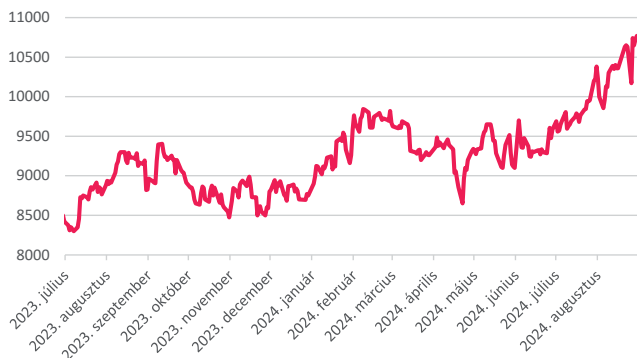


Richter

VÉTEL

Egy éves célár: 13 105 Forint



Millió HUF	2022	2023	Változás (év/év)
Bevétel	802 755	805 158	0,3%
EBITDA korr.	228 414	275 419	20,6%
EBIT	153 555	189 364	23,3%
Nettó profit	169 076	158 850	-6,0%
EBITDA marzs	28,5%	34,2%	20,2%
EBIT marzs	23,6%	23,5%	-0,3%
Profit marzs	21,1%	19,7%	-6,3%

Forrás: Bloomberg, Richter beszámoló

Árfolyam 2024. 09. 05.	10 610 HUF	Nettó profit (millió HUF, elmúlt 12 hónap)	267 174
Részvények száma (millió db)	186,38	Bloomberg ticker	RICHT HB
Közkezhányad	75%	Osztalékhozam	4,06%
Piaci kapitalizáció (Milliárd forint/ millió euró)	1 984	52 hetes min./max.	8 420–10 800 HUF

Összefoglaló

- Az MBH Befektetési Bank 2024. szeptemberében megkezdte a Richter Gedeon Nyrt. követését. A jövőben rendszeresen elemezzük a vállalat pénzügyi helyzetét és diszkontált cash flow modell alapján ajánlást is teszünk a várható egy éves célárra. Elemzésünk a fenti mellett versenytárs (peer-group) elemzéssel is kiegészül.
- Elemzésünk alapján a részvény várható **egy éves célára 13105 forint**, ajánlásunk **vétel**.
- Célárunk a jelenlegi gazdasági, iparági és vállalati helyzetet és a ma ismert kilátásokat tükrözi. Az ezekben történő bármilyen változás a modell frissítését igényli.
- A Richter Gedeon Magyarország legnagyobb gyógyszergyártója és az európai gyógyszeripar egyik meghatározó szereplője.
- A vállalat fő tevékenységei a kutatás-fejlesztés, illetve gyógyszergyártás és értékesítés. A Richter a vállalati struktúráját négy fő működési szegmensre bontotta, ezek: Neuropszichiátria (CNS), Nőgyógyászat (WHC), Biotechnológia (BIO), General Medicines (GM).
- Az Richter stratégiájának fókuszja, hogy az évtized végéig vezető európai midpharma vállalattá váljon. A Richter úgy alakította ki üzletágait, hogy a legfontosabb készítményének, a cariprazine-nak a tengerentúli piacon 2029 utáni véget érő szabadalmi védettsége után is megalapozott árbevétel és profitnövekedést tudjon felmutatni a befektetőknek.
- Ezért a kutatás-fejlesztési tevékenység kiemelten fontos a társaságnak, céljuk, hogy az évtized végére legyen egy olyan molekulájuk, amely közel jár már a piacra kerüléshez. A Richter jelenleg 13 központi idegrendszeri K+F fejlesztéssel rendelkezik.

- A társaság részvényei a versenytársakhoz képest jelentősen alulértékeltek, és az utóbbi időben még látványosabban szűntnyílt az értékeltségek közötti különbség. Az originális gyártók jellemzően magasabb értékeltségeken szoktak forogni a generikus társaiknál, amelyet a jellemzően magasabb marzsok és a nagyobb növekedési potenciál indokolnak. Az értékeltségi prémium jelenleg egyáltalán nem látszik a Richternél.

Befektetési sztori, jövőbeli kilátások

- A legfontosabb sztori a Richterrel kapcsolatban továbbra is a Cariprazine, amely a vállalat egyik kiemelkedően fontos készítménye (az Egyesült Államokban Vraylar néven forgalmazzák), és továbbra is nagy potenciált jelent a társaságnak a következő években, a gyógyszer ugyanis a leggyorsabban növekvő orális antipszichotikum az Egyesült Államokban. Az FDA 2015-ben forgalomba hozatali engedélyt adott ki rá skizofrénia és bipoláris mánia kezelésére. Később bipoláris depresszió, illetve major depresszió kezelésére is kiterjesztették a gyógyszert, amely további növekedési lehetőséget jelent.
- Az elmúlt hónapokban érkezett egy hír: harmadik fázisú klinikai kísérletek zajlanak 13-17 évesek körében skizofrénia kezelésére. A vizsgálat 2025-ben fejeződik be, ha sikerrel zárul, akkor tovább bővíthet a készítmény alkalmazhatósága és a szabadalmi védelem fél évvel meghosszabbodhat. A Vraylarnak 2029 szeptemberéig tart a szabadalmi védeleme, ez kitolódhat 2030 márciusára. Ez jelentős többletbevételt jelenthetne a Richternek.
- Az évtized végéig a Richter jelentős profitot realizálhat a Vraylar értékesítések után, a szabadalmi védelem lejártával azonban jelentős visszaesésre kell számítani. 2023 során a Richter amerikai partnere az AbbVie 2,76 milliárd dolláros bevételt realizált az USA-ban, amely 525 millió dolláros jogdíjbevételt jelentett a Richter számára (ez a teljes tavalyi árbevétel 29 százalékát fedi le). Az AbbVie jelenleg 5 milliárd dollár körüli csúcbevételre számít az évtized végére. A társaság célja, hogy a 2020-as évek végére legyen egy olyan molekulájuk, amely közel jár már a piacra kerüléshez. A Richter jelenleg 13 központi idegrendszeri K+F fejlesztéssel rendelkezik.
- A társaság stratégiájának fontos célja, hogy a Vraylar szabadalmi védelmének lejáratáig megalapozza az árbevétel és profitnövekedést. Ezért a tevékenységi köröket négy stratégiai üzletág köré csoportosították, mindegyik esetében jelentős fejlesztésekkel, akvizíciókkal támogatják az üzletágak fejlődését. Ennek az idei év első félévében is tanúi lehettünk, számos akvizíciót bejelentett a társaság összesen 130 milliárd forint értékben, amellyel a jövőbeli növekedésüket alapozzák meg.
- A Neuropszichiátriai (CNS) üzletág célja, hogy maximálisan kiaknázza a cariprazine-ban (Vraylar) rejlő lehetőségeket, emellett saját originális K+F projekteken is dolgoznak. A Nőgyógyászati üzletág (WHC) területén a társaság célja, hogy az évtized végére kiemelkedő profitabilitás mellett vezető szerepet érjen el a női egészség szegmensben. A méhmióma/endometriózis, a fogamzásgátlás, a hüvelyi fertőzések, a menopauza és a női technológiák területén van jelen készítményeivel a társaság. Ezen a területen több évtizedes tapasztalattal rendelkezik a Richter, a növekedési stratégiájának egyik legfontosabb eleme nőgyógyászati termékpalletta fejlesztése. Biotechnológiai (BIO) üzletág esetében két fő stratégiai cél azonosítható: a reumatológia és csont és ízületi terápiás területeken szeretne meghatározó szereplővé válni a vállalat, az évtized végére már stabilan hozzájárulhat ez a terület az eredménytermeléshez. A Richter-Helm Biologics vállalathoz köthetően bérnyújtási szolgáltatások is jelenleg már a társaság portfólióját képezik. 2023-ban hozta létre a Richter a General Medicines (GM) üzletágot, a generikus és tradicionális gyógyszerportfólió egyesítésével.
- Az eredeti/originális gyógyszermolekulák innovációja és kutatásuk a Richter alapításának óta a stratégiájának kulcselemei. A társaság életében a kutatás-fejlesztés meghatározó szerepet játszik, 1200 fős kutató-fejlesztő bázist működtetnek, a négy üzletág olyan területekre fókuszál, ahol a Richternak speciális tudása van. 2030-ig egyrészt a cariprazine bevételek maximalizálására fókuszál a társaság, de közben szeretnének kialakítani egy olyan portfóliót, hogy a szabadalmi védelem lejártá után is biztosítva legyen a profit és árbevétel.

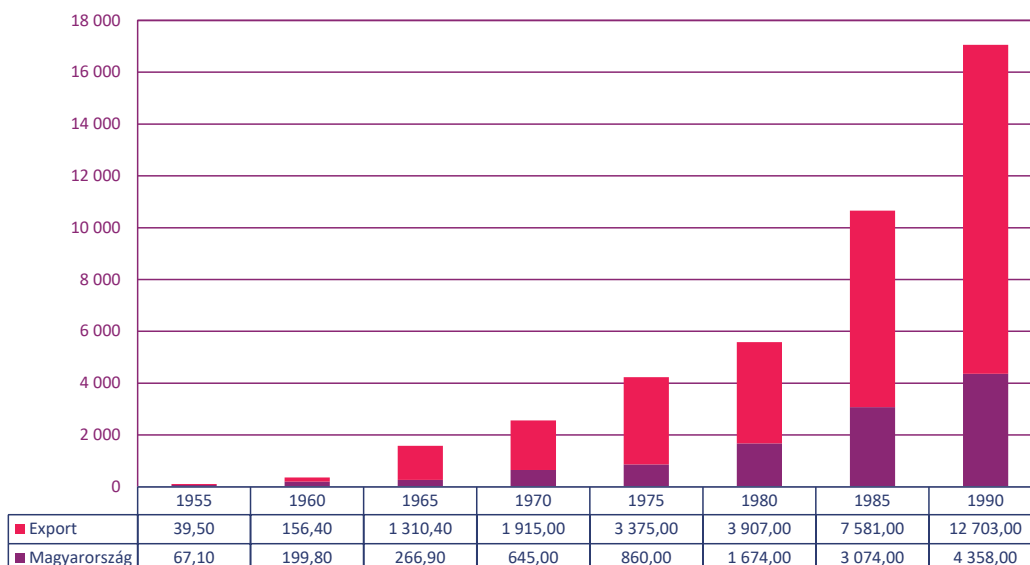
A Richter története

- A Richter Gedeon Nyrt. története 1901-ben kezdődött. 1901 decemberében Richter Gedeon kérvényt nyújtott be a Fővárosi Tanácshoz a Sas Gyógyszertár üzletjogának megvásárlása érdekében. 1902. január 14-én a hatóságok elfogadták a kérelmet. Ezt a napot tekinthetjük a Richter születésének. A megrendelések száma rohamosan nőtt, így már 1906-ban kapacitásbővítésre volt szükség. Az új gyógyszergyár 1908-ban kezdte meg működését a megvásárolt kőbányai telken.
- Az organoterápia abból a felfedezésből született, hogy bizonyos betegségek, amelyeket a belső elválasztású mirigyek rendellenes működése okoz, állati szervek és hatóanyagaik megfelelő adagolásával gyógyíthatók. A Richter kezdetben nem végzett saját kutatásokat, hanem a hazai és külföldi tudományos intézmények eredményeire alapozta fejlesztéseit. Biológiai kutatások kimutatták, hogy ha a különböző endokrin mirigyek hatóanyagait kombinációban juttatják a szervezetbe, akkor a gyógyszerek hatékonysága jelentősen megnő. Richter Gedeon remek érzékeléssel aknázza ki ezt a lehetőséget. A különféle állati szervek keverékéből létrehozott gyógyszer családot „Hormogland”-nak nevezték. Az 1930-as évek végén már mintegy 60 Hormogland termék volt a piacon.
- A gyár fejlődését nagyban befolyásolta az inzulin és az ösztromon felfedezése. Az inzulin 1921-es felfedezését követően a Richter már 1926-ban gyártani kezdte. Az inzulint a feltalálói nem szabadalmaztatták, de felhasználására szigorú minőségi előírások vonatkoztak. Ez új minőségi megközelítést igényelt a Richtertől. Az ösztromon fontosságát korán felismerték a gyárban. Rövid időn belül kifejlesztettek egy technológiát az izolálására, amely szabadalmi védeltséget is kapott. Az 1930-as évek végére a Richter az ösztromonkristály jelentős nemzetközi exportőre lett. 1912-től a cég profiljában a fitokemikáliák is megjelentek. A cég első szintetikus terméke a Hyperol nevű fertőtlenítőszer volt. A két világháború között fontos exporttermékké vált, és 1997-ig gyártották. A Richter egyik legsikeresebb terméke, a Kalmopyrin 1912-ben került piacra.
- A kezdeti időkben a gyártási folyamatok viszonylag egyszerűek, és a termelési mennyiségek alacsonyak voltak. Az egyre kifinomultabb folyamatok és a növekvő megrendelések szükségessé tették a gyártási kapacitás bővítését, ezért újabb és újabb készülékek kerültek a gyárba. Az alapvető probléma az volt, hogy a termelés bővítése egyre több nyersanyagot igényelt. A legtöbb gondot a gyógynövényes alapanyagok gyűjtése okozta, mivel ezek hatóanyag-tartalma nagymértékben függött a gyűjtés, szállítás és tárolás körülményeitől. Az állati szervek iránti növekvő keresletet importból kellett kielégíteni. A budapesti vágóhidak nem tudtak elegendő alapanyagot szállítani, míg a vidékiek nem tudták megfelelően szállítani (nem volt hűtés). A szállítmányok főként Argentínából és Ausztráliából származtak.
- A Richter Gedeon korán felismerte a gyógyszerek reklámozásának fontosságát, és 1902-ben megalakult a „propaganda csoport”, amelyet 1922-ben külön részleggé fejlesztettek. Az első ügynöki szerződést 1908-ban írták alá a milánói Hotz céggel, majd 1910-ben a német kamarai bíróság jóváhagyta a Richter több gyógyszerének szabadalmait, amelyeket két berlini gyógyszerésznek adtak el kizárólagos jogként Németországban és Hollandiában. Két évvel később ezt kiterjesztették Oroszországra, Dániára, Svédországra, Norvégiára, Svájcra és Törökország kivételével egész Ázsiára. Az 1920-as években a legtöbb európai ország korlátozta a gyógyszerimportot, így a Richter figyelme a tengerentúli piacok felé fordult. Az 1930-as években Európán kívül is szigorították a gyógyszerimportot. Az importellenes intézkedéseket a külföldi ügynökségek gyártóüzemekké alakításával játszották ki:

