa, deschizand reprezentante in tari precum Vietnam, livrand atat substante active, cat si produse finite in SUA si inregistrand numeroase medicamente la organele corespunzatoare din diferite tari la nivel mondial.

**Perspectivile de crestere si riscurile pe plan intern tin, in mare parte, de anumite categorii de produse vandute local si de cadrul legislativ si fiscal** care guverneaza industria farmaceutica din Romania. Taxa de clawback, instabilitatea cadrului legislativ si scaderea preturilor la medicamente sunt doar cateva din riscurile cu care se confrunta producatorii locali de medicamente. La acestea, adaugam si concurenta acerba data de corporatii multinationale producatoare de medicamente prezente pe piata din Romania. Oportunitatile pe plan local tin de orientarea spre medicamente destinate sistemului cardiovascular si neurocentral.

**Previzionam cresteri ale cifrei de afaceri si ale indicatorilor de profit in urmatoorii ani**, in cea mai mare parte pe fondul cresterii veniturilor din exporturi. Ne asteptam la o crestere a veniturilor substantiala in 2017 si la o rata sustenabila si continua de crestere de circa 2% incepand cu 2021. Pe baza acestor previziuni si utilizand modelul de evaluare FCFE, am ajuns la **un pret tinta pentru urmatoarele 12 luni de 5.911 lei/actiune, ceea ce reprezinta un potential de apreciere de peste 15%.**

**Cumparare**

Pret tinta (Ron)	<b>0.5911</b>
Pret tinta ex-dividend (Ron)	0.5678
Pret piata (Ron)	0.5120
Potential apreciere	<b>15.44%</b>
Simbol BBG:	ATB RO
Simbol BVB:	ATB

Date financiare	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Venituri (mil.Ron)	353.77	363.25	405.85	419.04	430.56	441.32
EBITDA (mil.Ron)	52.04	59.74	68.85	68.66	71.02	72.93
<i>Marja EBITDA</i>	15%	16%	17%	16%	16%	17%
Profit exploatare (mil.Ron)	37	42	51	52	54	55
<i>Marja exploatare</i>	10%	12%	13%	13%	13%	13%
Profit net (mil.Ron)	27	31	32	34	34	35
<i>Marja neta</i>	8%	9%	8%	8%	8%	8%
EPS (Ron)	0.0405	0.0466	0.0484	0.0499	0.0513	0.0526
DPS (Ron)	0.0208	0.0233	0.0242	0.0250	0.0257	0.0263
Rata distributie	51%	50%	50%	50%	50%	50%

**Multiplii de tranzactionare**

P/E (2015)	12.70
P/B (2015)	0.88
Randamentul dividendului (2015)	4.04%

**Performanta pret**

Variatie YTD	-3.76%
Max. 52 saptamani (Ron)	0.542
Min. 52 saptamani (Ron)	0.420

Sursa: BRK Financial Group, Bloomberg, BVB, Situatii financiare ATB

**Evolutia ATB vs. BET 1997 - 2016**

## Investitia in Antibiotice S.A. I

Antibiotice S.A. este una dintre cele mai mari companii producatoare de substante farmaceutice din Romania, producand medicamente generice pentru uz uman, medicamente veterinare si substanta activa Nistatina.

### Inceputuri

Primul produs fabricat de Antibiotice S.A. (Fabrica Chimica nr. 2 Iasi la acea vreme) a fost Penicilina, in 1955. In 1959 a intrat in functiune sectia de fabricare a Streptomicinei, iar denumirea societatii a fost schimbata in Antibiotice. In 1977 s-a obtinut autorizatia pentru fluxul de Streptomicina din partea reglementatorului american, astfel, Antibiotice devenind exportator (cativa ani mai tarziu, peste 50% din productie era exportata). In anii '90, managementul a decis reorientarea activitatii spre produsele finite, in detrimentul productiei de substante active utilizate anterior atat in productia interna, cat si cea internationala. S-au produs astfel primele medicamente sub forma de comprimate si primele capsule (Ampicilina si Oxacilina) obtinute din fluxul de produse penicilinice.

La inceputul anilor 2000, Antibiotice a obtinut autorizatia FDA pentru productia de Nistatina, fiind posibil astfel exportul in SUA si devenind pe aceasta cale primul producator la nivel mondial al substantei active. In 2007 s-a finalizat constructia unei instalatii ecologice de incinerare a deeurilor, reducandu-se astfel impactul asupra mediului.

### Reorientarea spre export pentru a face fata crizei economice

Dupa izbucnirea crizei economice globale, conducerea societatii a decis concentrarea activitatii pe export in vederea asigurarii stabilitatii financiare a companiei. In 2010, Antibiotice a obtinut autorizatia FDA pentru exportul de penicilina sub forma de pulbere injectabila. In 2012, compania incepe productia de medicamente oncologice. In acelasi an, Antibiotice devine prima companie farmaceutica din Europa precalificata pentru medicamentele antituberculoase de catre Organizatia Mondiala a Sanatatii.

### Astazi, lider mondial in productia de Nistatina

Astazi, medicamentele generice pentru uz uman produse de Antibiotice S.A. au ajuns la un numar de 148, compania fiind lider de piata pe segmentul medicamentelor generice comercializate in spitale (cota de piata de 18.4% la 30 septembrie 2016). Additional, medicamentele generice pentru uz uman produse de Antibiotice sunt comercializate si in farmacii, unde Antibiotice ocupa locul 13 in tara, cu o cota de piata de 2.33%. Agregat pe segmentul medicamentelor generice, compania se situeaza pe locul 4 in Romania, cu o cota de piata de 5.7% (conform Raportului Administratorilor la 30 septembrie 2016).

