ТИНЬКОФФ
ИНВЕСТИЦИИ
Премиум

БОЛЬШОЙ ОБЗОР

Carl Zeiss Meditec

Помогает увидеть потенциал за пределами американского рынка

08.12.2020

Коротко

Всемирная организация здравоохранения (ВОЗ) подсчитала, что как минимум у 2,2 млрд человек в мире есть проблемы со зрением. Это около 30% от всего населения Земли.

👍 Причем у 1 млрд человек эти проблемы можно решить. Поэтому ВОЗ в этом году приняла резолюцию, призывающую государства сделать проверку глаз и их лечение неотъемлемой частью оказываемых медицинских услуг и способствовать развитию технологий в этой сфере.

Одна из компаний, которые уже не первый год предлагают инновационные решения для диагностики и лечения глазных заболеваний, — европейская Carl Zeiss Meditec. В августе этого года ее акции стали доступны на Санкт-Петербургской бирже.

Аналитический отчет составлен в соответствии с Методикой оценки ценных бумаг Тинькофф Банка.

О бизнесе

Carl Zeiss Meditec была основана 18 лет назад как дочерняя компания немецкого технологического холдинга Zeiss, который в следующем году празднует юбилей — 175 лет. Все это время Zeiss является лидером в мире оптики. Еще в далеком 1916 году российский астроном Сергей Белявский назвал в его честь астероид, который он обнаружил с помощью его оборудования. Его объективы были на камерах, которые снимали первые шаги человека на Луне в 1969 году. Они же помогли создать не один десяток кинолент, среди которых — «Властелин колец».

Carl Zeiss Meditec смогла использовать ноу-хау холдинга в оптике и визуализации и стала одним из лидеров рынка в своем профиле.

Бизнес-направления

Компания разрабатывает решения в сферах офтальмологии и микрохирургии.

Офтальмология

По подсчетам аналитической компании Market Scope, которая специализируется на рынке здравоохранения, и самой Carl Zeiss Meditec, компания занимает второе место на рынке офтальмологии. Ее микроскопы, камеры, лазеры и другое оборудование используют больницы, специализированные глазные клиники и центры амбулаторной хирургии для:

- ✓ диагностики и лечения хронических глазных заболеваний, которые приходят с возрастом;
- ✓ рефракционной лазерной хирургии роговицы для коррекции зрения;
- ✓ лечения катаракты и сетчатки хирургическим путем.

На одном оборудовании компания не остановилась и разработала собственное ПО для офтальмологов — FORUM. Это своеобразная база данных. Врачи могут подключать ее к диагностическому оборудованию и хранить в ней всю информацию о своих пациентах. То есть буквально вести в ней карточку пациента. По подсчетам компании, использование FORUM вместо бумажных документов помогает сэкономить €10 000 в год на принтере и дает врачу дополнительные 46 минут в день на работу непосредственно с пациентами.

Помимо этого, компания разработала первые и пока единственные в мире препараты, объединяющие в себе функции анестетика и вискоэластика — раствора, который вводят, чтобы защитить роговицу во время операции. Они особенно нужны во время длительных операций.

Но и это еще не все. Компания также производит собственные интраокулярные линзы, сокращенно ИОЛ. Они представляют собой искусственный хрусталик. Их имплантируют после полного или частичного удаления естественного хрусталика, который отвечает за фокусировку зрения. ИОЛы могут спасти от слепоты пациентов с катарактой. Это частое заболевание у возрастной группы населения.

Учитывая мировой тренд старения населения — к 2050 году каждый шестой в мире будет старше 65 лет (по прогнозам ООН), — лечение старческих глазных заболеваний, в том числе с помощью имплантации ИОЛ, может стать одним из главных драйверов роста Carl Zeiss Meditec.