Olaszország	ORMONOTERAPIA-RICHTER
Anglia	GEDEON RICHTER PHARMACEUTICAL Ltd.Co.
Mexikó	PRODUCTOS GEDEON RICHTER S.A.
Lengyelország	RICHTER A.G.
Jugoszlávia	CHEMIKA A.G.
Belgium	N. V. PRODUKTEN RICHTER
Románia	FABRICA DE PRODUSE CHIMICE GEDEON RICHTER S.A.
Egyiptom	GEDEON RICHTER LTD.
Bulgária	GEDEON RICHTER
Brazília	GEDEON RICHTER S.A.

- A társaságot 1923. július 23-án vezették be a tőzsdére Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Részvénytársaság néven. A lépést elsősorban a külföldi partnerek szemében a presztízs növelésének szükségessége motiválta, nem pedig finanszírozási megfontolások. Az alaptőkét 50 millió koronában, a pengő bevezetése után 500.000 pengőben határozták meg. Az alaptőkét egyetlen alkalommal, 1938-ban 1 millió pengőre emelték, az egyes részvények névértékének megkétszerezésével. 1932-ben a részvények 95,5%-a volt a család kezében.
- A második világháború megakasztotta a cég töretlen fejlődését. A Richternek a legsúlyosabb anyagi csapást a nemzetközi céghálózat elvesztése jelentette, amely mind presztízsét, mind piaci súlyát csökkentette. 1948-ban a céget államosították, és exporttevékenységét előbb a Kelimpex, majd a Medimpex Foreign Trade vette át. 1950-ben a kutatást is központosították, amely a vállalat kutatási tevékenységének visszaeséséhez vezetett. Az átszervezés következő szakasza a kis üzemek nagyobb üzemekké való összevonása volt.
- Akkoriban új volt a szteroid- és peptidkutatás, az 1960-as években főként reprodukciós kutatásokkal foglalkoztak a társaságnál, a prednizolon (gyulladáscsökkentő) volt az egyik első termékük. Első eredeti szteroid termékük a Depersolon volt, amelyet injekcióként, orr- és fülcseppként is forgalmaztak. 1960-ban jelent meg az első hormonális fogamzásgátló tabletta az Egyesült Államokban. 1966-ban a Richter volt az első cég a szocialista piacon, amely az Infecundin nevű fogamzásgátló termékkel rukkolt elő. A Richter talán két legsikeresebb terméke a B12-vitamin és a Cavinton. A B12-vitamint már az 1920-as években ismerték, és 1928-ban a Richter egy B12-vitamint tartalmazó készítményt is piacra vezetett. A korszak jelentős vívmánya ennek a vitaminnak az ipari előállítás volt, amelyben a Richter jelentős sikert ért el. 1977-re a B12-vitamin és a Vitator (egy B12-t tartalmazó takarmány-adalékanyag) együttes termelése elérte az egy tonnát, míg a világ össztermelése körülbelül 10 tonna volt. A Cavinton forgalmazása 1977-ben kezdődött. A gyógyszer értégtő hatású, de ami még fontosabb, a termék javíthatja az agy vérellátását. A termék hazai és nemzetközi szinten is jelentős sikereket ért el.
- Összesen hat céget tartottak érdemesnek a túlélésre, köztük a Richtert is. A Richterbe több kisüzemet és laboratóriumot integráltak. A felsővezetés utasítására termékprofiljának fejlesztése során a Richtert eltiltották a szintetikus termékek gyártásától, ami jelentős bevételkiesést okozott. Az 1960-as években megkezdett reformok a vállalat növekedéséhez vezettek. Az új gazdasági mechanizmus kísérleti szakaszában a Richter rubelben számított exportja 24,4%-kal, belföldi értékesítése 75%-kal nőtt 1965 és 1968 között. A reformok azonban az 1970-es években elakadtak, a működést és a fejlesztéseket egyre inkább ruólirozó hitelekből kellett finanszírozni. 1980 végén központilag csökkentették a gyógyszerek árát, ami jelentős bevételkiesést jelentett a társaságnak.
- A cég folyamatos fejlődése miatt vidéki terjeszkedés mellett döntöttek. A Dorogi Szénfeldolgozó Vegyi Vállalat válsága kiváló lehetőségnek bizonyult. A vegyipar petrokémiai bázisra költözése nehéz helyzetbe hozta a szénfeldolgozó vállalatot. 1967-ben a nehézipari miniszter jóváhagyásával a céget a Richter vette át.

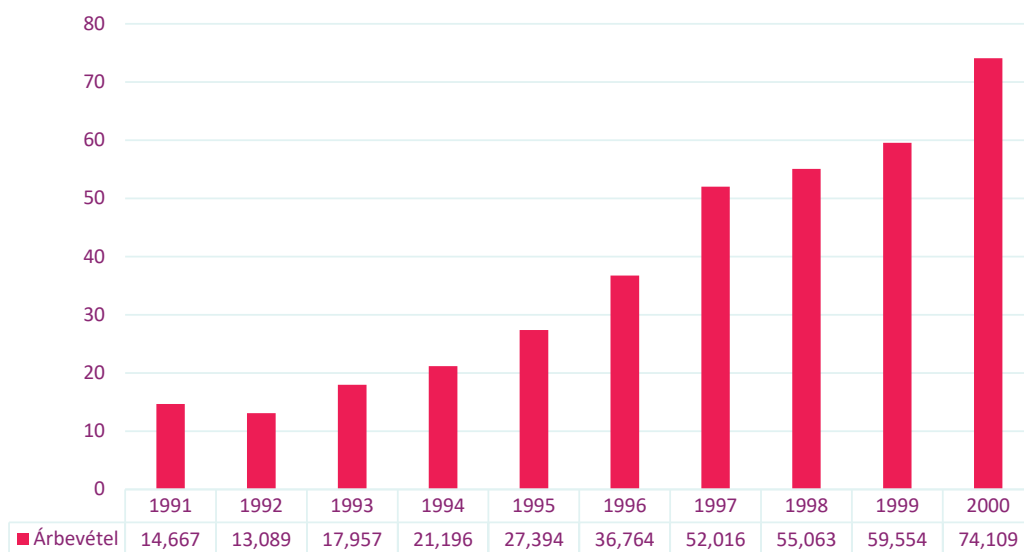
Árbevétel (millió forint)



Forrás: MBH Befektetési Bank

- Ahogy fentebb is olvasható, a tervgazdálkodás időszakában az export irányítását teljes egészében a Medimpex vette át. Ez azt jelentette, hogy az egyes üzemek külföldi értékesítését a Medimpex bonyolította le, a külföldről érkező devizabevételeket a Medimpex számláján jóváírták, a külföldi tárgyalások részletei pedig nem álltak a cégek rendelkezésére. Az időszak legnagyobb exportpartnere a Szovjetunió volt, a második legnagyobb piac Lengyelország volt. Az export a szocialista időszakban főként a FÁK-országokba irányult, de a Richter be tudott lépni a nyugati piacokra is. A szocialista tábor főleg késztermékekkel látták el, míg Nyugaton a hatóanyagok domináltak.
- A rendszerváltás komoly változásokat hozott Richter életében. A piacgazdaságra való átállás érdekében a vállalatot privatizálni és versenyképessé kellett tenni. 1990-ben a társaságot részvénytársasággá szervezték át, és külföldről kezdtek el szakmai befektetőket keresni. A közép-kelet-európai szocialista rendszerek összeomlása körüli viharos helyzetben azonban nem jártak sikerrel. A privatizációt végül három szakaszban hajtották végre. 1994 novemberében a társaságot bevezették a Budapesti Értéktőzsdére. Ekkor a részvények 62%-a nyilvános kézben volt. A második szakaszban ezt 42%-ra, a harmadikban 25%-ra csökkentették. Ezzel egy időben a cég szerkezetátalakítása is megtörtént. Az exporttevékenységek ellenőrzése visszakerült a vállalathoz. A termelést is átalakították, csak a humán gyógyszergyártás maradt meg, a többit (kozmetikumok, állatgyógyászati készítmények, növényvédő szerek stb.) pedig felszámolták vagy kiszervezték a Richterből.
- Az évtized során a Cavinton továbbra is a cég egyik legismertebb gyógyszere volt. A vérnyomáscsökkentő Ednite 1994-ben, a Normodibine pedig 1999-ben jelent meg. A Panangin és a vízhajtó Verospiron sikeres termékké váltak. További újdonságok voltak a kemoterápia és sugárterápia okozta hányás és hányinger kezelésére kifejlesztett Emetron, a gombás és nőgyógyászati fertőzések kezelésére szolgáló Mycosyst, valamint a lábfekélyek kezelésére szolgáló Curiosin. Az 1990-es években a különféle termékek, mint például a Centrum, ACC, Strepsils, Dipankrine és Nurofen egyre fontosabbá váltak.

Árbevétel (milliárd forint)



Forrás: MBH Befektetési Bank

- Az egykori szocialista országok piacának liberalizációjával a Richter komoly versenyhelyzetbe került a hazai és a nemzetközi piacokon egyaránt. A Richternek a nyugati cégekéhez hasonló promóciós irodákat és konszignációs raktárakat kellett kialakítania. A dolláros elszámolásra való átállás kezdetben nehézségeket okozott, különösen a Szovjetunió összeomlása idején. A FÁK országokban való terjeszkedést vegyesvállalatok létrehozása biztosította. A hatóanyagokat elsősorban a fejlett országokba szállították. A generikus gyógyszerek bevezetése Nyugaton nem volt egyszerű feladat, hiszen a fejlett piacokon akkor sokkal szigorúbb szabályozások vonatkoztak, mint Kelet-Európában. A szigorú követelmények betartását az EUSA program biztosította. A nemzetközi kapcsolatokat fellendítését a Medimpex átalakítása segítette. A korábbi exportcég részvényeit az Egis és a Richter között osztották fel. Ennek eredményeként a Richter kapta meg a Medimpex külföldi cégeit Ausztriában, Hollandiában, Franciaországban, Németországban, az Egyesült Államokban és Hongkongban. Az 1990-es évek második felében a Richter Oroszországban (RG-Farmograd) és Romániában (Armedica) létesített gyártóüzemeket.

- Az 1990-es években felgyorsul a Richter növekedése, a regionális terjeszkedés 1998-ban indul, ekkor termelő leányvállalatok létesülnek Romániában, Lengyelországban és Oroszországban. 2007-ben létrejön Németországban a Richter-Helm biotechnológiai vegyesvállalat, 2010-ben pedig a nőgyógyászati portfólió erősítése érdekében a Richter felvásárolja a svájci PregLem céget és a német Grünenthal fogamzásgátló portfólióját. 2012-ben elkészül a társaság debreceni biotechnológiai üzeme, 2017-ben pedig piacra kerül Amerikában az originális antipszichotikum készítmény. 2019-ben kerül piacra a Richter első sajátfejlesztésű bioszimiláris készítménye, amely csontritkulás kezelésére szolgál.