Din punct de vedere al unitatilor vandute pe segmentul urgente, Antibiotice isi mentine pozitia de lider (cota de piata de 28.4% la 30 septembrie 2016). Pe segmentul supozitoare, cota de piata este de 42.6%, iar pe segmentul pulberi injectabile, cota de piata este de 75.6% (conform Raportului Administratorilor la 30 septembrie 2016).

Nistatina, substanta antifungica utilizata in tratamente atat farmaceutice, cat si cosmetice, a facut din Antibiotice S.A. o societate recunoscuta la nivel international. Compania este liderul mondial printre producatorii de profil in ceea ce priveste productia acestei substante active.

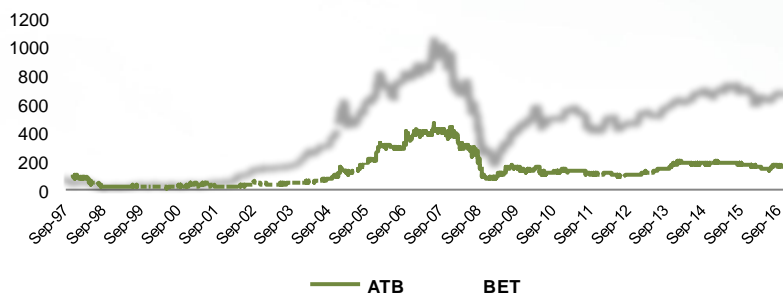
## Investitia in Antibiotice S.A. II

**Investitii** De-a lungul timpului, s-au facut investitii majore in cercetare-dezvoltare, doar in perioada '93-'97 investindu-se peste opt milioane de euro in retehnologizare si achizitia de echipamente. Incepand cu 1997 s-a implementat si un sistem de asigurare a calitatii.

In perioada 2005 – 2006 s-au continuat investitiile, atat in ceea ce priveste capacitatea si dezvoltarea activitatii, cat si in ceea ce priveste personalul si conducerea societatii. In 2006 s-a inaugurat Centrul de Evaluare a Medicamentului (investitie de circa un milion de euro), autorizat de Ministerul Sanatatii si certificat GLP (Good Laboratory Practice). Patru-cinci ani mai tarziu, s-a inaugurat Centru Modern de Cercetare-Dezvoltare.

**Actiunea Antibiotice S.A.** In aprilie 1997, Antibiotice S.A. s-a listat la categoria I a Bursei de Valori Bucuresti. De la valoarea de aproximativ 0.3 Ron/actiune, la care se tranzactiona in 1997, pretul actiunii Antibiotice a atins minimul de 0.0452 Ron/actiune la inceputul anilor 2000 si a urcat in maximul de la 1.3891 Ron/actiune la data de 31 decembrie 2007. Astazi, actiunea se tranzactioneaza la putin peste 0.5 Ron/actiune, pret subevaluat conform rezultatelor evaluarii noastre.

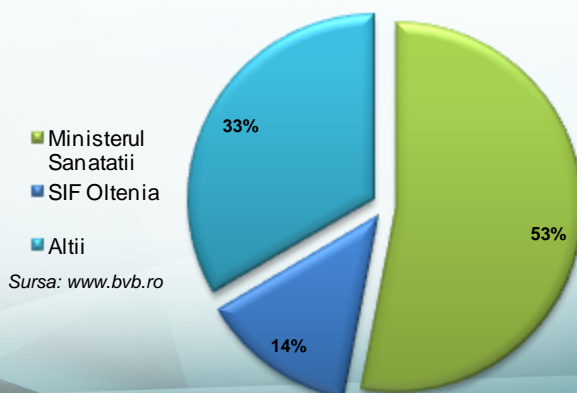
**Evolitia ATB vs. BET 1997 - 2016**



Actiunea ATB face parte din componenta indicilor BETPlus si BET-BK.

Principalii actionari ai Antibiotice S.A. sunt Ministerul Sanatatii si SIF Oltenia, acestia detinand 53%, respectiv 14% (conform datelor Depozitarului Central la data de 30 iunie 2016).

**Structura actionariatului**



## Perspective si amenintari I

### **Perspective de export: America, Europa, Asia – prezenta in peste 73 de tari la nivel mondial**

Una dintre cele mai evidente perspective pentru Antibiotice este dezvoltarea societatii pe segmentul de export, atat din punct de vedere al exportului de produse finite, cat si din punct de vedere al exportului de substante active. Acesta este de altfel si planul strategic pe termen lung al societatii, conform Raportului administratorilor la 30 septembrie 2016. Indreptarea spre export vine oarecum natural in contextul de piata actual, avand in vedere ca in Romania, sunt practicate cele mai mici preturi pe medicamente din Europa si circa 50% din pretul unui medicament la ora actuala reprezinta taxe si impozite. La momentul actual, produsele Antibiotice sunt prezente in 73 de tari la nivel mondial.

Antibiotice vizeaza asadar consolidarea pozitiei de lider mondial in productia de substanta activa Nistatina , prin cresterea exporturilor pe pietele reglementate, in special in SUA, cea mai importanta piata pentru acest produs. Piata din SUA insa nu este destinata exclusiv Nistatinei. Aici Antibiotice exporta si produse finite, care au inregistrat o crestere de 30% in primele noua luni ale anului curent fata de aceeaasi perioada a anului trecut, in principal datorita exportului de produse injectabile (+68% valoric, +73% cantitativ).

Pietele de export nu se rezuma la SUA, Antibiotice exportand atat substante active, cat si produse finite si in Europa si in regiunea asiatica. In Europa, spre deosebire de SUA, cresterile valorice sunt mai mari decat cele cantitative, ceea ce reflecta cresterea preturilor de catre Antibiotice pe aceste piete. Principalele produse exportate in Europa sunt din nou cele injectabile, care in primele noua luni ale lui 2016 au inregistrat o crestere cantitativa de 50%, respectiv valorica de 75%.

