

A gyógyszeripar a tőkepiacon. II. rész. Egy nagyvállalat analízise a tőzsdei adatok alapján

Dr. Mezei János

A közlemény második részében a szerző a világ legnagyobb gyógyszergyártójának és forgalmazójának, a Pfizer Vállalatnak a tulajdonosi szerkezetét, a vállalat kapitalizációjának időbeni alakulását, a Pharmacia-Upjohn akvizíciók részvényárfolyamra gyakorolt hatását elemzi, kitérve a generikus gyártók okozta kockázatokra is.

A dolgozat I. részében leírtakat szemléletesebbé és érthetőbbé teszi egy gyógyszergyártó nagyvállalat analízise. Az **1. ábra** a világ jelenleg legnagyobb gyógyszergyártó vállalata, az amerikai Pfizer Inc. multinacionális vállalat tőzsdei részvényárfolyamának alakulását szemlélteti az elmúlt 5 éves időszakban, a New York-i Értéktőzsdén (New-York Stock Exchange, NYSE), az interneten a Yahoo információs rendszerben elérhető adatok alapján. Az ábráról, illetve a kapcsolódó táblázatból a következők olvashatók ki:

- a befektető számára az elsődleges információ az aktuális ár dollárban (P, price),
- második fontos paraméter a vállalat P/E értéke, amely azt mutatja meg, hogy az aktuális tőzsdei árfolyam (Price) hányszorosa a vállalat üzleti nyereségé-

nek (E, Earning),

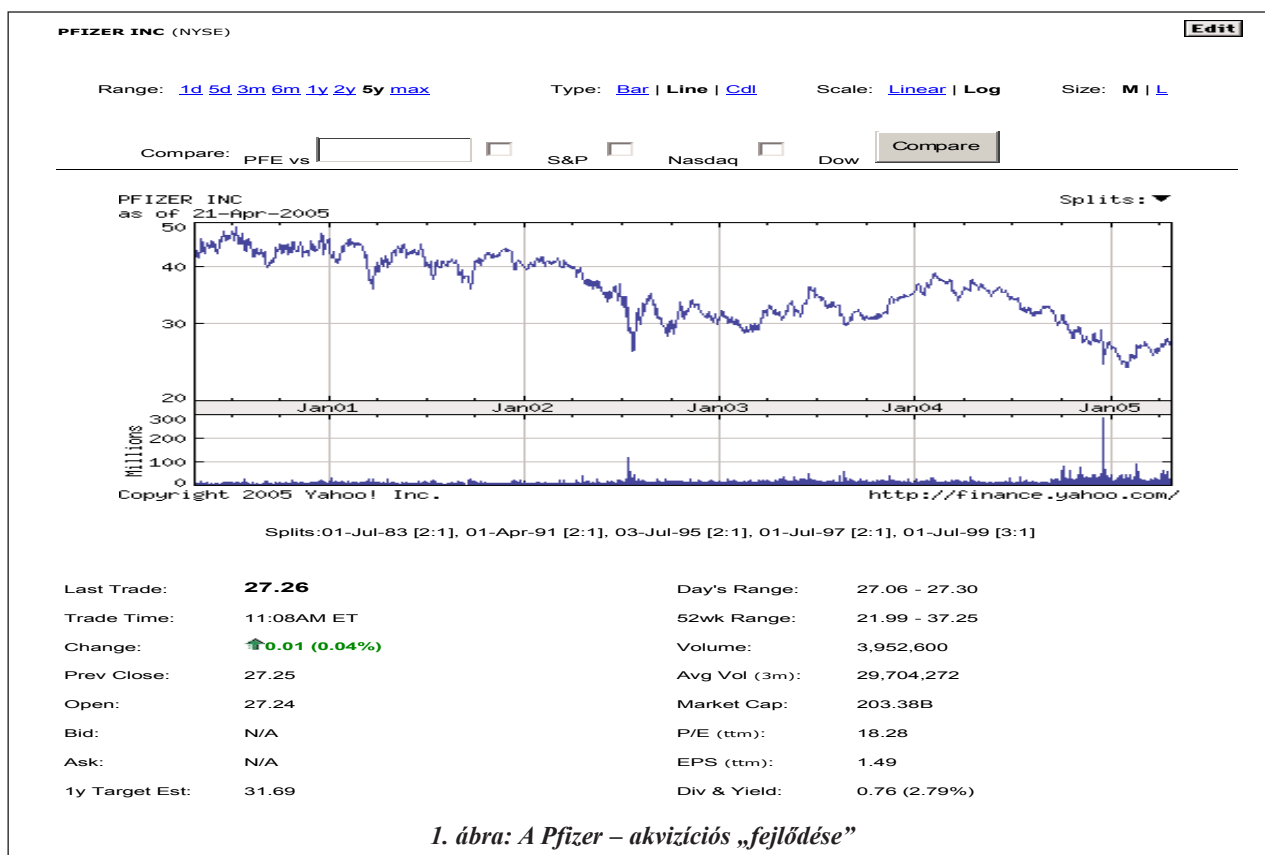
- a vállalat „tőkepiaci értéke” (Capitalisation) 203,4 milliárd USD, amely a kibocsátott kb. 7,5 milliárdos részvénytársaság és az aktuális dollárárfolyam szorzataként kötésről kötésre változik,