A tevékenységek bemutatása - a négy fő üzletág

- A Richter 2018-2028 időszakra szóló stratégiájának célkitűzése, hogy az európai székhelyű midpharma cégek kiemelkedő szereplőjévé váljon. Ennek érdekében a tevékenységeit négy fő üzletágba szervezte ki (ez 2023 elején történt meg), jelenleg erőforrásait az alábbi területekre fókuszálja a társaság: neuropszichiátria, nőgyógyászat, biotechnológia és general medicines.

A Neuropszichiátriai (CNS)

- Az üzletág célja egyfelől, hogy kiaknázza a cariprazine-ban rejlő lehetőségeket, emellett saját originális K+F projektek fejlesztése is cél, ami 2030 után megalapozhatja az árbevétel- és profitnövekedést.

Cariprazine

- A cariprazine jelenleg az egyetlen antipszichotikum, amely nemcsak a skizofrénia pozitív tüneteinek (pl. téveszmék vagy hallucinációk), hanem túlnyomórészt a negatív tünetek (pl. apátia, anhedonia és csökkent hajtóerő) kezelésében is hatékonyan bizonyult.
- A cariprazine molekulát a Richter kutatói fedezték fel a 2000-es évek elején, és a Forest Laboratories (később Actavis, Allergan, majd Abbvie) együttműködésével fejlesztették tovább. 2016. márciusi bevezetése óta több mint 1 millió beteget kezeltek vele, az antipszichotikum világszerte már 65 országban kapható, köztük Magyarországon is ártámogatással.
- Az Egyesült Államokban Vraylar és az Európai Unióban Reagila márkanéven forgalmazott cariprazine egy atipikus antipszichotikum, amelyet skizofrénia, bipoláris mánia és bipoláris depresszió, illetve major depressziós rendellenesség (MDD) kezelésére használnak. A készítmény két receptorcsaládon keresztül fejti ki hatását, amely a D3 és D2 dopamin receptorok részleges agonistájaként működik. Pozitív III. fázisú vizsgálati eredményeket publikáltak a skizofrénia és a mánia tekintetében 2012 elején, és a bipoláris zavar I. depressziójára vonatkozóan egy 2015-ös fázis II vizsgálatból. Ezenkívül potenciálisan hasznos kiegészítő terápiaként súlyos depressziós rendellenességek esetén.
- Ellentétben sok antipszichotikummal, amelyek D2 és 5-HT_{2A} receptor antagonisták, a cariprazine D2 és D3 részleges agonista. A D3 receptorokhoz is nagyobb affinitása van. A D2 és D3 receptorok fontos célpontok a skizofrénia kezelésében, mivel a dopamin receptorok túlzott stimulációját a skizofrénia lehetséges okának tekintik. A cariprazine gátolja a túlstimulált dopaminreceptorokat (antagonistaként működik), és ugyanazokat a receptorokat stimulálja, amikor az endogén dopamin szintje alacsony. A cariprazine D3 receptorokkal szembeni nagy szelektivitása csökkentheti a többi antipszichotikumhoz kapcsolódó mellékhatásokat, mivel a D3 receptorok főként a ventralis striatumban helyezkednek el, és nem okoznak ugyanazokat a motoros mellékhatásokat (extrapiramidális tünetek), mint a dorsalis striatum dopaminjára ható gyógyszerek receptorok. A cariprazine az 5-HT_{1A} receptorokra is hat, bár az affinitása lényegesen kisebb, mint a dopaminreceptorok iránti affinitása (majmok és patkányok agyi vizsgálataiban látható). Ugyanezekben a vizsgálatokban a cariprazine prokognitív hatásokat fejti ki, amelyek mechanizmusait jelenleg vizsgálják. A prokognitív hatások egy példája a patkányokkal végzett preklinikai vizsgálatokban: a cariprazine-t kapó patkányok jobban teljesítettek a szkopolamin által kiváltott tanulási zavarok paradigmájában, egy vízi labirintus tesztben. Ennek oka lehet a D3 receptorok szelektív antagonisták természetűe, bár további vizsgálatokra van szükség. Ez az eredmény nagyon hasznos lehet a skizofrénia esetében, mivel az egyik tünet a kognitív hiányosságok.
- A cariprazine az endogén dopaminszinttől függően részleges agonista és antagonisták tulajdonságokkal rendelkezik. Ha az endogén dopamin szintje magas (ahogy azt skizofrén betegeknek feltételezik), a cariprazine antagonistaként hat a dopaminreceptorok blokkolásával. Ha az endogén dopamin szintje alacsony, a cariprazine inkább agonistaként hat,

növelve a dopaminreceptorok aktivitását. Majmokon végzett vizsgálatokban a cariprazine növekvő dózisa a specifikus kötődés dóziszfüggő és telíthető csökkenését eredményezték.

- Főbb mérföldkövek a cariprazine történetében:
 - 1999. december: elindul a D3 projekt, kezdetben más indikációra
 - 2002. december: először szintetizálják a molekulát
 - 2003. augusztus: szabadalmi védelem benyújtása
 - 2004. október-november: Forest és Mitsubishi kutatási együttműködési megállapodások aláírása
 - 2004. november: Európában elindultak az első klinikai vizsgálatok
 - 2006. november: II. fázisú klinikai vizsgálat elindítása skizofrénia indikációban
 - 2007. június: II. fázisú klinikai vizsgálat elindítása mániás depresszió indikációban
 - 2009. június: II. fázisú klinikai vizsgálat elindítása a bipoláris depresszió és a major depresszió indikációjában
 - 2015. szeptember 17-én az Allergan és a Richter engedélyt kapott az Egyesült Államok Élelmiszer- és Gyógyszerügyi Hatóságától (FDA) a Vraylar egyesült államokbeli forgalmazására.
 - 2016. március: piacra lépés a Vraylarral az Egyesült Államokban
 - 2016. március: az EMA elfogadja a cariprazine regisztrációs kérelmét
 - 2016. augusztus: A Richter és a Recordati licencszerződést ír alá a Cariprazine nyugat-európai forgalmazásáról
 - 2017. július 17-én a Richter forgalomba hozatali engedélyt kapott az Európai Bizottságtól a Reagila EU-n belüli forgalmazására.
 - 2019. május 28.: Az FDA jóváhagyja a Vraylar kibővített alkalmazási előírását az I. típusú bipoláris zavarhoz kapcsolódó depressziós epizódok kezelésére
 - 2019. május – 2020. március: különböző licencszerződések (Ausztrália és Új-Zéland, Latin-Amerika, MENA régió, Szingapúr, Thaiföld, Dél-Korea)
 - 2022. december: az FDA engedélyezi a Vraylar használatát a major depressziós betegek kiegészítő kezelésére
- A Vraylar csak originális gyógyszerként érhető el, generikus változata még nem elérhető. A Vraylart az Egyesült Államokban szabadalmak védik a 2024-ig, további öt év Hatch-Waxman exkluzivitással, amely 2029-ig védik a vegyületet a generikus gyógyszerektől. Nemrégiben érkezett egy hír: harmadik fázisú klinikai kísérletek zajlanak 13-17 évesek körében skizofrénia kezelésére. A vizsgálat 2025-ben fejeződik be, ha sikerrel zárul, akkor tovább bővíthet a készítmény alkalmazhatósága és a szabadalmi védelem fél évvel meghosszabbodhat.
- A Fortune Business Insights szerint az antipszichotikumok globális piacának mérete 2023-ban 16,14 milliárd USD volt, Észak-Amerika pedig 9,98 milliárd USD bevételt ért el ebben az évben. A globális piac az előrejelzések szerint a 2024-es 17,32 milliárd dollárról 2032-re 26,48 milliárd dollárra nő 5,2%-os CAGR mellett.¹
- A skizofrénia egy súlyos mentális betegség, amely befolyásolja az egyén gondolkodását, érzését és viselkedését. A skizofrénia szenvedők úgy tűnhetnek, mintha elvesztették volna kapcsolatukat a valósággal, ami jelentős szorongást okoz az egyénnek, családtagjaiknak és barátaiknak. Ha nem kezelik, a skizofrénia tünetei tartósak lehetnek.²
- A bipoláris zavar, amelyet korábban mániás depresszióknak neveztek, egy hangulati rendellenesség, amelyet napoktól hetekig tartó depressziós időszakok és abnormálisan emelkedett hangulati időszakok jellemeznek. Ha az emelkedett hangulat súlyos vagy pszichózással jár, mániának nevezik; ha kevésbé súlyos, hipomániának nevezik. A mániás időszak során az egyén abnormálisan energikusnak vagy boldognak tűnik esetleg ingerlékenyen viselkedik, és gyakran impulzív döntéseket hoz, nem törődve a következményekkel. A bipoláris spektrum zavarai közé tartozik az I. típusú bipoláris rendellenesség, a II. típusú bipoláris rendellenesség és a ciklotímiai rendellenesség.³
- A depresszió (súlyos depressziós rendellenesség) egy gyakori és súlyos egészségügyi betegség, amely negatívan befolyásolja a beteg érzéseit, gondolkodásmódját és cselekvését. A depresszió szomorúságot és/vagy érdeklődésének elvesztését okozza a korábban élvezettel végzett tevékenységek iránt.

1 <https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/antipsychotic-drugs-market-101390>

2 [NIMH » Schizophrenia \(nih.gov\)](#)

3 [Bipolar disorder - Wikipedia](#)

- A depresszió tünetei az enyhétől a súlyosig változhatnak, és a következők lehetnek:⁴
 - Szomorúság vagy depressziós hangulat
 - Az egykor élvezett tevékenységek iránti érdeklődés elvesztése
 - Étvágyváltozások – a fogyókúrával nem összefüggő súlycsökkenés vagy gyarapodás
 - Alvási problémák vagy túl sok alvás
 - Energiavesztés vagy fokozott fáradtság
 - A céltalan fizikai aktivitás fokozódása (pl. képtelenség egy helyben ülni) vagy lelassult mozdulatok
 - Gondolkodási, koncentrációs vagy döntési nehézségek
 - Halálról vagy öngyilkosságról szóló gondolatok
- A cariprazine-ből származó bevétel dinamikus bővülést mutatott az elmúlt években, és 2023-ban összesen 525 millió dollár jogdíjbevételt eredményezett a társaság számára. Tavaly az AbbVie-nek 2,76 milliárd dolláros bevétele származott a Vraylarból, de a következő években várható további növekedés során 5 milliárd dollárt is megközelítheti majd a készítmény csúcshozárta.

Nőgyógyászat (WHC)

- A Richter Csoport működésének egyik fő területe a női egészségügy. A cég a termékek széles skáláját kínálja a nők minden korosztályának, köszönhetően a területen szerzett értékes, hosszú távú tapasztalatuknak. A társaság célja, hogy vezető pozíciót szerezzen az európai női egészségügy piacán széles körű gyógyszerportfólió kínálatával, valamint partnerségek és szinergiák kialakításával. Ezeket a célokat innovatív vagy késői fejlesztési stádiumú készítmények akvizíciójával szeretnék elérni a következő területeken: női termékenység, méhmióma / endometriózis, női fogamzásgátlás, fertőző betegségek.
- A Richter Csoport jelenlegi Nőgyógyászati portfóliója az alábbi alszégmensekből tevődik össze:

Fogamzásgátlás:

A Richter a fogamzásgátló lehetőségek széles skáláját kínálja alaposan felépített termékportfólióján keresztül, mint például az első, második, harmadik, negyedik és ötödik generációs orális fogamzásgátlók, nem orális készítmények, sürgősségi fogamzásgátlók.