Conducerea Antibiotice atribuie mare parte din cresterea exportului in Europa unui nou parteneriat realizat cu o firma locala din Serbia. Aici au fost inregistrate noua medicamente sub brand Antibiotice, altele patru sunt in curs de inregistrare si se vizeaza si abordarea produselor dermatologice, conform Raportului administratorilor la noua luni.

In regiunea asiatica, Antibiotice va inaugura cat de curand o reprezentanta localizata in Vietnam in vederea promovarii produselor care sunt in curs de autorizare: 7 produse antiinfecioase se preconizeaza ca vor fi autorizate pana in 2017 si altele 13 pana in 2019. Antibiotice vizeaza si pietele invecinate din Taiwan, Hong Kong si Filipine.

### **Perspective pe piata locala: medicamente destinate sistemului cardiovascular, segment de piata in valoare de peste 1.8 Mld. Ron in perioada iulie 2015 – iunie 2016**

O alta perspectiva de crestere pentru Antibiotice tine de dezvoltarea si extinderea gamei de produse pe plan national, cu precadere produsele farmaceutice (si cu, dar mai ales fara prescriptie medicala) destinate sistemului nervos si celui cardiovascular. Avand in vedere politica fiscala a tarii noastre in ceea ce tine de productia de medicamente compensate, pentru producatorii devin mult mai rentabile medicamentele vandute fara prescriptie medicala. In 2007 – 2009, Antibiotice a intrat pe piata medicamentelor destinate sistemului cardiovascular, in primele noua luni ale anului curent a lansat doua game de produse noi destinate acestuia, iar in momentul de fata comercializeaza 19 produse aferente.

## Perspective si amenintari II

Conform datelor Cegedim ([www.universfarmaceutic.ro](http://www.universfarmaceutic.ro)), in perioada iulie 2015 – iunie 2016, medicamentele destinate sistemului cardiovascular au ocupat cea mai mare cota de piata, 24.3%, dupa volum, si a doua cea mai mare cota de piata dupa valoare (PPP), si anume 15.2%. Dupa volum, cota de piata a acestor medicamente a crescut in perioada studiata cu 0.4%. Astfel, dimensiunea acestui segment de piata si dinamica in crestere, releva o oportunitate pentru Antibiotice pe acest segment.

**Perspective pe piata locala: medicamente destinate sistemului nervos, segment de piata in valoare de peste 1.7 Mld. Ron in perioada iulie 2015 – iunie 2016**

Un al doilea segment oportun pe piata locala este cel al medicamentelor destinate sistemului nervos. Antibiotice a accesat aceasta piata dupa 2010, avand la momentul de fata 18 produse aferente disponibile. Medicamentele pentru sistemul nervos ocupa doar 0.6% din piata dupa volum (in perioada iunie 2015 – iulie 2016), insa dinamica de crestere (6.6%) si pretul mediu ridicat al produselor, fac din acest segment de piata unul oportun pentru producatorii de medicamente. Pretul mediu al medicamentelor din acest segment de piata, in perioada iulie 2015 – iunie 2016, a fost de cel putin 10 ori mai mare decat pretul mediu din oricare alt segment de produse farmaceutice. In primele noua luni ale anului 2016, Antibiotice S.A. a lansat trei noi produse destinate sistemului nervos central.

**Riscuri majore pe piata locala: legislative si fiscale – taxa clawback si reducerea preturilor**

Gruparea cea mai mare de riscuri cu care se confrunta Antibiotice, inainte de concurenta din piata, tine de cadrul legislativ si fiscal din industrie. Statul a introdus taxa de clawback care se impune producatorilor de medicamente, insa riscurile nu vin doar din existenta acesteia, ci si din neclaritatea si incertitudinea specifica legislatiei si fisclaitatii romanesti, cu precadere in ceea ce priveste aplicarea acesteia. Calcularea acestei taxe este complicata si a fost actualizata in diferite randuri. Practic, taxa presupune ca producatorii de medicamente sa returneze statului roman o parte din profitul realizat din vanzarea de medicamente compensate care depasesc suma alocata fiecarui producator in parte de catre Fondul National de Asigurari. In acest fel, productia de medicamente in scopul vanzarii acestora ca si compensate poate deveni chiar neprofitabila pentru Antibiotice, mai ales in conditii de reglementare a anumitor preturi la medicamente. Scaderea preturilor la medicamente in 2015 a scos din zona profitabilitatii anumite produse mai ieftine. Mai mult, in Romania se practica cele mai mici preturi la medicamente din Uniunea Europeana. Case de avocatura au declarat in cadrul summitului Pharma ZF din 2015 ca au sute de dosare in instanta pe tema taxei de clawback si multe dintre acestea s-au finalizat in avantajul producatorilor. Mai mult, in cadrul aceluiasi summit, s-a discutat faptul ca in Romania, peste 50% din pretul medicamentelor reprezinta taxe si impozite. Asadar, actiunile statului roman par a fi atat in defavoarea producatorilor de medicamente, cat si in defavoarea consumatorilor. In acest mod, producatorii se confrunta cu riscuri din ambele parti: legislative si fiscale, din partea statului, si posibila scadere a consumului.

**Riscul concurentei: resurse aproape ineputabile ale marilor corporatii internationale din domeniul farmaceutic**

Atat pe plan intern, cat si pe plan international, concurenta acerba reprezinta un risc real pentru Antibiotice. La nivel mondial, dar si pe piata din Romania, activeaza producatori de renume, corporatii multinationale cu bugete de research si resurse aproape infinite. Astfel ca, tinerea pasului in inovatie, devine o provocare foarte mare pentru Antibiotice, mai ales avand in vedere strategia pe termen mediu si lung de orientare spre export.