- az osztalék és hozam (Dividend & Yield) sor mutatja a befektetők részére az utóbbi egy év alatt részvényenként kifizetett osztalékot, illetve ennek százalékos értékét az aktuális árfolyamra vetítve,

- az elemzői kitekintések átlagából számított 1 éves célárfolyam (1y Target Est) megmutatja: a befektető az osztalékon túlmenően számíthat-e árfolyamnövekedésre?

Meg kell jegyezni, a P/E érték iparági jellemző is: konzervatív (alacsony profitabilitású és kockázatú) iparágak alacsonyabb értéket képviselnek (10 alatti érték), míg a magas fejlődési dinamikájú és relatíve magas kockázatú iparágak értéke jelentősen nagyobb (20

I. rész: Gyógyszerészet 49, 775–779. (2005)



I. táblázat

A Pfizer tíz legnagyobb intézményi befektetője

Befektető intézmény	Részvényszám (db)	Tulajdoni arány (%)	Érték*	Regisztráció kelte
Barclays Bank Plc	319.653.172	4,29	\$ 8.397.288.828	2005. 03. 31.
FMR Corporation (Fidelity Management & Research Corp.)	256.372.765	3,44	\$ 6.734.912.536	2005. 03. 31.
State Street Corporation	243.328.658	3,26	\$ 6.392.243.845	2005. 03. 31.
Vanguard Group, Inc. (The)	168.387.081	2,26	\$ 4.423.528.617	2005. 03. 31.
Wellington Management Company, Llp	146.824.345	1,97	\$ 3.857.075.543	2005. 03. 31.
Deutsche Bank Aktiengesellschaft	110.513.727	1,48	\$ 2.903.195.608	2005. 03. 31.
Northern Trust Corporation	108.646.706	1,46	\$ 2.854.148.966	2005. 03. 31.
Citigroup Inc.	105.299.881	1,41	\$ 2.766.227.873	2005. 03. 31.
Mellon Financial Corporation	98.109.489	1,32	\$ 2.577.336.276	2005. 03. 31.
Putnam Investment Management, LLC	92.731.551	1,24	\$ 2.493.551.406	2004. 12. 31.

*A tulajdoni arány utolsó állapotváltozásakor

feletti P/E). A Pfizer esetében a befektetők azért hajlandók többet adni a részvényért, mert a vállalat termékportfóliója a jövőbeni növekedési dinamikáját tekintve ígéretes.

Az öt éves időszakban a részvényárfolyam növekedése megtörni látszik. A vállalat egy óriás fúziós folyamat nyertese: 2003 során magába olvasztotta az akkor 56 milliárd dollár piaci értékű Pharmacia vállalatot, amely pedig azt megelőzően az Upjohn vállalatot kebelezte be. Az amerikai gyógyszergyártó piac ugyanis – más, gyorsan fejlődő iparágakkal együtt – folyamatosan a „vegyél meg valakit, vagy téged vesznek meg” izgalomban él. A befektetőkön viszont az akvizícióhoz szükséges óriáshitelek miatt időnként szkepticizmus lesz úrrá, hogy a versenytárs(ak) sikeres megvásárlását

nyugodt konszolidáció követi-e? Ez a nyugtalanság nyomta rá a bélyegét a Pfizer árfolyamra, más negatív tényezők mellett (mint a 2001. szeptember 11-i terroristamadás, a dollárárfolyam általános gyengülése, a kórolajarak magasba emelkedése, az originális gyógyszerpiac generikus gyártók általi kihívásai).