- **Drovelis**
 - 2018-ban a Richter licenc- és szállítói megállapodást kötött a Mithra Pharmaceuticals vállalattal az estetrol-t és drospirenone-t tartalmazó kombinált fogamzásgátló értékesítéséről. A megállapodás földrajzi hatálya Európára, Oroszországra és egyéb FÁK országokra terjedt ki. 2021 májusában az EMA jóváhagyást követően, a készítmény megkapta a forgalomba hozatali engedélyt.
- **Evra**
 - 2020 decemberében a Richter bejelentette, hogy eszközvásárlási szerződést írt alá a Janssen Pharmaceutica NV-vel, a Johnson&Johnson 100%-os tulajdonában lévő leányvállalatával a Janssen vállalattal az Evra transzdermális fogamzásgátló tapasz eszközeire vonatkozóan. A megvásárolt eszközökért fizetendő vételár 263,5 millió USD. Ez az akvizíció egy mérföldkő volt a női egészségügyben jelentős szerepet játszó globális gyógyszercéggé válás útján, amely egyértelműen megerősíti a Richter pozícióját.
 - Az Evra hetente egyszer használatos fogamzásgátlóként engedélyezett a nők számára. Ez az első jóváhagyott transzdermális hormonális tapasz, valamint az első nem invazív fogamzásgátlási forma, amely helyes használat esetén 99 százalékos hatékonyságú.
 - Az Európai Gyógyszerügynökség szerint az Evra hatékony fogamzásgátlónak bizonyult. Összesen három vizsgálatban, több mint 3000 nő bevonásával tanulmányozták, amelyek alapján meghatározták azon nők számát, akik teherbe estek a gyógyszer szedése közben. A kísérletek alapján Evra „Pearl Index” értéke 0,90. A Pearl Index egy standard módszer a fogamzásgátlók hatékonyságának mérésére, amely azt méri, hogy 100 női év alatt hány nem kívánt terhesség fordul elő (ez 1300 ciklusnak felel meg), az alacsonyabb értékek pedig hatékonyabb fogamzásgátlást jeleznek. Az orális fogamzásgátlók Pearl-indexe jellemzően 0,57 (egyfázisú) és 1,28 (háromfázisú).

4 [What Is Depression? \(psychiatry.org\)](https://www.psychiatry.org/what-is-depression/)

• A Grünenthal-tól megvásárolt fogamzásgátló család

- A Grünenthal-tól 2010-ben felvásárolt, széles körben bevezetett orális fogamzásgátló termékek növelték a nőgyógyászati készítmények értékesítéséből származó bevételünket, valamint alapot biztosítottak ahhoz, hogy kiépítsük nyugat-európai értékesítési hálózatunkat. 2023 májusában a Richter brazil leányvállalata megállapodást írt alá a Grünenthal do Brasil Farmaceutica Ltda vállalattal, annak nőgyógyászati portfóliójának forgalmazásáról.

• Levosert méhen belüli eszköz (IUS)

- Levonorgestrel hatóanyagot kibocsátó méhen belüli eszközt, a Levosert-et bevezette a Richter Közép-Európában, majd 2017-ben az Allergan-tól (AbbVie) licenche vette Nyugat- és Észak-Európa piacaira. A megállapodást 2019-ben kiterjesztették a latin-amerikai régió országaira is. A terméknek egy új, kényelmesebben használható, egy kézzel felhelyezhető verziója (SHI) 2022-ben került bevezetésre.

Endometriózis és méhmióma:

- Az endometriózis a reprodukív korú nők 10 százalékát érinti. A betegség tünetei közé tartoznak a fájdalmas időszakok a krónikus kismencedei fájdalom, a fájdalmas ovuláció, a nemi aktus alatti vagy utáni fájdalom, erős vérzés, fáradtság és meddőség. A betegség és tünetei nagy hatással lehetnek az életminőségre és az általános közérzetre. A Richter WHC-portfóliója termékén, a Relugolixon keresztül megoldásokat kínál az endometriózisra.
- A reprodukív korban lévő nők több, mint 25 százalékát érintő méhmiómák olyan jóindulatú tumorok, amelyek a méh izomfalában vagy annak felületén alakulnak ki és amelyek a női reprodukív szervek leggyakoribb daganatos elváltozásai közé sorolhatók. Annak ellenére, hogy a méhmióma jóindulatú daganat, számos kellemetlen tünettel járhat. Ilyenek az erős menstruációs vérzés (ami gyakran vérszegénységhez és kimerültséghez vezethet), a fájdalom (fájdalmas időszakokat, alhasi fájdalmat, nemi közösülés idején érzett fájdalmat, hátfájást is ideértve) a megnövekedett hasi körméret, a puffadás, a túl gyakori, vagy túl ritka vizeletürítés, a szorulás, a vetélés és bizonyos esetekben a meddőség.
- **RYEQO (relugolix)**
 - 2020 márciusában a Richter és a Myovant Sciences megállapodást kötöttek a relugolix kombinációs tablettá Richter által történő forgalmazására méhmióma és endometriózis indikációkban Európa, a FÁK, Latin-Amerika, Ausztrália és Új-Zéland területén.
 - 2023-ra minden piacon, ahol méhmióma indikációban engedélyt kapott, lezárult a termék bevezetése. 2023 novemberében a termék megkapta az Európai Bizottság jóváhagyását endometriózis indikációban.

Termékenység:

- A Richter Gedeon segítséget nyújt a kényszerű gyermektelenséggel szembesülő nőknek és családoknak. Az Egészségügyi Világszervezet becslései szerint világszerte körülbelül 60-80 millió meddőségi esetet regisztráltak. A Richter egyik leányvállalata, a Finox Holding által kifejlesztett Bemfolán keresztül segíti a nők termékenységet. A svájci cég 2016-os felvásárlásának köszönhetően a Richter megjelent a női termékenység növekvő piacán. Azóta a cég termékpalettája további készítményekkel bővült, mint például az Ayola vagy a Cyclogest.
- **Bemfola**
 - A Bemfola az első bioszimiláris hormonkészítmény, amely Európában bevezetésre került.
- **Cyclogest**
 - A progeszteron hatóanyag tartalmú készítmény a peteérés és a menstruáció szabályozására és a terhesség kialakulására és megtartására szolgál. A Richter 2018-ban kötött forgalmazási megállapodást kötött az L.D. Collins & Co. Limited-del a készítmény EU 27 tagállamában történő értékesítéséről. 2019-ben kiegészítésre került a szerződés Ausztrália és Új-Zéland területére is.
- **Ganirelix**
 - A termék értékesítése 2022 harmadik negyedében kezdődött Európában. A Richter célkitűzése az, hogy valamennyi országban bevezetésre kerüljön, ahol a BEMFOLA a piacon van. A fertilitási portfólióhoz utoljára hozzáadott készítmény, egy GnRH antagonistá.

• **GISKIT**

- 2023 júliusi felvásárlás keretében orvostechnikai eszközök tulajdonosa lett a Richter, illeszkedik a vállalat specialty stratégiájába. EXEM FOAM és a GISKIT eszközök és szabadalmi jogok tulajdonosa lett a társaság világszerte, kivéve az Egyesült Államokat, Kínát és Dél-Koreát. Mindkét nőgyógyászati termék kedvezőbb ultrahangos vizsgálati feltételeket kínál, az EXEM FOAM a petevezetékek, a GISKIT pedig a méh üregének vizsgálatára.

• **AYOLA**

- Az AYOLA olyan intelligens, felhasználó által felhelyezhető hüvelygyűrű, amely az ovuláció előtti hőmérsékletváltozások pontos meghatározásával képes detektálni a női „termékenységi ablakot”. Egy okostelefonon a kiegészítő AYOLA alkalmazás segítségével a hüvelygyűrű jelzést ad a felhasználó hölgy számára, amikor a fogamzás szempontjából leginkább kedvező időszak közeleg. Az eszköz Magyarországon előreláthatólag 2025 végén kerül bevezetésre.

Menopauza:

A menopauza és annak tüneteit minden nő megtapasztalja élete során. A Richter célja, hogy ezt az átmeneti időszakot a lehető legkönnyebbé tegye. E cél elérése érdekében a társaság az Acruxszal, egy ausztrál gyógyszer szállító céggel kötött partnerséget. A Richter az Acruxszal együttműködve gyártja és értékesíti a menopauza tüneteinek kezelésére szolgáló gyógyszer, a Lenzetto-t.

• **Lenzetto**

- A 2013-ban kötött megállapodás értelmében Richter értékesíti az Egyesült Államokon kívül a Acrux ausztrál gyógyszeripari vállalat menopauzás készítményét, egy transzdermális spray-t.

• **Vagirux/Rewellfem**

- A Novo Nordisk Vagifem generikusának kifejlesztésére kötött megállapodást a Richter 2017-ben a német Helm AG céggel. A készítmény a menopauza során kialakuló hüvelyi szárazság tüneteivel szenvedő nőknek nyújt helyi terápiát.

• **Papilocare**

- A Papilocare egy orvostechnikai eszköz, célja a méhnyak elváltozásainak megelőzése és kiegészítő kezelése.

General Medicines (GM)

- Ezt az üzletágat 2023-ban hozták létre a Társaság hagyományos és branded generikus portfólióinak egyesítésével. A társaság aktualizálta a stratégiáját, felülvizsgálta a fő terápiás területeket, és a földrajzi régiókat. A központi idegrendszeri – röviden CNS – termékek a Richter termékpalettájának kardinális és folyamatosan fejlődő részét képezik. A központi idegrendszer portfóliójának részét képezik az érzéstelenítők, szorongásoldó gyógyszerek, altatók, modern antiepileptikumok és neuropátiás fájdalom kezelésére szolgáló szerek. A következő években szeretnék megerősíteni regionális pozíciójukat a kardiometabolikus és neuropszichiátriai (CNS) terápiás területeken. A jelenlegi termékportfólió bővítését is tervezik, és újabb terápiás területeket is megcéloznak. A kardiometabolikus és neuropszichiátriai (CNS) terápiás területek megerősítésén is folyamatosan dolgoznak, amelyek közül kiemelkednek a cukorbetegség, a szklerózis multiplex és a vérképzőszervi területek. A pipeline jelenleg 15, különböző fejlesztési fázisban lévő programból áll, ami biztosítja a folyamatos piacra lépést, valamint a portfólió megújítását a következő években. 2023-ban az üzletág 55 forgalomba hozatali engedélyt kapott.

Biotechnológia

- A Richter 2006-ban felismerte a biológiai gyógyszerek és biotechnológiai termékek fejlesztésében rejlő lehetőséget. A cég kedvező helyzetben volt ahhoz, hogy alkalmazkodjon az új terápiás területhez a Richter fermentációs iparban szerzett több éves tapasztalatának köszönhetően, amely előnyt jelenthet a versenytársakkal szemben. A Richter a fejlesztést a reumatológiai/csontritkulás és onkológiai termékekre összpontosította, amelyek a legmagasabb növekedési lehetőségeket kínálták az adott terápiás területen.
- A biohasonló gyógyszerek biológiai úton előállított gyógyszerek, amelyeket úgy fejlesztettek ki, hogy hasonlóak legyenek a piacon lévő másik biotechnológiai termékhez. Egyes becslések alapján a bioszimiláris készítmények árbevétele 2022-ben globális szinten 25 milliárd dollárt ért el, és 2029-re várhatóan meghaladja a 80 milliárd dollárt. A tavalyi év végén az USA-ban 45 engedélyezett biohasonló készítmény volt forgalomban, de az EU-ban ennél nagyobb számban vannak jelen ezek a készítmények. A következő években számos 1 milliárd dollár árbevétel feletti úgynevezett „blockbuster” originális készítmény

szabadalmi védettsége fog lejárni, ami jó lehetőséget teremthet a Richternek biotechnológiai készítmények gyártásához. A jövedelmezőség tervezése nehéz az egyelőre bizonytalan piaci árazás miatt. Ezeknek a termékeknek az előállítás olcsóbb a kismolekulás készítményekhez képest, így a betegek jobban hozzáférhetnek a biológiai terápiákhoz, és az egészségügyi kiadások terén is megtakarításokat jelenthetnek ezek a gyógyszerek.

- A biotechnológia üzletág forgalma a teriparatide értékesítésén túl bérgyártáshoz- és fejlesztéshez köthető árbevételt is tartalmaz – 2023-ban 24,5 milliárd forint értékben. Ennek a bevételnek nagyrésze a Richter-Helm Biologics által végzett mikrobiális fermentációs eljárásokon alapuló bérgyártásból és fejlesztésből származik. Idén nyáron látott napvilágot a hír, hogy a Richter megvásárolta a Richter-Helm vegyesvállalatot, ezzel erősítve a biotechnológiai üzletágát
- **Terrosa**
 - A Richter 2019-ben vezette be az oszteoporózis kezelésére szolgáló készítményét. a Richter-Helm BioTec GmbH & Co. KG, a Richter vegyesvállalata fejlesztette ki és tulajdonosa a bioszimiláris Terrosa-nak. A terméket a Richter vezette be az európai, ausztrál és latin-amerikai piacokra. A Stada is licenccbe vette a készítményt és Movymia néven hozta forgalomba Európában. Kereskedelmi partereken keresztül a világ további számos országában is megtalálható a Terrosa. A Mochida Pharmaceuticals vállalattal kötött megállapodás értelmében a Japánban is bevezették a terméket, és jelenleg ez a készítmény legnagyobb forgalmú piaca. Újratölthető Terrosa toll bevezetése is folyamatban van.
 - A bioszimiláris portfólió erősítése érdekében a következő években két újabb készítmény piaci bevezetését tervezi a társaság. Oszteoporózis illetve reuma indikációkban az originális készítmény szabadalmi védettségének lejárata követően lesz erre lehetőségük.
 - Az egyik az Amgen készítménye a denosumab, amely az oszteoporózis és onkológiai kezelésre szolgáló humán, monoklonális ellenanyag. A klinikai vizsgálatok már befejeződtek, és megtörtént a törzskönyvezési kérelem benyújtása. A termékbevezetésekre előreláthatólag 2025-ben kerülhet sor.
 - A másik a tocilizumab a reumatoid artritisz kezelésére alkalmazott biológiai készítmény. A tocilizumab bioszimiláris fejlesztésre azt követően kerülhetett sor, hogy 2020 áprilisában megvásárolta ezt a terméket a tajvani székhelyű Mycenax vállalattól.