## Perspective si amenintari III (Concurenta)

**Capitalizarea celor mai mari doi concurenti depaseste PIB-ul Romaniei din 2015: Pfizer si Novartis**

Potenta corporatiilor multinationale din domeniul farmaceutic nu se rezuma doar la resurse pentru cercetare si dezvoltare, ci implica si forta masiva in vanzari, politici de marketing agresive si costisitoare. Exemplificam dimensiunea si, ca urmare, posibila forta, a catorva din companiile farmaceutice din topul primelor 15 active in Romania:

- Pfizer, capitalizare circa 200 mld. USD,
- Novartis, capitalizare circa 189 mld. CHF,
- Abbvie, capitalizare peste 100 mld. USD,
- Sanofi, capitalizare peste 98 mld. EUR,
- Glaxosmithkline, capitalizare circa 74 mld. GBP.

**Avantaje comparative: Antibiotice - lider pe segmentul de urgente in Romania**

In 2015, PIB-ul Romaniei a ajuns la putin peste 159 mld. EUR. La momentul actual, capitalizarea Antibiotice S.A. se situeaza in jurul valorii de 347 mil. Ron, echivalentul a circa 77 mil. EUR. In ciuda fortei competitorilor, Antibiotice s-a situat pe locul al patrulea din punct de vedere al volumului vandut in perioada aprilie 2015 – martie 2016. Din punct de vedere al vanzarilor valorice, Antibiotice pica insa pe locul 12. Din aceasta situatie am putea deduce doua avantaje competitive ale Antibiotice: preturile practicate si segmentul de piata spre care este orientata societatea la momentul de fata pe plan local. Din punct de vedere al preturilor, avantajul nu este neaparat unul major avand in vedere specificul produselor comercializate de Antibiotice (compensate, destinate urgentelor in spitale) fata de cele comercializate de concurenti (OTC-uri cu valoare adaugata crescuta). Din perspectiva segmentului de piata pe care Antibiotice are pozitia de lider (segmentul urgente) ne asteptam la o consolidare a pozitiei si pastrarea acesteia de-a lungul timpului.

Top vanzari valorice	Companie	Vanzari 12L pana la 31 martie 2016 (mil. Ron)	Variatie trimestriala vanzari valorice (%)	Top vanzari dupa volum	Companie	Vanzari 12L pana la 31 martie 2016 (mil. unit.)
1	ABBVIE	932	5	1	SANIFI	59
2	SANOFI	815	-1	2	SUN PHARMA	46
3	NOVARTIS	586	-1	3	SERVIER	31
4	SERVIER	550	-1	4	ANTIBIOTICE	30
5	PFIZER	539	0	5	ALVOGEN	28
6	SUN PHARMA	518	1	6	KRKA	27
7	HOFFMAN LA ROCHE	493	-3	7	NOVARTIS	24
8	GLAXOSMITHKLINE	490	0	8	GLAXOSMITHKLINE	23
9	ASTRAZENECA	380	0	9	BIOFARM	20
10	MERCK & CO	323	0	10	GEDEON RICHTER	20
11	KRKA	297	0	11	MENARINI	15
12	ANTIBIOTICE	292	0	12	PFIZER	12
13	JOHNSON & JOHNSON	281	0	13	RECKITT BENCKISER	11
14	MENARINI	280	0	14	MYLAN	11
15	BAYER HEALTHCARE AG	263	0	15	BAYER HEALTHCARE AG	9

## Rezultate financiare si previziuni I

### Rezultate la noua luni

In primele noua luni ale anului curent, Antibiotice a inregistrat rezultate in crestere cu 3% fata de aceeaasi perioada a anului trecut (venituri in valoare de circa 249 mil. Ron la 30 septembrie 2016 fata de 242.8 mil. Ron la 30 septembrie 2015), in principal datorita exportului care a inregistrat cresteri in toate regiunile importante, dar mai ales pe fondul unor rezultate slabe din primele noua luni ale lui 2015. Cresterea la noua luni se datoreaza in principal rezultatului din trimestrul al doilea, in crestere cu 11% fata de anul trecut. Practic, rezultatul din T2 2015 a fost unul exceptional, venituri mult prea mici, iar rezultatul din T2 2016 este unul de revenire: in T2 2015 s-au inregistrat venituri din vanzari in valoare de 79.75mil. Ron, in scadere cu 11 fata de veniturile din vanzari inregistrate in T2 2014 (89.2 mil. Ron). In t2 2016, veniturile din vanzari au ajuns la 88 mil. Ron, in crestere cu 11% fata de T2 2015, anihiland practic evolutia din ultimii doi ani.

In trimestrul al treilea anului curent, veniturile din vanzari au stagnat (putin peste 83 mil. Ron atat in T3 2015, cat si in T3 2016), iar veniturile totale din exploatare au scazut cu 5%. Practic, in acest an trimestrul al treilea a fost cel mai slab pentru Antibiotice, inasa se observa o oarecare ciclicitate in acest sens. Trimestrul al patrulea tinde sa fie cel cu veniturile cele mai ridicate, probabil din cauza virozelor si a gripelor caracteristice perioadei.

### Estimari T4 2016 si agregat 2016

Pentru ultimul trimestru al anului am estimat o crestere a veniturilor de circa 3% fata de aceeaasi perioada a anului trecut, de la 113.8 mil. Ron la 117.2 mil. Ron si o crestere a profitului net de circa 7% pe fondul cresterii cheltuielilor intr-un ritm mai slab decat cel al veniturilor (cheltuielile fixe raman fixe). Ne asteptam la o crestere a cheltuielilor totale din exploatare de circa 2%. Urmare acestor evolutii, la nivel de trimestru ne asteptam la o crestere a profitului din exploatare de 6% (de la 17.22 mil. Ron la 18.21 mil. Ron) si la o crestere a profitului net de 7%, pe fondul diminuarii pierderii financiare in T4 2016 fata de T4 2015. La nivel de an, ne asteptam la o crestere substantiala a profitului din exploatare si a celui net, cu 15% fiecare, de la circa 37 mil. Ron, respectiv 27.2 mil. Ron la 31 decembrie 2015, la circa 42.5 mil. Ron, respectiv 31.3 mil. Ron la final de 2016. Bazam aceste estimari pe cresterea exporturilor, dar si pe veniturile aferente noilor medicamente lansate destinate sistemului cardiovascular si celui nervos-central.