Tulajdonosi szerkezet

Az amerikai vállalatok rendkívül transzparenssek: az interneten megtalálhatók a főbb intézményi befektetők (főként bankok, pénzintézetek), a fontosabb tulajdonos befektetési alapok, illetve a bennfentesek – felügyelő bizottsági és igazgatósági tagok – tulajdonának aktuális részvénykönyvi adatai is. A Pfizer

II. táblázat

A Pfizer tíz legnagyobb befektetési alap tulajdonosának felsorolása

Tulajdonló befektetési alap	Részvényszám (db)	Tulajdoni arány (%)	Érték* (\$)	Regisztráció kelte
Vanguard 500 Index Fund	70.892.473	0,95	1.906.298.598	2004. 12. 31.
College Retirement Equities Fund-Stock Account	49.713.271	0,67	1.521.226.092	2004. 09. 30.
Fidelity Magellan Fund Inc	49.686.495	0,67	1.336.069.850	2004. 12. 31.
Vanguard Specialized-Health Care Fund	39.780.070	0,53	1.151.633.026	2004. 10. 31.
Washington Mutual Investors Fund	36.625.000	0,49	984.846.250	2004. 12. 31.
SPDR Trust Series	133.165.974	0,44	1.014.878.804	2004. 09. 30.
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fd	31.218.432	0,42	955.284.019	2004. 09. 30.
Vanguard/Windsor II	31.096.200	0,42	751.284.192	2005. 01. 31.
Fidelity Dividend Growth Fund	29.755.500	0,4	718.892.880	2005. 01. 31.
Vanguard Total Stock Market Index Fund	28.837.777	0,39	775.447.823	2004. 12. 31.

*A tulajdoni arány utolsó állapotváltozásakor

III. táblázat

A Pfizer eredmény-kimutatása az elmúlt 3 évről (ezer dollár)

Időszak	2004. 12. 31.	2003. 12. 31.	2002. 12. 31.
Árbevétel	52.516.000	45.188.000	32.373.000
Termékköltség	7.541.000	9.832.000	4.045.000
Üzemi eredmény	44.975.000	35.356.000	28.328.000
Működési költségek			
Kutatás – fejlesztés	7.684.000	7.131.000	5.176.000
Értékesítési és irányítási költségek	16.903.000	15.242.000	10.846.000
Egyszeri tételek	2.264.000	6.110.000	510.000
Egyéb	3.364.000	-	-
Összes működési költség	30.215.000	-	-
Adózatlan eredmény	14.760.000	6.873.000	11.796.000
Folyamatos tevékenység árbevétele			
Összes egyéb eredmény/költség	(406.000)	(3.610.000)	-
Adózatlan eredmény kamatfizetés előtt	14.354.000	3.263.000	11.796.000
Kamatok	347.000	-	-
Adózatlan eredmény	14.007.000	3.263.000	11.796.000
Adófizetési kötelezettség	2.665.000	1.621.000	2.609.000
Kisebbségi részesedés	(10.000)	(3.000)	(6.000)
Folyamatos működés adózott eredménye	11.332.000	1.639.000	9.181.000
Egyszeri tételek			
Befejezett tevékenység	29.000	2.301.000	355.000
Rendkívüli tételek	-	-	-
Könyvelési módosítások	-	(30.000)	(410.000)
Egyéb tételek	-	-	-
Adózott eredmény	11.361.000	3.910.000	9.126.000
Elsőbbségi részvények és más módosítások	-	-	-
Részvényekre osztható adózott eredmény	\$ 11.361.000	\$ 3.910.000	\$ 9.126.000

Inc. legnagyobb befektetőit az *I.* és a *II. táblázat* ismerteti.