Recept nélkül kapható készítmények

- Az OTC termékek olyan gyógyszerek, amelyek vény nélkül kaphatók. A Richter az ilyen termékek széles skáláját kínálja a betegeknek: a társaság allergiás (például pollen vagy állati) vagy ajakherpesz tünetekre kínál gyógyszereket és orrspray-t; hányinger kezelésére; emésztési zavarokra és gyomorsav enyhítésére. A Richter fájdalomcsillapító és lázcsillapító, valamint sebápoló termékeket is készít. A vállalat vezető szerepet tölt be a női egészségügyi termékek terén, és a páciensek itt is találhatnak vény nélkül kapható terhességre szánt vitaminokat. A Richter természetes termékeket, vény nélkül kapható szív- és érrendszeri gyógyszereket és nyugtatókat is gyárt.
- Az alábbi táblázat a társaság különféle vény nélkül kapható gyógyszereit mutatja be:



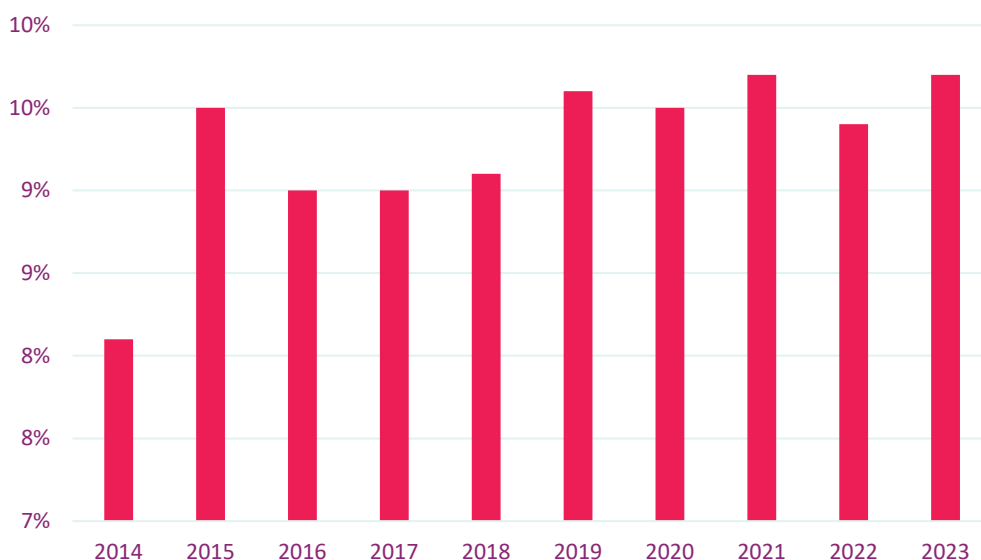


Forrás: Richter Gedeon

Kutatás-fejlesztés

- A társaság életében már a megalapítása óta meghatározó szerepet játszott a kutatás-fejlesztés és új gyógyszerek forgalomba hozatala. A Richter 1200 főt meghaladó kutató-fejlesztő bázissal rendelkezik, és továbbra is a közép-kelet-európai régió legjelentősebb gyógyszeripari fejlesztő központja.
- A cég kutatócsoportja Magyarországon dolgozik, de fejlesztő munkatársai vannak Németországban, Lengyelországban, Romániában és Svájcban. A csoport az onkológia, az immunológia és a központi idegrendszeri betegségek gyógyítására szolgáló gyógyszerek és versenyképes termékek fejlesztésével foglalkozik. A cégcsoport 2006 óta foglalkozik a biotechnológiával.
- A Richter az elmúlt évben 78 milliárd forintot költött új gyógyszerek és eljárások kifejlesztésére. Ez kb. az éves összes árbevétel 9,7 százaléka. A kutatás-fejlesztési ráfordítás a második legmagasabb költségvetés az értékesítés és marketing után. Richter esetében a kutatás-fejlesztési ráfordítások működési költségként szerepelnek, így kezdetben a gyógyszer- és gyógyszerfejlesztés nyomást gyakorol a profitra (EBIT, EPS, FCF). Az új termékekből származó pénzforgalom néhány évvel a fejlesztési folyamat után keletkezik, viszont ahogy fentebb is rámutattunk, csak nagyon kevés molekulából lesz piacképes termék.

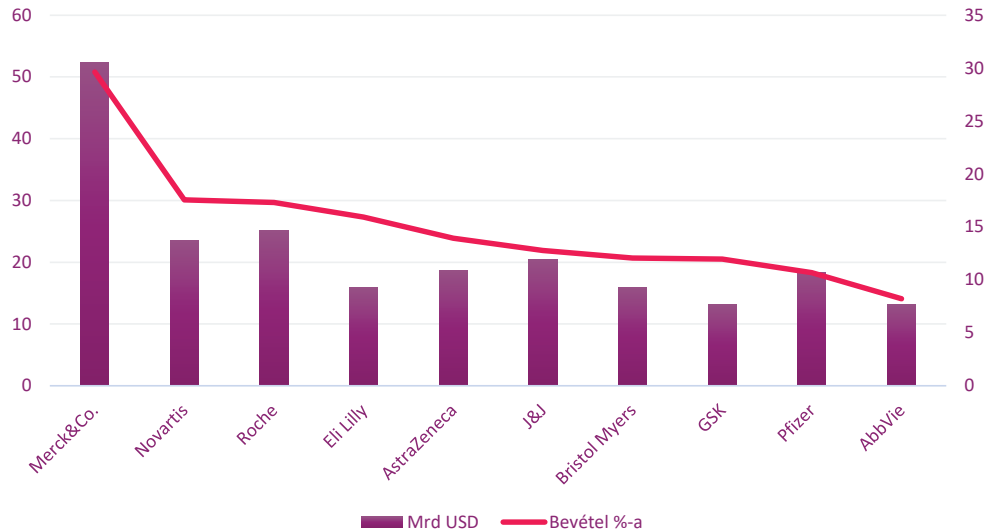
K+F kiadások az éves árbevételhez viszonyítva (%)



Forrás: MBH Befektetési Bank

- A legnagyobb gyógyszergyárak dollármilliárdokat (átlagosan az éves árbevétel 15-25 százalékát) költenek kutatás fejlesztésre és innovációra. A K+F kiadások azonban vállalatonként változnak a cég méretétől, a termékek életciklusától és növekedésétől függően. Például: Johnson és Johnson 2020-ban az éves eladások 20 százalékát, a Roche 25 százalékát, a Novartis 19 százalékát, a Merck 28 százalékát és a Pfizer 22 százalékát költi el. Érdeemes megjegyezni, hogy a biotechnológiai cégek aránytalanul sok pénzt költenek kutatásra, mert fényes jövőjük egy vagy több áttörést jelentő gyógyszertől vagy orvosi eljárástól függ.

A Top 10 gyógyszercég árbevétele és K+F kiadásai az árbevétel százalékában



Forrás: Drug Discovery Trends

- A kutatás és fejlesztés a gyógyszer- és egészségügyi ipar egyik legfontosabb aspektusa. Ugyanakkor ez a tétel az egyik legkockázatosabb, értve ezalatt azt, hogy nagyon alacsony a valószínűsége az I. fázisból eljutni a molekula forgalomba hozataláig. 2011–2020 között átlagosan 7,9% volt a sikeres és eredményes fejlesztések aránya az I. fázis után a piacon az összes fejlesztés alatt álló molekulát együttvéve. Átlagosan 10 000 célmolekulából csak egy kerül ki a fejlesztési folyamatból hatékony és piacképes terméként.

Hogyan működik

- A kutatás-fejlesztés időigényes és költséges folyamat, amely átlagosan 10-15 évig tart. A szabályozás és a követelmények folyamatosan szigorodnak, ami egyre növekvő költségeket és határidőket jelentenek.
- A gyógyszerfejlesztés első lépése a célmolekulák keresése, a következő lépés pedig a vezérmolekula keresése, ezek körülbelül 1-2 évig tartanak. Ezeket a lépéseket követi a preklinikai értékelés, amely még 1-2 évig tart. Ennek során a kutatók azt vizsgálják, hogy a molekula hogyan hat a szervrendszerre, és milyen gyógyszert lehet belőle fejleszteni. Ebben a szakaszban olyan állatkísérletekkel is találkozhatunk, amelyeknek meg kell felelniük az Állatvédelmi Törvénynek. Amennyiben a kutatók úgy döntenek, hogy a termék továbbfejleszthető, és az új termék a laboratóriumi vizsgálatok és állatkísérletek alapján várhatóan hatékony és biztonságos lesz, megkezdődhetnek a humán klinikai vizsgálatok, amelyek különböző fázisokban jellemzően 5-8 évig tartanak.

0. fázis

- Az új hatóanyagok kifejlesztésének egyik legnagyobb nehézsége az, hogy az állatkísérletek adatait nem mindig lehet megbízhatóan felhasználni az embereken végzett vizsgálatok alátámasztására. Az orvosi és gyógyszerkutatás szempontjából alapvető fontosságú az, hogy az állatokon végzett vizsgálatok eredményeit miként lehet az emberekre skálázni. Az idő lineáris skálázása legtöbb esetben nem működik. A gyógyszeripar óriási pénzt áldoz a probléma megoldására. A gyógyszeradagolás skálázása nem triviális, és a naiv megközelítés (pl. lineáris gondolkodás) téves következtetésekhez vezethet. A gyógyszeradagolás skálázása számos tényezőtől függ, mint például a súly, magasság, faj, a tényleges betegség, az aktuális egészségügyi állapot és így tovább. Tehát a vizsgálatnak ebben a fázisában nagyon kicsi, farmakológiaiilag hatástalan dózisokat, úgynevezett mikrodózisokat alkalmaznak. A cél a gyógyszerjelölt molekula sorsának vizsgálata az emberi szervezetben.

I. fázis

- A gyógyszert először egészséges betegeken (20-100 fő) használják kontrollált (klinikai) körülmények között. A cél a biztonságos dózis és a lehetséges mellékhatások meghatározása, egyes gyógyszerek nem tesztelhetők egészséges betegeken.

II. fázis

- A betegek nagyobb csoportja (100-200 fő) kapja majd a vizsgált gyógyszert. A legfontosabb kérdés az, hogy a termék hatékony-e a kérdéses betegség kezelésében. Ebben a fázisban tovább elemzik a termék rövid távú mellékhatásait és kockázatait.

III. fázis

- A betegpopuláció ebben a szakaszban a legnagyobb, 1000 és 3000 közötti betegszámmal, de vannak 10 000 feletti betegekkel végzett vizsgálatok is. A cél a terápiás hatás sokrétű bizonyítása. Ebben a fázisban leggyakrabban kettős vak vizsgálatokat végeznek, így sem az orvos, sem a beteg nem tudja, hogy vizsgálati készítményt vagy placebót alkalmaztak-e. Az eljárást a kutatási eredmények torzításának megelőzésére használják. Pozitív eredmény esetén a készítmény bejegyezhető, azaz forgalomba hozatali engedélyt kaphat. Ennek átlagos átfutási ideje 1,5 év.