Pe plan extern, la nivel european, ne asteptam la fructificarea eforturilor de a inregistra produse finite noi in Serbia si de a adjuceca licitatiile din Olanda, Bosnia, Croatia, Cehia si Danemarca pentru produse finite injectabile. In SUA, bazam estimarile de crestere pe autorizarea Ampicilinei (2 doze) in 2015 si pe livrarile record din luna iunie a anului curent, livrari ce arata potentialul pietei americane pentru Antibiotice.

Pe plan intern, noile produse lansate destinate sistemului nervos-central ar putea ajuta Antibiotice in cresterea valorica a vanzarilor, mai mult decat cresterea bazata pe volum. Nu vorbim despre o crestere inflationista, ci tot despre una organica, inasa care include produse farmaceutice mai scumpe conform specificului lor. Astfel ca nu luam in considerare o crestere a preturilor la modul agregat, ci o crestere a vanzarilor produselor mai scumpe, in detrimentul produselor compensate probabil (unde taxa de clawback afecteaza puternic rezultatul final) si o crestere a volumelor vandute, cu precadere pe plan international.

## Rezultate financiare si previziuni II

Mil. RON	Rezultate				Estimari				
	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016e	2016e
Venituri	77.84	92.05	72.88	110.99	77.88	10174	69.31	114.32	363.25
Venituri din vanzari	52.64	79.75	83.90	113.79	55.09	88.71	83.54	117.21	344.55
Alte venituri din exploatare	7.53	3.79	.61	2.71	6.68	2.33	4.09	2.79	15.90
Venituri aferente costurilor stocurilor de produse	16.97	7.97	-12.27	-6.11	15.68	10.20	-19.14	-6.29	.45
Venituri din activitatea realizata de entitate si capitalizata	.71	.55	.65	.60	.42	.50	.81	.62	2.35
Cheltuieli	-69.74	-8109	-72.24	-93.77	-69.75	-88.81	-66.09	-96.11	-320.77
Materii prime si consumabile	-24.99	-32.71	-25.16	-35.95	-30.95	-40.76	-19.03	-36.85	-127.60
Cheltuieli cu personalul	-16.55	-17.79	-18.58	-17.95	-17.19	-17.52	-18.26	-18.40	-71.37
Cheltuieli cu amortizarea si deprecierea	-3.70	-3.70	-3.79	-3.91	-4.42	-4.44	-4.39	-4.01	-17.26
Alte cheltuieli din exploatare	-24.50	-26.88	-24.71	-35.95	-17.19	-26.09	-24.42	-36.85	-104.55
Profit din exploatare	8.10	10.97	.65	17.22	8.13	12.93	3.22	18.21	42.48
Rezultatul financiar	-2.01	-.42	-.57	-1.89	-.74	-1.46	-1.63	-1.92	-5.76
Profit inainte de impozitul pe profit	6.10	10.54	.07	15.33	7.38	11.47	1.58	16.29	36.73
Cheltuieli cu impozitul pe profit curent si impozitul pe profit amanat	-.04	-1.34	-.77	-2.72	-.24	-2.17	-.22	-2.80	-5.43
Profit net	6.06	9.20	-.69	12.61	7.14	9.30	1.36	13.49	31.29
	15/14				16/15				
%	T1 %	T2 %	T3 %	T4 %	T1 %	T2 %	T3 %	T4 %	16/15 %
Venituri	-2%	-2%	18%	0%	0%	11%	-5%	3%	3%
Venituri din vanzari	-13%	-11%	24%	12%	5%	11%	0%	3%	4%
Alte venituri din exploatare	106%	128%	-86%	-51%	-11%	-38%	573%	3%	9%
Venituri aferente costurilor stocurilor de produse	17%	220%	11%	-282%	-8%	28%	56%	3%	-93%
Venituri din activitatea realizata de entitate si capitalizata	123%	-8%	-35%	-35%	-40%	-10%	25%	3%	-6%
Cheltuieli	-1%	9%	25%	0%	0%	10%	-9%	2%	1%
Materii prime si consumabile	-9%	22%	52%	-4%	24%	25%	-24%	2%	7%
Cheltuieli cu personalul	-1%	-4%	-1%	2%	4%	-2%	-2%	2%	1%
Cheltuieli cu amortizarea si deprecierea	-19%	-16%	-6%	-3%	20%	20%	16%	2%	14%
Alte cheltuieli din exploatare	14%	9%	33%	4%	-30%	-3%	-1%	3%	-7%
Profit din exploatare	-7%	-45%	-83%	-4%	0%	18%	398%	6%	15%
Rezultatul financiar	-27%	-89%	-73%	-54%	-63%	245%	186%	2%	18%
Profit inainte de impozitul pe profit	2%	-34%	-96%	11%	21%	9%	2020%	6%	15%
Cheltuieli cu impozitul pe profit curent si impozitul pe profit amanat	-95%	-53%	-384%	-7%	594%	61%	-71%	3%	12%
Profit net	15%	-29%	-135%	16%	18%	1%	n.a.	7%	15%

Sursa: BRK Financial Group, Situatii Financiare ATB



## Rezultate financiare III

Licitatiile adjudecate in cateva tari europene, acordul cu firma locala si autorizarea de medicamente noi in Serbia, noua reprezentanta deschisa in Vietnam si livrarile record de Nistatina si produse finite in SUA creaza perspective pe termen lung puternice pentru Antibiotice. Pe de alta parte, estimam cresteri ale vanzarilor produselor destinate sistemului cardiovascular si celui nervos-central pe piata interna. Aceste previziuni, impreuna, ar putea contrabalansa cel putin eventualele scaderi ale veniturilor de pe piata interna cauzate de vanzarile de produse farmaceutice compensate si alte medicamente generice.