В прошлом году Carl Zeiss Meditec заработала на рынке офтальмологии **€1,1 млрд.**

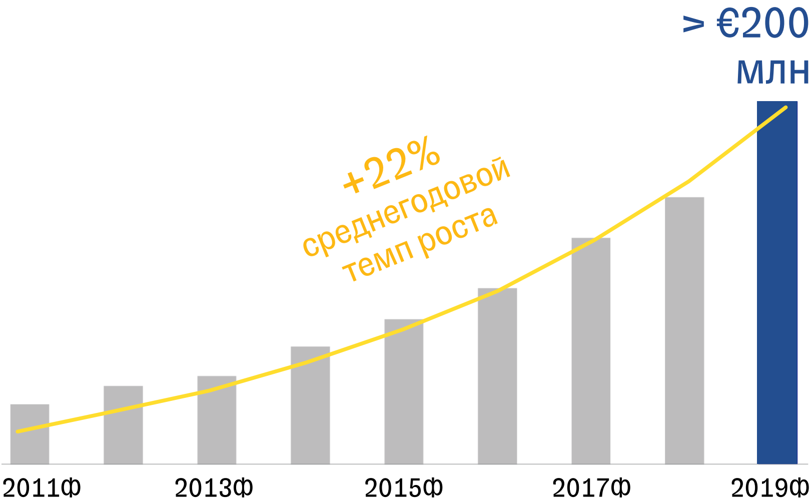
Это **≈ 73%** выручки **≈ 10%** рынка.

По оценкам Market Scope и Carl Zeiss Meditec, рынок офтальмологии составляет **€9,3—10,5 млрд.**

Источник: презентация компании для инвесторов

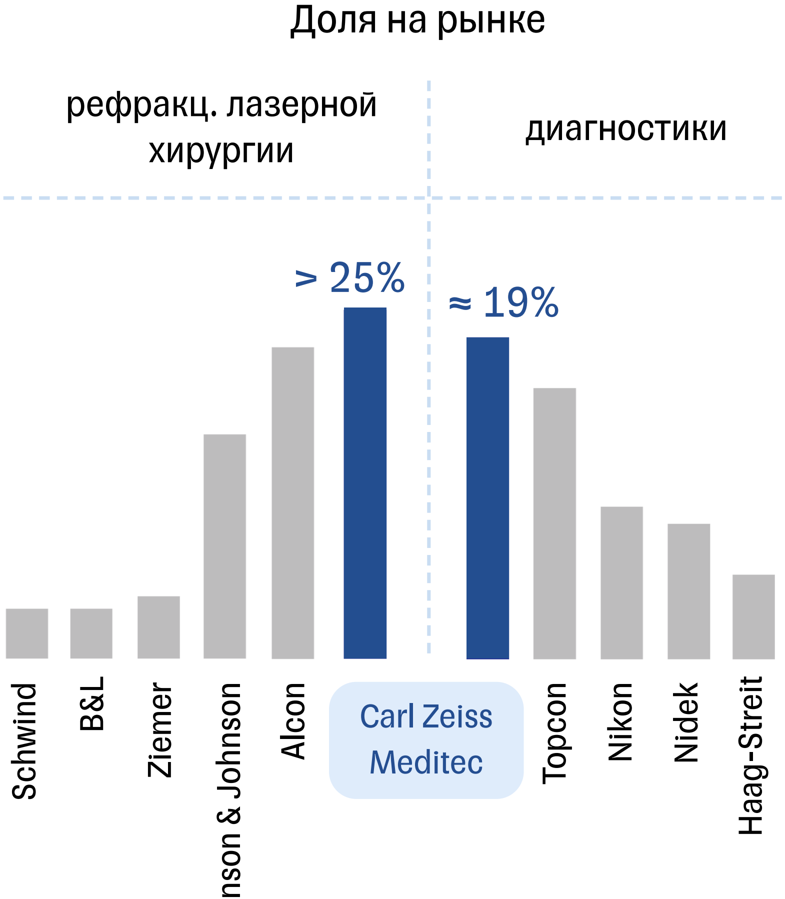
Среди сегментов больше всего доходов приносят решения для диагностики и хирургии — более 60% выручки. При этом самый большой рост показывает сегмент рефракционной лазерной коррекции. Он растет в среднем на 22% в год последние десять лет.

Динамика роста выручки сегмента лазерной коррекции



Источник: презентация компании для инвесторов

Именно в нем и в сегменте диагностики компания лидирует, обходя таких мейджоров индустрии, как Topcon, Alcon, Johnson & Johnson, Nikon.



Joh

Источник: презентация компании для инвесторов

Среди других компанию также выделяет наиболее разнообразное портфолио продуктов.