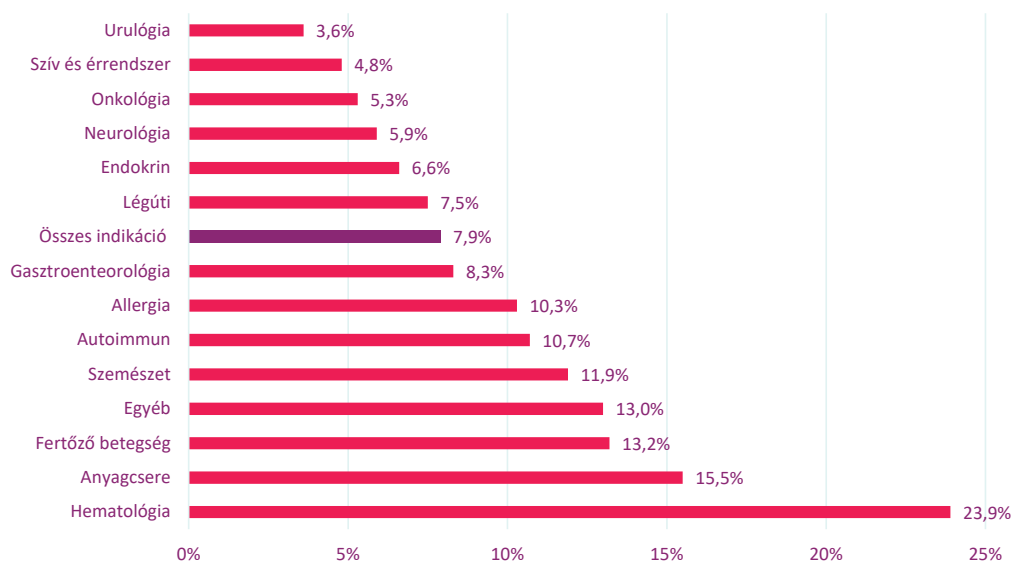
IV. fázis

- A vizsgálatot a már forgalomban lévő gyógyszerrel végzik, és ennek a fázisnak a célja nagy betegszámmal a gyógyszerkölcsönhatások és a mellékhatások hosszú távú monitorozása.

A kockázatok

- Mint fentebb említettük, a kutatás-fejlesztés nagyon fontos és egyben nagyon kockázatos tevékenység. Az alábbiakban bemutatjuk, hogy mekkora a valószínűsége annak, hogy a gyógyszert jóváhagyják az adott betegségterület szerint:

A jóváhagyás általános valószínűsége a betegségi területek szerint



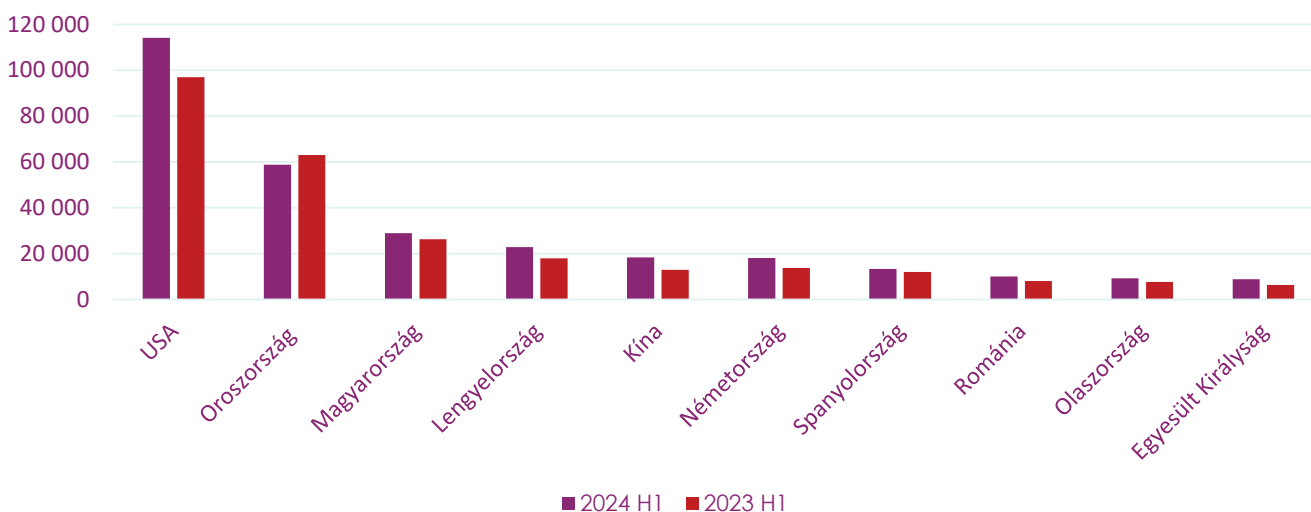
Forrás: Biomedtracker és Pharmapremia

- Amint azt láthatjuk, az I. fázisból származó jóváhagyás (LOA) általános valószínűsége az összes indikáció esetében 2011–2020 között 7,9% volt. Legnagyobb valószínűséggel a hematológiai, anyagcsere- és fertőző betegségeknek van jóváhagyása. Legrosszabb a helyzet a neurológia, az onkológia, a kardiovaszkuláris és az urológia területek esetében.

A második negyedéves eredmények alakulása

- Augusztus elején publikálta a Richter a negyedéves gyorsjelentését. Az árbevétel és az eredmények szintjén is az elemzői konszenzus felülmúló növekedést publikált a társaság. Az összes árbevétel a 216,3 milliárd forintos értéke majdnem 5 milliárddal teljesítette felül a várakozásokat, az adózott eredmény 70 milliárd forintos értéke pedig több mint 9 milliárd forinttal haladta meg a konszenzust. Az első félévben a négy üzletágból három erős kétszámjegyű növekedést ért el, a második negyedévben pedig a General Medicines részleg is látványosan tudott bővülni.
- A **neuropszichátriai** üzletág forgalma az első félévben 22,4 százalékkal 109,4 milliárd forintra bővült, köszönhetően a Vraylar kiemelkedő teljesítményének. A termék forgalmának 94 százaléka az észak-amerikai régióból származik, a Vraylar royalty árbevétele az első félévben 102,3 milliárd forintot tett ki.
- A **nőgyógyászat** árbevétele 15,2 százalékkal 149,5 milliárd forintra bővült, elsősorban az orális fogamzásgátlók árbevételének, illetve a Ryeqo, a Lenzetto és az Evra termékértékesítésnek köszönhetően. Az árbevétel kedvező alakulásához jelentősen hozzájárult a Drovelis forgalma is. A Ryeqo kiemelkedő forgalombővülést ért el az endometriózishoz kapcsolódó indikációbővítésnek is köszönhetően.
- A **biotechnológiai** üzletágnak egyelőre még kisebb a súlya, de folyamatos növekedés jellemzi. Első félévben a teriparatide készítményének forgalma 27 százalékkal 13 milliárd forintra emelkedett. Az üzletághoz bérgyártási és fejlesztési projektek is tartoznak, ezekből 13,5 milliárd forintos árbevétel származott, amely 22,3 százalékkal növekedett forintban a bázisidőszakhoz képest.
- A **general medicines** forgalma szerényebb mértékben emelkedett a többi üzletághoz képest. Az első félévben 6 százalékkal 121,4 milliárd forintra emelkedett az árbevétel.
- Az alábbi grafikon a Richter 10 legnagyobb piacának árbevétel alakulását mutatja. Oroszország kivételével az összes piacon nőtt az árbevétel az idei első félévben a tavalyi bázishoz képest. A legnagyobb a tengerentúli piac, amelyet egyértelműen a Vraylar eladások hajtottak. Itt a forgalom 19 százalékkal 114,1 milliárd forintra emelkedett. A legnagyobb növekedés Kínából érkezett, az árbevétel 43 százalékkal 18,5 milliárd forintra bővült. Németország, illetve az Egyesült Királyság is kiemelkedett, ezekben az országokban 30 százalék felett volt a növekedés mértéke az első félévben.

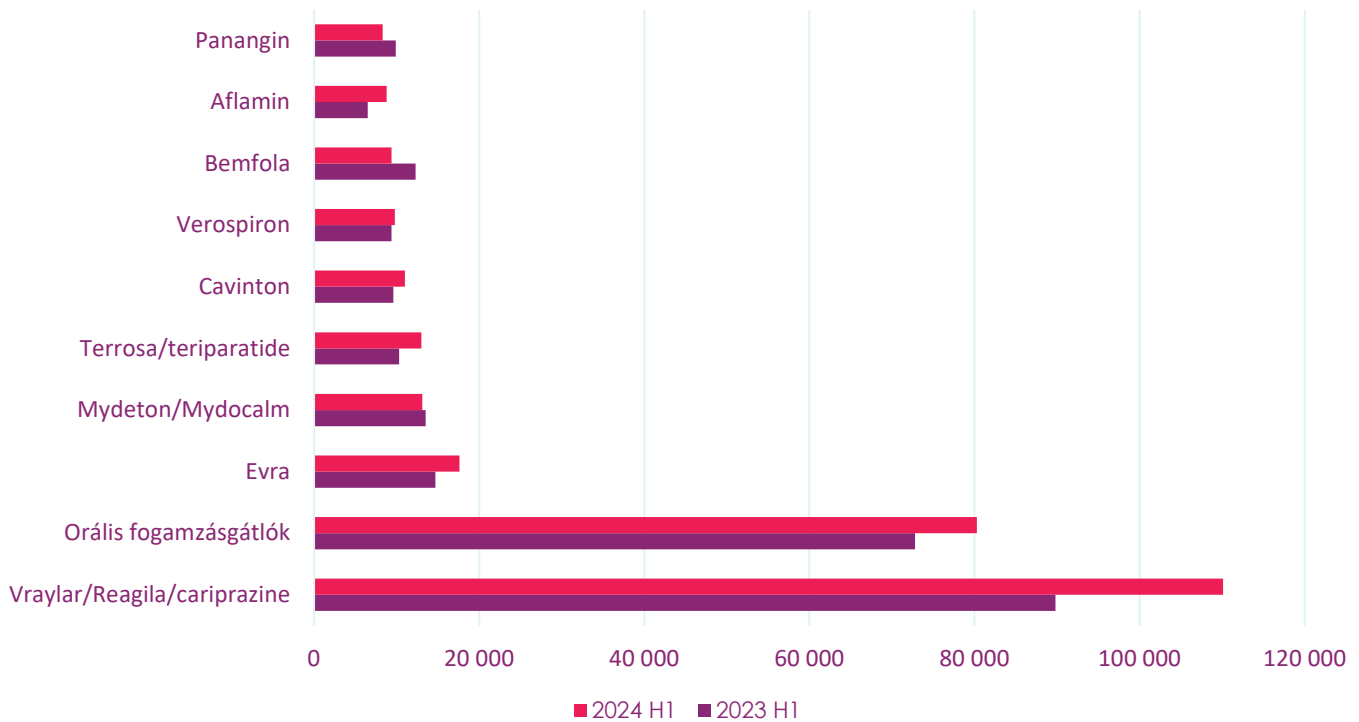
Top10 piac árbevétele
(millió HUF)



Forrás: Richter beszámoló

- A Richter 10 legnagyobb forgalmú készítményének árbevétel alakulását mutatja az alábbi ábra. Egyértelműen látható a cariprazine forgalmának erőteljes növekedése, a teljes árbevételben belül a cariprazine részesedése jelenleg majdnem 27 százalék. A nőgyógyászati portfólió erősödése is jól megjelenik a grafikonon, az orális fogamzásgátlók forgalma 10 százalékkal, az Evra pedig közel 20 százalékkal tudott nőni az idei első félévben a bázishoz képest.

Top10 készítmény árbevétele (millió HUF)



Forrás: Richter beszámoló

- Az idei évre vonatkozó kilátásokat megerősítette a társaság az első féléves számok alapján. A gyógyszergyártás árbevétele idén 2,15-2,25 milliárd euró között alakulhat, a tisztított EBIT pedig 725-750 millió euró körül. Az M&A ügyletek további 1 százalékponttal támogathatják az árbevétel növekedését, és körülbelül 10 millió euróval negatívan befolyásolhatják az üzemi eredményt 2024-ben.
- Az első negyedévben a jelentős 130 milliárd forintot kitevő akvizíciós tevékenység (Formycon, Helm, Mithra, BCI) illetve a rendszeres éves osztalék 78,8 milliárd forintos értéke és egy kisebb részvényvisszavásárlás a nettó készpénzállomány nagy mértékű csökkenéséhez vezetett az első félévben.

Orosz-ukrán konfliktus

- A több éve tartó orosz-ukrán konfliktus társaságot érintő hatásait is fontos kiemelni. A Richter bevételeinek jelentős része Oroszországból és Ukrajnából származik, így a jelenlegi háborús helyzet befolyásolhatja a cég teljesítményét. A két ország eladási részesedése 2013-ban érte el a csúcspontot, amikor a teljes értékesítés közel 50 százalékát adták. Azóta azonban jelentőségük fokozatosan csökken, 2024 első felében a két kelet-európai ország csak a bevételek 15 százalékát adja.
- A konfliktus első napjaiban az oroszországi szállítások átmeneti késedelmet szenvedtek, majd fokozatosan visszaálltak a háború előtti szintek. A gyógyszergyártókra nem vonatkoztak az Oroszország ellen bevezetett szankciók, így a társaság üzleti tevékenysége stabil a háború ellenére.
- Aszomszédos országokban zajló konfliktusok olyan kockázatokat hordoznak magukban, amelyeket nagyon nehéz vagy lehetetlen kezelni. A FÁK-országok negatív hatásait azonban a nyugati piacok ellensúlyozzák. 2024 első felében a bevételek több mint 50 százaléka az Egyesült Államokból és Európából származik, az itteni dinamikus növekedés jelenleg fenntarthatónak látszik.