Érdekes, hogy a Pfizer óriási piaci értékének kevesebb, mint 30%-át birtokolják a nagybefektetők, a tulajdonosi szerkezetre tehát a közepes és (nem magyar mértékkel mért) kisbefektetők túlnyomó tulajdonlása a jellemző, nem találunk a felsorolásokban személyekhez köthetően milliárdos összegeket. Név szerint mindössze öt, nem bennfentes tulajdonos kerül említésre; közülük a legnagyobb befektető kevesebb, mint 2 millió darab részvényt birtokol, amely aktuális áron számolva 55 millió dollárt ér és az óriásvállalat értékének csak a 0,03%-át teszi ki.

Pénzügyi eredmények, részvényjövödelmek

Az internet ugyancsak közli a vállalatok pénzügyi eredményeit (eredménykimutatás, mérleg, készpénzforgalom). A Pfizer esetében a *III. táblázat* szemlélteti a vállalat eredménykimutatását a 2002–2004. évekre vonatkozóan. A 122.000 fős vállalat árbevétele meghaladta az 52 milliárd dollárt 2004-ben. A költségek között a

termékek gyártási költsége mindössze 7,5 milliárd dollárt tett ki. Ennek több mint kétszeresét(!), 16,9 milliárd dollárt költött a vállalat a vállalatirányításra és az értékesítés támogatására. Megjegyzendő, hogy a nagy gyógyszergyártók és -forgalmazók alkalmazotti létszámának mintegy harmada gyógyszerismertető és orvoslátogató munkakörökben dolgozik. A kutatás-fejlesztési kiadások 7,7 milliárd dollárt tettek ki. A 14,8 milliárd dolláros eredményből egyéb költségtételek és az adók levonása után 11,4 milliárd dollár, részvényenként kb. másfél dollár osztható a részvényekre, amelynek mintegy fele kerül kifizetésre a részvényesek részére.

Az internetes oldalt tovább böngészve (Historical prices – Dividends) adatot találunk arra vonatkozóan is, hogy a (döntően amerikai) Pfizer befektetők az utóbbi 1 naptári év során 4 részletben 76 dollárcent osztalékot vehettek fel. Tudnivaló, az összegből szövetségi államtól függően még 35–50% személyi jövedelemadót és egészségügyi járulékot kell fizetniük. Továbbvive a gondolatsort, ha mondjuk egy tehetős amerikai polgár 1 millió dollár megtakarított tőkéjét

IV. táblázat

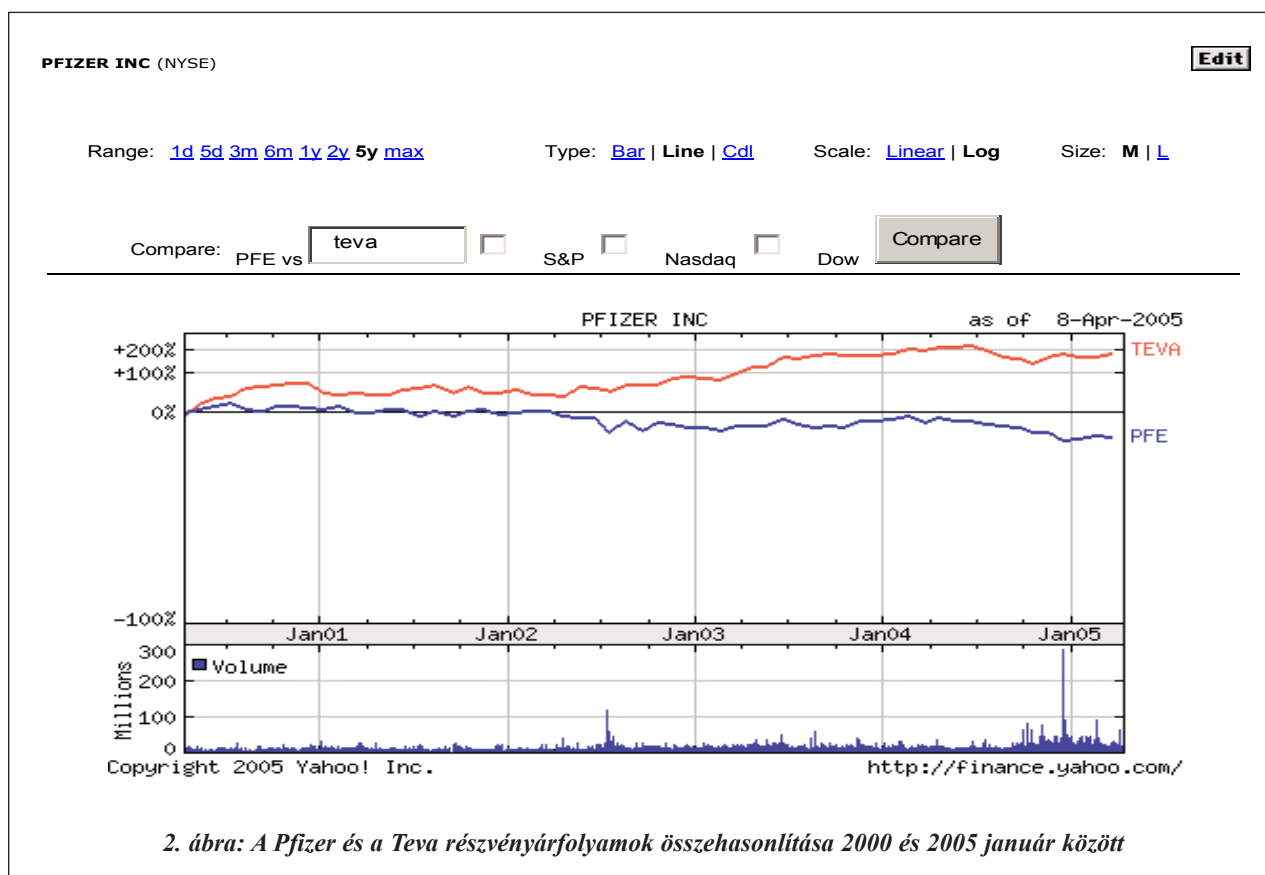
Jelentősebb Pfizer humán gyógyszerek árbevétele, millió dollár [5]