### Previziuni ulterioare

Asadar, am estimat o crestere de doar 3% a veniturilor din exploatare in 2016, asteptandu-ne ca efectele contractelor si acordurilor internationale sa aiba un efect mai puternic in 2017 (se asteapta autorizari pentru 7 produse in 2017 in Vietnam). Am estimat astfel o crestere de 12% a veniturilor din exploatare in 2017 fata de 2016 (de la 363.3 mil. Ron la 405.8 mil. Ron). In 2018 am revenit la o estimare de crestere de 3.2% a veniturilor, scazand gradual pana la o rata stabila si sustenabila de crestere in 2020 de 2.5%.

Ne asteptam ca profitul net sa ajunga la o rata de crestere de 2.5% in 2020 (scadere graduala) si la o rata sustenabila pe termen lung de 2.15% incepand cu 2021. Astfel, castigul pe actiune va creste puternic in 2016, de la 0.0405 Ron/actiune la 0.0466 Ron/actiune, iar ritmul de crestere va incetini substantial incepand cu 2017 de cand estimam o crestere mare a productiei, ce implica atat crestere de venituri, cat si de cheltuieli variabile. Estimam mentinerea marjei de profit net in jurul valorii de 8% si marja EBITDA in jurul valorii de 16%-17%.

RON	Rezultate				Estimari				
	31-Dec-12	31-Dec-13	31-Dec-14	31-Dec-15	31-Dec-16	31-Dec-17	31-Dec-18	31-Dec-19	31-Dec-20
Venituri	334,233,291	349,665,898	346,394,934	353,770,409	363,252,411	405,847,077	419,037,107	430,560,627	441,324,643
Cheltuieli cu amortizarea si deprecierea	(18,124,209)	(20,399,308)	(17,057,809)	(15,099,989)	(17,258,242)	(18,121,155)	(16,280,539)	(17,203,534)	(17,761,508)
EBITDA	59,902,738	71,785,031	67,335,339	52,037,028	59,741,034	68,852,039	68,660,177	71,023,613	72,927,088
Marja EBITDA	18%	21%	19%	15%	16%	17%	16%	16%	17%
Profit din exploatare	41,778,529	51,385,723	50,277,530	36,937,039	42,482,792	50,730,885	52,379,638	53,820,078	55,165,580
Marja din exploatare	12%	15%	15%	10%	13%	13%	13%	13%	13%
Profit net	27,110,838	31,380,851	31,138,738	27,178,823	31,294,232	32,467,766	33,522,969	34,444,850	35,305,971
Marja neta	8%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
EPS	0.0404	0.0467	0.0464	0.0405	0.0466	0.0484	0.0499	0.0513	0.0526

Sursa: BRK Financial Group, Situatiile financiare ATB

## Evaluare

In vederea evaluarii actiunilor Antibiotice S.A. am utilizat metoda FCFE, bazandu-ne pe estimarile noastre pentru perioada 2016 – 2020. Incepand cu 2021 am considerat o rata de crestere constanta de 2.15% pe an.

In 2016, bazandu-ne pe rezultatele la noua luni si pe previziunile pentru trimestrul al patrulea, am estimat o crestere a veniturilor cu 3% fata de 2015, crestere datorata in principal rezultatelor din trimestrul al doilea, care a inregistrat valori mai bune decat in 2015 pe fondul rezultatelor foarte slabe din T2 2015. In 2017, ne asteptam la o crestere a veniturilor fata de 2016 cu 12%, iar din 2018 pana in 2021 estimam un ritm de crestere in scadere, de la 3.2% la 2.5%, treptat, pe fiecare an in parte. Am luat in considerare marje de profit relativ constante si similare cu cele istorice, fara a lua in calcul anii in care s-au inregistrat rezultate extreme, precum cresterea abrupta a profitului in 2013 si marja ridicata a EBITDA de 21%.

Estimarile noastre se bazeaza pe o structura a capitalului similara celei de pana acum, si anume circa 30% capital imprumutat si circa 70% capital propriu. Cu toate acestea, recunoastem o eventuala nevoie de indatorare suplimentara a societatii in vederea sustinerii cresterii activitatii prin investitii adecvate. Cresterea exporturilor poate crea necesitati noi de extindere. Evident, aceasta crestere a exporturilor este motivul rezultatelor estimate pentru 2017, an din care ne asteptam sa se vada efectiv roadele acordurilor si ale licitatiilor internationale.

<b>RFR</b>	0.008
<b>Market Return</b>	0.190
<b>Beta ATB</b>	0.620
<b>Equity Risk Prem.</b>	0.182
<b>Cost of Equity ATB</b>	0.121

Sursa: BRK Financial Group

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>NI</b>	31,294,232	32,467,766	33,522,969	34,444,850	35,305,971	36,065,049.84
<b>NCC</b>	(17,258,242)	(18,121,155)	(16,280,539)	(17,203,534)	(17,761,508)	(17,761,508)
<b>FCInv</b>	(14,022,797)	(14,022,797)	(11,277,637)	(12,193,028)	(10,820,448)	(11,277,637)
<b>WCInv</b>	9,086,185	(17,501,885)	(5,921,179)	(4,207,850)	(11,711,532)	(11,711,532)
<b>Net Borrowing</b>	1,755,222	(6,480,073)	(3,277,224)	(2,765,507)	(5,595,778)	(5,458,621)
<b>FCFE</b>	27,198,715	47,587,936	41,169,825	40,897,699	48,362,786	48,801,832
<b>FCFE/share</b>	0.0405	0.0709	0.0613	0.0609	0.0720	0.0727
<b>Discount factor</b>	1.1210	1.2566	1.4087	1.5791	1.7702	1.9844
<b>TV</b>						0.7456
<b>PV</b>	0.0361	0.0564	0.0435	0.0386	0.0407	0.3757
<b>Tgt. P</b>						0.5911
<b>Pret piata</b>						0.5120
<b>Potential crestere</b>						15.44%

Sursa: BRK Financial Group

## Pozitia financiara I

Pozitia financiara a Antibiotice S.A. s-a imbunatatit in ultimii ani, imbunatatirea fiind vizibila de la o perioada la alta, prin scaderea gradului de indatorare, prin cresterea solvabilitatii si a lichiditatii si prin marjele de profitabilitate si rentabilitate stabile si constante.