- A társaság közlése szerint az ukrán törvényi háttér közelmúltban bekövetkezett változása lehetővé teszi forgalmazási engedélyek visszavonását mindazon termékek esetében, amelyek gyártókapacitása van Oroszországban és ott adózik, továbbá elegendő helyettesítő termék van jelen a piacon. A Richter esetében 53 ilyen terméket találtak és az engedélyek felfüggesztésének eljárását 2022 október elején elindították. A társaság jogi útra tereli az ügyet.

Az elmúlt időszak akvizícióiról

- 2024 május végén a társaság megvásárolta a Richter-Helm BioTec GmbH&Co KG. fennmaradó 50 százalékos tulajdoni hányadát a Helm AG-tól. A vételár közel 96 millió euró volt. Szintén ebben az időben Richter-Helm BioLogics GmbH & Co. KG fennmaradó 30 százalékát is megvásárolták.
- Idén júniusban a Richter megvásárolta az Estetra SRL („Estetra”) és a Neuralis SA („Neuralis”) 100 százalékos tulajdoni részesedését a Mithra Pharmaceuticals SA-tól. A kifizetett vételár 93,9 millió euró volt. A vállalat tájékoztatása szerint az akvizíció által megszerzett legfontosabb eszköz a saját fejlesztésű vezetőplatform, amely az Estetrol (E4) alapú egyedi, natív ösztrogénre épül, és amely a Richter Gedeon Nőgyógyászati üzletágának kulcsfontosságú eszköze. Az akvizíció magában foglalja az Estelle (már forgalmazott) és a Donesta (fejlesztés alatt álló, forgalomba hozatali engedély benyújtása előtt) kapcsolódó kötelezettségvállalásait.
- Szintén idén júniusban jelentették be, hogy megvásárolták 8,4 millió euróért a BCI Pharma nevű társaságot. BCI Pharma egy kutatás-fejlesztési vállalat, amely gyógyszerkutatási platformot és szabadalmaztatott szűrési technológiát biztosít a rendkívül erős és szelektív kinázgátlók gyors azonosításához és optimalizálásához.
- Januárban azt jelentette be a Richter, hogy a felek között már korábban létrejött együttműködés következményeként, a németországi székhelyű Formycon AG stratégiai befektetőjévé válik, a tőkeemelés után létrejött alaptőke 9,08%-ának jegyzését követően.

Bevétel előrejelzés

- Az elmúlt években erőteljes árbevétel növekedés jellemezte a Richtert. A következő évek további növekedést hozhatnak a cég számára. A jövőbeli bevételi számokat már nem befolyásolja a romániai kis- és nagykereskedelmi üzletág, miután 2022-ben bejelentették a nem főtevékenységhez tartozó részleg értékesítését. A 2022-es évben a bevétel nagyjából egyharmad részét, 140 milliárd forintos teljesítményt nyújtott ez az üzletág, de a korábbi években is jelentős bevétel származott innen. A profiltisztítás után 2023-tól a társaság a fő üzletágára a gyógyszergyártásra koncentrált.
- A 2024-2028 közötti előrejelzési időszakban forintban számolva 50 százalék körüli árbevétel bővülést várunk 834 milliárdról 1123 milliárd forintra.
- Mostanra a cariprazine, a Richter központi idegrendszeri problémáinak kezelésére szolgáló gyógyszere a cég legkeresettebb terméke lett, megelőzve a korábban első helyen lévő orális fogamzásgátlókat. A jövőbeli növekedés is biztosítottnak tűnik, az AbbVie arra számít, hogy a Vraylar 5 milliárd dollár körüli bevételt generálhat az évtized végére, amely magas egyszámjegyű éves átlagos növekedést jelenthet. A bevételeket tekintve neuropszichiátriai (CNS) az egyik legjelentősebb szegmens. A Vraylarnak köszönhetően nagyon dinamikus a növekedési ütem, 2022-ben 146 milliárd forint, 2023-ban pedig 206 milliárd forint árbevétel származott ebből a készítményből. Az évtized végére pedig már 340 milliárd forint feletti árbevétel érkezhethet az észak-amerikai piacról. Ezután ez az érték töredékére csökkenhet (a szabadalmi védettség lejáratára miatt), de egyrészt ez már kívül esik az előrejelzési horizontunkon, másrészt azt feltételezzük, hogy addig újabb bevezetett készítmények pótolhatják a kieső bevételt és segíthetik a társaság növekedését.
- A nőgyógyászati portfólió mindig is fontos volt a cég számára, és a jövőben is az lesz. a 2023-as 669 millió euróról 2030 előtt 1 milliárd euróra szeretné bővíteni a társaság az üzletágból származó bevételeket. Egyidejűleg több magas költségű és kockázatos termék fejlesztésén dolgoznak, ezek sikerétől függ az árbevétel növekedési pályája. 2022-ben 230 milliárd forint árbevétel származott ebből a szegmensből, 2023-ban pedig 255 milliárd forint. A növekedési pálya erős maradhat, a bejelentett és

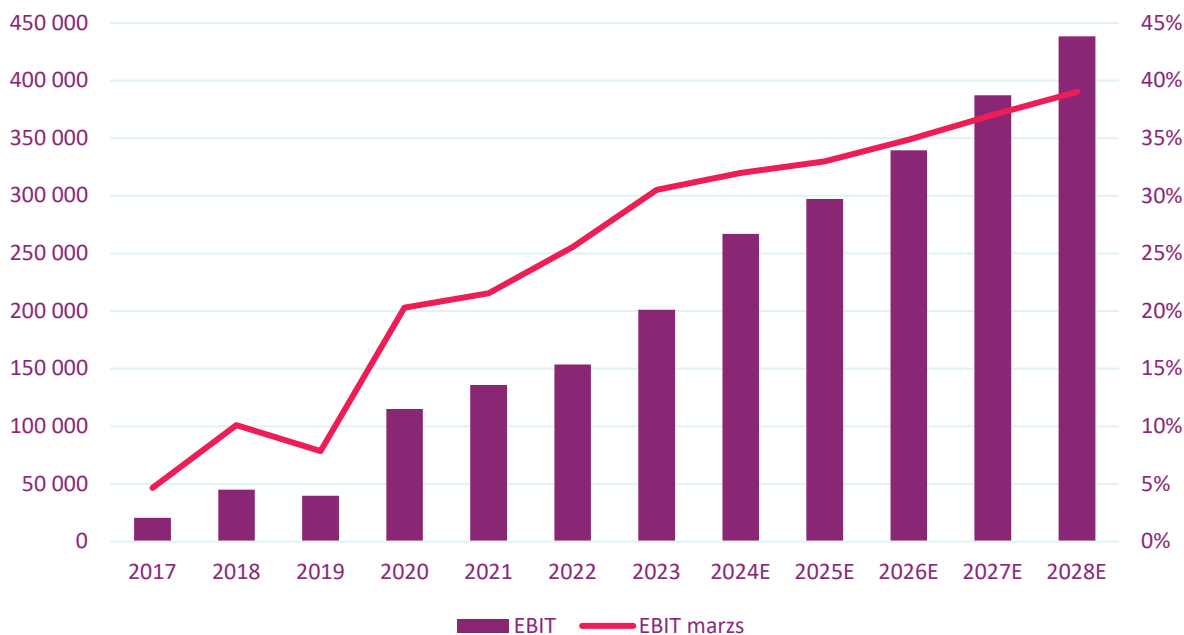
a jövőbeli akvizíciók mellett organikus bővülés is figyelemreméltó lehet. 2026-ra már 300 milliárd feletti árbevételt várunk a nőgyógyászati portfóliótól.

- A Richter 2006-ban stratégiai döntést hozott a biohasonló termékek piacára való belépésről. A Terrosa termékük értékesítése 2019-ben kezdődött az Európai Unióban, miután az eredeti termék szabadalma lejárt. A biohasonló termékek piaca a következő évek egyik legdinamikusabb növekedési ágazata les, viszont ennek az üzletágnak egyelőre még kicsi a súlya a teljes bevételhez viszonyítva.
- A bevételek alakulását jelentősen befolyásolhatja az árfolyamok alakulása. A cég bevételeinek túlnyomó része Magyarországon kívülről származik, így a gyenge forint a Richternek kedvez. A rubel esése azonban hátrányosan érinti a céget, mivel Oroszország a Richter második legnagyobb piaca.

Az árrések alakulása

- A bevételek mellett a költségek is dinamikusan növekedhetnek a következő években. Az árrések alakulása fontos kérdés, mert a hatékonyabb működés magasabb árréseket és ezen keresztül magasabb profitot eredményezhet. A romániai kis- és nagykereskedelmi üzletág értékesítésével a Richter a fontos lépést tett a hatékonyság javítása érdekében, mert ez a szegmens jellemzően alacsony haszonkulccsal működött. A bruttó fedezeti hányad a 2022-es 57,4 százalékról 2023-ban már 64,7 százalékra emelkedett, a javulásban közrejátszott már az is, hogy tavalyi év második felében már nem rontotta le a marzsot a romániai részleg. A következő években ez a mutató 70 százalék fölé emelkedhet, amiben a Vraylar egyre bővülő értékesítése is fontos szerepet játszik.
- Az üzemi eredmény a 2024-ben várt 267,1 milliárd forintról 438,4 milliárd forintra emelkedhet 2028-ra. Az árrések alakulását itt is emelkedő pálya jellemzi, az üzemi eredmény-hányad idén 32 százalékra javulhat a tavalyi 23,5 százalékról és az előrejelzési időszak végére elérheti a 39 százalékot.

Üzemi eredmény és az eredményhányad (%) alakulása



Forrás: Richter beszámoló

Peer-group (versenyhársélemzés)

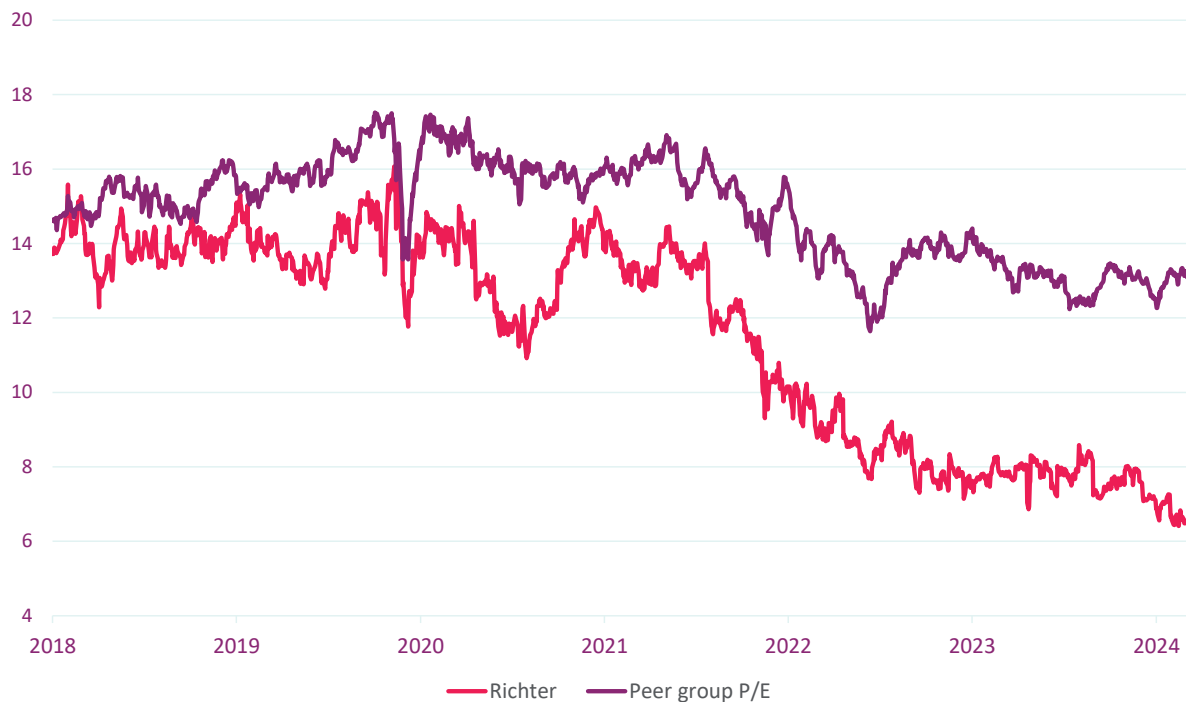
- A fundamentumok elemzése mellett relatív értékelés segítségével is érdemes megvizsgálni a társaság helyzetét a versenyhársakhoz képest. A Richter meglehetősen alacsony előremutató P/E rátán forog a szektortársakhoz képest. A régióban kevés tőzsdén jegyzett gyógyszergyártó cég található, a legközelebbi szektortársa a Krka. A két társaság között a legfontosabb különbség, hogy a Richter originális gyártónak nevezhető, amely azt jelenti, hogy egyedi szabadalmakkal rendelkezik. Az úgynevezett originális (eredeti) gyógyszerek újonnan kifejlesztett hatóanyagot tartalmaznak, amely kifejlesztése egy hosszú (általában 12-14 évig tartó), jelentős anyagi ráfordítással járó folyamat eredménye. A Krka portfóliója ezzel szemben generikus gyógyszereket tartalmaz, amelyek lejárt szabadalmú, de az originális gyógyszerek azonos hatóanyagú másolatai. A Krka előremutató P/E rátája 12,76, szemben a Richter 7,02 P/E rátá értékével.
- Az originális gyártók jellemzően magasabb értékeléseken szoktak forogni a generikus társaiknál, amelyet a jellemzően magasabb marzsok és a nagyobb növekedési potenciál indokolnak. Az értékelési prémium jelenleg egyáltalán nem látszik a Richternél.