Gyógyszer	Terápiás terület	2002.	2003.	2004.
Lipitor	Koleszterinszint csökkentő	7 972	9 231	10 862
Norvasc	Magas vérnyomás kezelése	3 846	4 336	4 463
Zoloft	Depresszió és szorongás kórképek	2 742	3 118	3 361
Neurontin	Epilepszia, neuropathia	2 269	2 702	2 723
Celebrex	Izületi gyulladások kezelése	100	1 883	3 302
Bextra	Izületi gyulladások kezelése	0	687	1 286
Zithromax	Bakteriális fertőzések	1 516	2 010	1 851
Viagra	Potenciazavarok kezelése	1 735	1 879	1 678
Xalatan/Xalcom	Glaukóma	0	668	1 227
Zyrtec	Allergiás kórképek	1 115	1 338	1 287

2004. májusában tisztán Pfizer részvényekbe fektette az akkori 35 dolláros árfolyamon, a tulajdonába került mintegy 29 ezer részvény után 12–15 ezer dollár (kb. 2,5 millió forint) éves adózott jövedelemre tett szert, ami szép jövedelem-kiegészítés, de amerikai viszonylatban semmi esetre sem a meggazdagodáshoz vezető út. Megjegyzendő, ha 2005. májusban napi árfolyamon eladta volna a részvényeit, a befektetett tőke mintegy ötödét elveszítené. Nyilvánvaló, hogy ekkora összeget rövidtávon a gyógyszeriparban nem lehet befektetni csak spekulatív céllal, az adózottan kb. 1,5% éves hozam és a tőkekockázat nem az I. részben említett tőkés figuráját tükrözik.

Kulcstermékek, küzdelem a termékportfólió generikus eróziója ellen

A Pfizer árbevételében rendkívül nagy arányt, 11 milliárd dollárt képvisel a Lipitor (atorvastatin-kalcium hatóanyagú) koleszterinszintet csökkentő gyógyszer [5]. A laikus befektetők szemszögéből nézve nem meglepő, ha a Pfizer pénzügyi értékét az árbevétel 21%-át adó gyógyszerrel kapcsolatos mindennemű negatív és pozitív hír döntően befolyásolja. Ez még elmondható több más, a **IV. táblázatban** felsorolt Pfizer gyógyszerről (kulcstermékek, core drugs) is, melyek egyenként 1 milliárd dollárnál nagyobb, esetenként



magas növekedési dinamikájú árbevétel képviselnek.