Gradul de indatorare a scazut de-a lungul timpului, atat pe fondul scaderii datorilor totale, cat si pe fondul cresterii activelor si a capitalurilor proprii. In cadrul activelor, imobiliarile, stocurile si numerarul au inregistrat cele mai mari crestere, evolutie ce ilustreaza dezvoltarea activitatii in cadrul societatii. Activele imobilizate corporale au crescut in 2015 fata de 2014 cu 9% (de la 188.58 mil.lei la 205.95 mil.lei), iar in primele noua luni ale anului curent cu 1% fata de finalul anului trecut. Pe fondul cresterii cantitatii produse pentru export si pe baza livrarilor record din luna iunie a acestui an catre SUA, stocurile au inregistrat o crestere de 33% la finalul primelor noua luni comparativ cu finalul anului trecut (80 mil. lei vs. 60.3 mil. lei). Creantele s-au mentinut relativ constante in ultimii doi ani, in jurul a 230 mil. lei, dupa ce au scazut de la valoarea medie de 250 mil.lei. S-a ajuns asadar ca la finalul primelor noua luni ale anului curent, societatea sa inregistreze cele mai scazute rate de indatorare si cele mai ridicate rate de solvabilitate.

Ratele de rentabilitate au inregistrat variatii de doar +/- 1%, mentinandu-se relativ constante in conditiile in care crestere profitului net a contrabalansat cresterea activelor si a capitalurilor proprii pe parcursul anilor.

<b>Indicatori de indatorare si solvabilitate</b>	<b>31-Dec-12</b>	<b>31-Dec-13</b>	<b>31-Dec-14</b>	<b>31-Dec-15</b>	<b>30-Sep-16</b>
Gradul de indatorare I (Debt to Assets)	36%	32%	28%	28%	26%
Gradul de indatorare II (Debt to Equity)	57%	47%	38%	39%	34%
Parghia financiara (Equity multiplier)	157%	147%	138%	139%	134%
Solvabilitatea globala (Assets to Debt)	276%	314%	362%	358%	391%
Solvabilitatea patrimoniala (Equity to Assets)	64%	68%	72%	72%	74%

<b>Indicatori de lichiditate</b>	<b>31-Dec-12</b>	<b>31-Dec-13</b>	<b>31-Dec-14</b>	<b>31-Dec-15</b>	<b>30-Sep-16</b>
Lichiditatea curenta (Current Ratio)	197%	229%	258%	254%	276%
Lichiditatea imediata (Quick Ratio)	166%	192%	210%	208%	206%
Testul acid (Cash Ratio)	4%	8%	15%	29%	3%

<b>Indicatori de rentabilitate si profitabilitate</b>	<b>31-Dec-12</b>	<b>31-Dec-13</b>	<b>31-Dec-14</b>	<b>31-Dec-15</b>	<b>30-Sep-16</b>
Rentabilitatea activelor (ROA)	5%	6%	6%	5%	3%
Rentabilitatea capitalurilor proprii (ROE)	8%	9%	9%	7%	4%
Marja EBITDA	18%	21%	19%	15%	16%
Marja neta	8%	9%	9%	8%	9%

Sursa: BRK Financial Group

## Pozitia financiara II

Pozitia financiara (RON)	31-Dec-12	31-Dec-13	31-Dec-14	31-Dec-15	30-Sep-16
<b>Active imobilizate</b>	<b>203,351,124</b>	<b>196,714,072</b>	<b>196,493,836</b>	<b>215,675,376</b>	<b>218,410,562</b>
Imobilizari corporale	198,463,669	190,590,225	188,576,994	205,945,190	207,830,197
Imobilizari necorporale	4,887,455	6,123,847	7,916,842	9,730,186	10,580,365
Investitii in instrumente de capitaluri proprii	-	-	-	-	-
<b>Active circulante</b>	<b>310,966,804</b>	<b>314,852,830</b>	<b>307,152,860</b>	<b>328,987,214</b>	<b>314,196,502</b>
Stocuri	47,973,857	50,363,337	57,284,464	60,290,277	80,052,659
Creante comerciale si similare	256,986,253	254,001,617	232,062,022	231,314,743	230,494,956
Active financiare detinute pentru vanzare	140	140	140	220	-
Numerar si echivalente de numerar	6,006,554	10,487,736	17,806,234	37,381,974	3,648,887
<b>Total Active</b>	<b>514,317,928</b>	<b>511,566,902</b>	<b>503,646,696</b>	<b>544,662,590</b>	<b>532,607,064</b>
<b>Datorii curente</b>	<b>158,105,743</b>	<b>137,456,347</b>	<b>119,157,252</b>	<b>129,339,577</b>	<b>113,804,071</b>
Datorii comerciale si similare	58,963,493	53,366,640	46,916,170	71,391,757	44,814,902
Sume datorate institutiilor de credit	92,290,294	72,139,195	54,783,341	41,778,509	55,240,722
Datorii din impozite si taxe curente	3,951,956	8,196,629	12,436,407	8,989,373	9,318,104
Provizioane pe termen scurt	2,900,000	3,753,883	5,021,334	7,179,938	4,430,343
<b>Datorii pe termen lung</b>	<b>28,079,968</b>	<b>25,459,197</b>	<b>20,158,444</b>	<b>22,673,130</b>	<b>22,303,583</b>
Subventii pentru investitii	4,431,688	3,949,728	3,521,762	3,193,972	2,984,290
Impozit amanat	19,334,669	17,448,292	16,636,682	19,479,158	19,319,293
Provizioane pe termen lung (pensionari anticipate)	4,313,611	4,061,177	-	-	-
<b>Total Datorii</b>	<b>186,185,711</b>	<b>162,915,544</b>	<b>139,315,696</b>	<b>152,012,707</b>	<b>136,107,654</b>
<b>Capitaluri proprii</b>	<b>328,132,299</b>	<b>348,651,356</b>	<b>364,331,001</b>	<b>392,649,883</b>	<b>396,499,410</b>
Capital social	254,502,062	264,835,156	264,835,156	264,835,156	264,835,156
Rezerve din reevaluare	7,940,556	5,721,808	4,158,471	19,909,156	17,664,083
Rezerve legale	11,341,443	11,360,142	13,189,007	13,426,761	13,426,761
Alte rezerve	101,607,532	105,017,965	118,149,425	133,303,701	146,528,189
Rezultatul reportat	(74,370,130)	(69,664,570)	(67,139,797)	(66,003,714)	(63,758,649)
Rezultatul curent	27,110,836	31,380,855	31,138,739	27,178,823	17,803,870