Név	Piaci kapitalizáció (milliárd forint)	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA	ROE (%)	Osztalékozam (%)
RICHTER GEDEON NYRT	1 984	7,02	2,17	1,65	5,75	20,74	4,05
KRKA	1 766	12,76	2,34	1,76	7,11	15,79	5,47
BAYER AG	10 722	5,18	0,57	0,76	4,18	-	0,39
SANOFI	52 640	12,14	2,76	1,81	10,38	5,80	3,56
MERCK KGAA	29 285	17,13	3,35	2,60	14,03	9,50	1,28
PFIZER INC	57 085	9,94	2,55	1,83	20,95	-	5,91
ASTRAZENECA PLC	94 365	18,22	4,82	6,72	15,84	16,74	1,79
HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	2 046	11,37	1,85	2,52	6,75	12,73	3,13
NOVARTIS AG	92 675	14,84	5,11	5,78	10,68	34,56	3,26
GSK PLC	32 181	9,60	2,10	4,72	6,81	29,80	3,60
ORION OYJ-CLASS B	2 678	25,48	4,66	8,90	16,45	30,36	3,35
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	4 278	17,81	4,65	5,94	14,07	22,67	2,3
ROCHE HOLDING AG	95 774	13,83	3,65	7,68	9,85	38,29	38,29
Átlag	36 729	13,49	3,07	4,05	10,99	17,75	3,36
Medián	30 733	13,13	2,93	3,33	10,54	17,25	3,84

Forrás: Bloomberg

- Az alábbi ábrán látható a Richter és a szektortársak átlagának a P/E rátája. Az elmúlt öt évben folyamatosan alacsonyabb értékelésegen mozgott a Richter a szektortársakhoz viszonyítva, de az utóbbi időben még látványosabban szétnyílt az értékelésegen közötti különbség.

A Richter és a szektortársak átlagának P/E alapú értékeltsége



Forrás: Bloomberg, MBH Befektetési Bank

- A chart-on az is jól látható, A P/E mutató a 2018-2021. közötti időszakban jellemzően a 13-15 közötti tartományban mozgott. Ezt követően a Richter értékeltsége meredeken süllyedni kezdett, lényegesen eltávolodva a 13-as historikus átlagától.
- A grafikon egyértelműen arról árulkodik, hogy a gyógyszerpapír P/E alapú értékeltsége rendkívül alacsony szintre süllyedt, és jóval a korábbi értékek alatt forog jelenleg a részvény. A jelenleginél lényegesen magasabb értékeltség indokolt, a 11-15 közötti tartományt tekintve jelentős felértékelődési potenciál látható.

Kockázatok

- A Cariprazine kiemelkedő hozzájárulása a Richter eredményéhez koncentrációs kockázatot jelent a bevételi oldalon. Ennek a készítménynek a hozzájárulása jelentősen függ az amerikai partnerük által elért árbevételről, és az amerikai gyógyszerárak környezetéről.
- A nőgyógyászati üzletág stratégiai céljai eléréséhez kapcsolódó kockázatok: a 2023-as 669 millió euróról 2023 előtt 1 milliárd euróra szeretné bővíteni a társaság az üzletágból származó bevételeket. Egyidejűleg több magas költségű és kockázatos termék fejlesztésén dolgoznak, ezek sikerétől függ az árbevétel növekedési pályája.
- Orosz-ukrán háború kockázata: a társaság jelen van az orosz piacon, a szankciók jelenleg nem érintik a gyógyszeripart, a gyártás és az értékesítés is stabil. A romló orosz gazdasági helyzet azonban negatív hatással lehet a keresletre.
- Inflációs kockázat: a társaság termékeinek jelentős része fix árazású, ez csökkenti a költségnövekedés áthárításának lehetőségeit. A költségeket érintő infláció miatt szűkülhetnek a marginok, így egyes termékek akár veszteségesek is válhatnak.
- Originális kutatási és fejlesztési projektek kockázata: a Richter éves szinten nagyon jelentős összeget költ K+F projektekre, ezeknek a fejlesztéseknek a megtérülése komoly kockázatot jelent a társaság számára.
- Devizaárfolyam kockázat: A társaságnak jelentős rubel, dollár, euró és egyéb devizákban keletkezett bevételei vannak, amelyeknek a forintban mért értékét az árfolyam ingadozások eltérítik, nem kívánt mérleg- és eredménymozgásokat, veszteséget okozhatnak.

DFC modell

- Az MBH Befektetési Bank 2024. szeptemberében megkezdte a Richter Gedeon Nyrt. követését. Elemzésünk alapján a részvény várható egy éves célára 13 102 forint, ajánlásunk vétel.
- A diszkontált cash-flow (DCF) modell 5 évet vesz figyelembe, 2024 és 2028 között. Ezalatt az 5 éves időszak alatt, a Richter eredményének számottevő része a Vraylar készítményhez köthető. Ahogy fentebb látható, a szabadalmi védettség 2029/2030 lejáratára jelentős hatással lesz a bevételre, illetve profitra. A célárfolyamnak jelenleg jelentős része (a készítmény értékesítéseiből számítható jelenértékhatás 5400 forint) köthető ehhez a készítményhez, ezért a menedzsment már most készül arra, hogy 2030 után újabb készítmények bevezetésével pótolja a kieső árbevételt. Az AbbVie az évtized végére 5 milliárd dollár körüli csúcstértékesítésre számít, amely a Richter számára 340 milliárd forint feletti árbevételt jelenthet, és ennek jelentős része profitként jelenhet meg. Ez alapján jól látható, hogy a Vraylar értékesítéseinek alakulása jelentősen befolyásolhatja a Richter eredményeinek alakulását.
- Az átlagos súlyozott tőke költség (WACC) számításaink szerint 11,58%, amely megegyezik a saját tőke költségével, – itt figyelembe vettük a 10 éves magyar referencia hozamot (6,4%) és országhozzáadási prémiumot (7,4%). A társaság adókulcsát 15%-ban határoztuk meg, figyelembe véve a globális minimumadó kulcsot.

DCF Modell (millió forint)	2024	2025	2026	2027	2028
Árbevétel	834 783	901 397	973 705	1 046 619	1 123 327
Árbevétel növekedése	3,68%	7,98%	8,02%	7,49%	7,33%
EBIT	267 150	297 441	339 639	387 449	438 397
EBIT marzs	32,00%	33,00%	34,88%	37,02%	39,03%
Adókulcs	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT-et terhelő adó	-40072	-44616	-50946	-58117	-65760
NOPLAT	227 077	252 825	288 693	329 331	372 637
FCFF	190 451	211 196	241 529	276 704	309 815
WACC	11,58%	11,58%	11,58%	11,58%	11,58%
Diszkont faktor	0,90	0,80	0,72	0,65	0,58
Diszkontált szabad cash flow	170 685	169 634	173 864	178 513	1 727 523
Enterprise value (EV)	2 420 219				
Nettó adósság	35 267				
Pénzeszközök	56 920				
Tőkeérték	2 441 872				
Részvények száma (millió db)	186				
Saját tőke költsége	11,58%				
Fair érték	11 636				
12 hónapos célárfolyam	13 102				

Forrás: Richter, MBH

Az elemzés lezárva 2024.szeptember 5. (17.00)

Rácz Balázs
senior tőkepiaci elemző

Befektetéselemzés

MBH Befektetési Bank Zrt.
H-1056 Budapest, Váci utca 38.
racz.balazs@mbhbank.hu
mbhbefektetesibank.hu

Jogi nyilatkozat

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok körútja 9.G.sz.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2022., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív és független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot a Bank az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helyállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított szakmai megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat, ajánlásokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdeteményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a www.mbhbefektetesibank.hu honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjában, valamint az www.mbhbank.hu honlapon. Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el.

6. Ajánlások:

- **Overweight (felülsúly):** Az „Overweight (felülsúly)” besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan meghaladja az iparág átlagos hozamát vagy az index referenciaértékét a következő 12 hónapban.
- **Underweight (alulsúly):** Az „Underweight” (alulsúly) besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan az egész iparág átlagos hozama vagy az index referenciaértéke alatt marad a következő 12 hónapban.
- **Equal weight:** Az equal weight besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan megegyezik a teljes iparág átlagos hozamával vagy az index referenciaértékével a következő 12 hónapban.
- **Vétel (Buy):** A teljes megtérülés várhatóan meghaladja a 10% -ot a következő 12 hónapban.
- **Semleges (Neutral):** A teljes megtérülés várhatóan -10 - + 10% között lesz a következő 12 hónapban.
- **Eladás (Sell):** A teljes megtérülés várhatóan -10% alatt lesz a következő 12 hónapban.
- **Felülvizsgálat alatt (Under revision):** Ha új információk látnak napvilágot, ez várhatóan jelentősen megváltoztatja az értékelést.
-

7. **Célfolyam:** Célfarunk meghatározása 12 havi alapon történik, osztalék nélkül, hacsak másként nem jelezzük.

8. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

9. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal, mely intézkedések az Európai Bizottság 2016/958 felhatalmazáson alapuló rendeletében írt, az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információs korlátoknak minősülnek. Az elemzés elkészítésében részt vevő személyek javadalmazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65 EU irányelv 1. számú melléklet A és B szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatási tevékenységek nyújtásához vagy a Bank vagy más, vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó jogi személy által végzett tranzakciókhoz, illetve a Bank vagy a vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozás által kapott jutalékhoz.

10. A jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik a Bank teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel. A Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként nem jár el. A Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az előző 12 hónapban. A Bank a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval kötött megállapodásnak nem részes fele. A Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5 %-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

11. A Bank megfelelő belső eljárásrendet alakított ki a (i) befektetéssel kapcsolatos kutatás elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek személyes ügyleteire vonatkozóan; (ii) a befektetési elemzések elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek fizikai elkülönítésének biztosítására; ezen felül a megfelelő információs korlátok is felállításra kerültek (iii) az ösztönzők elfogadására és a javadalmazásra vonatkozóan.

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

13. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2024. szeptember 5. (17:00)

A kiadvány készítője: Rácz Balázs, senior részvénypiaci elemző, MBH Befektetési Bank Zrt., 1056, Budapest, Váci utca 38.

14. A Richter Gedeon Nyrt. elemzésének kezdete: 2024. szeptember 5. Az elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el:

[Részvények \(mbhbeftetesibank.hu\)](https://www.mbhbeftetesibank.hu)

15. Az MBH Bank és MBH Befektetési Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5%-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

16. Az MBH Bank és MBH Befektetési Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként nem jár el.

17. Az MBH Bank és MBH Befektetési Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az elmúlt 12 hónapban.

18. Jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik az MBH Bank és MBH Befektetési Bank teljes tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel.

19. Az alkalmazott értékelési eljárások:

EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időben és értékben is ingadozást mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak.

A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzegenértékesek értékét.

A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen, ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényre jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árának megfelelő nyereséget a társaság.

ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére vetítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

Technikai elemzés

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásából készített grafikon alapján vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japángyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkeköltséggel (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően ötéves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, hacsak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm- FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcsra, az értékcsökkenési leírásra (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőkeköltsége (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelköltségtől (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol a független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az iparág-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati prémium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).

A saját utunkat járjuk.