Az originális gyógyszerek szabadalmi védeltsége országoként eltérő, de legfeljebb 20 év. A klinikai vizsgálatok miatt az időszak egy részét a gyártó elveszíti. Érthető, hogy a költséges bevezetés mielőbbi megtérülése és minél nagyobb hozam, minél hosszabb profitgyűjtési időszak elérése a cél. A profit – esetenként jelentős extraprofit – vonzza a generikus gyártókat. Már a szabadalom védeltségének időszakában feltűnnek forgalmazók, akik beazonosíthatatlan forrásokból látják el a piacot. Az interneten bármely keresőprogramban próbát tehetünk: a Lipitor, vagy Viagra nevek megadásával tucatjával bukkannak fel a gyógyszereket nyilvánvalóan illegálisan kínálók, akik minden valószínűség szerint nem a Pfizer által előállított termékeket forgalmazzák. Bizonyítja ezt, hogy a Pfizer által az Amerikai Törvényhozásnál ellenük kezdeményezett eljárás során 2005. áprilisban 16 gyanúsított előállítására került sor, mintegy 6 millió dolláros kárt bizonyítva [6]. Az internet tanúsága szerint a magyar gyógyszerpiacon is megjelentek már ismert magyar gyógyszerek hasonlóan törvénytelen másolatai...

A szabadalom lejártával törvényesen kezdődik az originális gyógyszerek másolása és lényegesen olcsóbb árú forgalmazása. Ilyenkor is törvény elé vihető az eset, ha a lejárati időpontja valamely okból megkérdőjelezhető. Egy-egy ilyen eljárás folyamatát mindig a brókerek ezrei követik napról napra, hogy az árfolyamnövekedésből profitáljanak, vagy a „kellően leest” árú részvényt felvásárolják.

A lejáratot követően az originális gyártó számára a következő lehetőségek adódnak az üzlet védelme érdekében:

- direkt támadás a gyógyszer ellen (ha a szabadalom lejárata kérdéses),
- saját generikus változat kifejlesztése (second brand, autogeneric) és pl. egy leányvállalat által olcsóbb áron forgalmazása,
- technológiailag módosított termék szabadalmaz-

tatása (Controlled Release, Modified Release, Extended Release változatok),

- „milking cow” marketing stratégia; a márkanév (brand) fontosságának hangsúlyozása, még akkor is, ha a gyógyszert valójában bérgyártó-helyen, olcsóbban állítják elő a magasabb hozam érdekében,

- a versenytárs bekebelezése törvények adta keretek között.

Hogy megértsük, mekkora veszélyt jelentenek a generikus cégek az originális gyógyszergyártókra, elég a **2. ábrára** pillantanunk. Az internetes összehasonlítást segítségül hívva vegyük szemügyre a Pfizer és az amerikai gyógyszergyártók generikus „mumusa”, a Teva izraeli székhelyű generikus gyógyszergyártó részvény-árfolyamának alakulását. A fentiekben leírt veszélyt mutatja, hogy a Pfizer árfolyama a sikeres akvizíció és erős originális termékportfólió ellenére mintegy harmadával csökkent, eközben a Teva – a Biogal gyógyszergyártó tulajdonosának – árfolyama 200%-kal nőtt az elmúlt öt éves időszakban.

IRODALOM

Az 1–9. sz. irodalom az MGYT honlapjáról (www.mgyt.hu) letölthető és kérésre a szerkesztőség az érdeklődőknek megküldi.

J. Mezei: *The Pharmaceutical Industry on the Capital Market. Part 2. Analysis of a big company on the basis of stock exchange data*

In the second part of the publication, the author reviews the main investors and stock market capitalization of Pfizer, the biggest pharmaceutical producing and trading company of the world, and the impact of Pharmacia-Upjohn acquisitions on the share price, by mentioning the risks caused by generic producers.

A szerző címe: Sanofi-aventis Chinoin Rt. Veresegyházi Gyáregység, Veresegyház, Lévai u. 5 – 2112

Budapest II. kerületi akkreditált gyógyszerértár sürgősen

gyógyszerészt

keres.

Rezidens vagy nyugdíjas jelentkezését is szívesen fogadjuk.

Telefon: 326-1503

Ambrózia Patika