Sursa: BRK Financial Group, Situatii financiare ATB

## Politica de dividend

In 2013, Antibiotice S.A. si-a schimbat politica de dividend, scazand rata de distributie la circa 50% si renuntand la a acorda dividende suplimentare sub forma de actiuni. Rata de distributie de 50% s-a mentinut pana in prezent, societatea fiind obligata prin lege sa o mentina si in continuare cel putin la acest nivel, avand in vedere capitalul majoritar de stat. Nu ne asteptam la vreo crestere a acestei rate in conditiile in care Antibiotice va avea nevoie de capital pentru investitii in vederea dezvoltarii unor capacitati de productie care sa ii permita cresterea volumelor exportate. Astfel, estimam ca Antibiotice va continua sa distribuie in viitor 50% din profitul net sub forma de dividende in numerar.

RON	Rezultate				Estimari				
	31-Dec-12	31-Dec-13	31-Dec-14	31-Dec-15	31-Dec-16	31-Dec-17	31-Dec-18	31-Dec-19	31-Dec-20
EPS	0.0404	0.0467	0.0464	0.0405	0.0466	0.0484	0.0499	0.0513	0.0526
DPS	0.0308	0.0230	0.0235	0.0208	0.0233	0.0242	0.0250	0.0257	0.0263
Rata de distributie	0.76	0.49	0.51	0.51	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

Sursa: ATB, BRK Financial Group

20 decembrie 2016

**Analist: Bianca MOLDOVAN**

***bianca.moldovan@brkfinancialgroup.ro***

#### **DISCLAIMER**

BRK FINANCIAL GROUP considera ca cercetarea este un serviciu important oferit clientilor nostri. Departamentul de analiza al companiei emite recomandări care se bazează pe informații obținute de la/din surse de informare publică pe care le consideră de încredere, dar pentru a căror acuratețe și caracter complet nu ne asumăm responsabilitatea. Toate estimările și opiniile incluse în prezentul raport reprezintă judecata independentă a analiștilor la data publicării. Ne rezervăm dreptul de a modifica opiniile exprimate în acest raport în orice moment fără notificare prealabilă. În plus, ne rezervăm dreptul de a nu actualiza aceste informații sau să întrerupem furnizarea lor fără o notificare prealabilă.

Analizele realizate de dept. de analiza al BRK FINANCIAL GROUP au scop exclusiv informativ si nu constituie o oferta de vanzare, subscriere sau cumparare a vreunui instrument financiar prezentat. Autorii analizei atestă faptul că opiniile exprimate în analiză reflectă cu acuratețe propriile convingeri despre instrumentele financiare prezentate în analiză. Drepturile de autor pentru materialele prezentate în aceasta analiza, apartin BRK FINANCIAL GROUP SA.

Acest disclaimer este un rezumat. **Disclaimerul aferent analizelor emise de BRK FINANCIAL GROUP SA, se regaseste integral pe pagina de internet a societatii: [www.brkfinancialgroup.ro](http://www.brkfinancialgroup.ro).**

#### **Atestare analiști**

Autorii acestei analize atestă faptul că nu au fost remunerați direct sau indirect pentru a exprima opiniile si recomandările din acest document. De asemenea, autorii analizei atestă faptul că opiniile exprimate în analiză reflectă cu acuratețe propriile convingeri despre instrumentele financiare prezentate în analiză.

Autoritatea responsabilă pentru supravegherea SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA este Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF – [www.asfomania.ro](http://www.asfomania.ro)). Această analiză este prezentată în conformitate cu Regulamentul nr. 15/2006 privind recomandările pentru investiții în instrumente financiare. Drepturile de autor ale tuturor materialelor prezentate în această analiză, cu excepția cazului în care se indică altfel, aparțin SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA.

Niciun material sau conținut sau orice copie a acestora nu poate fi modificat, transmis, copiat sau distribuit oricărei alte părți fără permisiunea SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA. Preluarea materialelor/informațiilor oferite de SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA fără citarea sursei este interzisă și pedepsită prin lege. Informațiile legate de instrumentele financiare la care se face referire în această analiză pot fi obținute de la SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA la cerere.

#### **Sistem de recomandări :**

**Cumpărare:** este estimat că instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Mentinere:** este estimat că instrumentul financiar va genera un randament între -15% și 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Vânzare:** este estimat că instrumentul financiar va genera randament negativ de peste -15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Restricționat:** divulgarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar este temporar restricționată pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)

**Acoperire în tranziție:** datorită schimbărilor în echipa de analiză, furnizarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.