Портфолио продуктов

		Zeiss	Alcon	J&J	B&L	Topcon	Haag-Streit
Диагностика	Стандарт. диаг-ка	+					+
	Визуал-ция сетчатки	+				+	+
	Периметрия глаза	+					+
	Биометрия глаза	+				+	+
	Терап. лазер. хирургия	+			+	+	
	Рефракц.						

Хирургия	лазер. хирургия	+	+	+	+		
	Операцион. микроскопия	+	+				+
	Факоэмульсификация и ИОЛы	+	+	+	+		

Источник: презентация компании для инвесторов

Микрохирургия

В этом сегменте компания разрабатывает операционные микроскопы, кольпоскопы (в гинекологии), бинокулярные лупы, очки и осветители для них. С помощью этих продуктов врачи получают четкую картинку как во время диагностики, так и во время операции, что снижает риск ошибки. Их применяют для:

- визуализации опухолей и аневризм;
- реконструктивной и стоматологической

хирургии.

Но компания предлагает не только оптические и видеорешения. Еще она производит интраоперационные рентгеновские облучатели для лучевой терапии. Эти облучатели воздействуют на ткани, окружающие раковую опухоль, после ее удаления. Именно эти ткани наиболее подвержены риску возникновения новой опухоли. Особенность облучателей Carl Zeiss Meditec в том, что доза излучения отображается на панели управления в режиме реального времени и ее можно регулировать. При этом аппарат может сам контролировать критические параметры процедуры и сообщать о любых отклонениях. Облучатели Carl Zeiss Meditec используют для лечения рака желудка, мозга, кожи, молочной железы, печени, поджелудочной железы, метастазов в позвоночнике и т. д.

В прошлом году Carl Zeiss Meditec заработала на рынке микрохирургии

€407 млн.

Это ≈ 27% выручки ≈ 60% рынка.

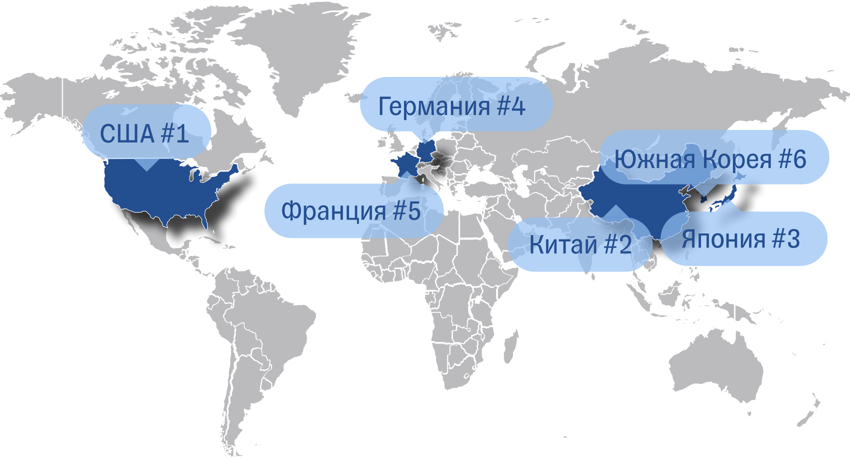
Среди сегментов самый большой и прибыльный — сегмент нейрохирургии (заболевания головного и спинного мозга, нервной системы).

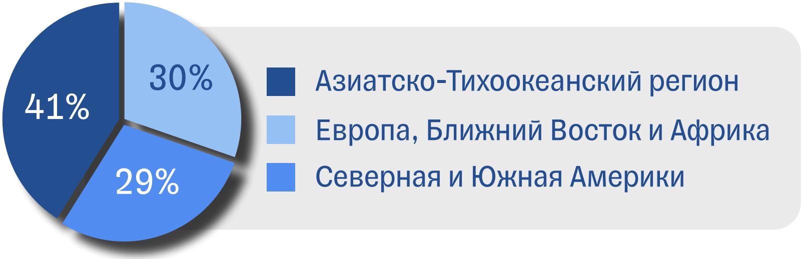
Источник: презентация компании для инвесторов

География

Carl Zeiss Meditec родом из Германии. Но немецкий рынок является лишь четвертым крупнейшим рынком для компании по выручке. В первую тройку входят США, Китай и Япония.

Крупнейшие рынки по выручке





Источник: презентация компании для инвесторов

Неудивительно, что США являются главным источником доходов для Carl Zeiss Meditec. В стране:

- высокий процент беби-бумеров, которые родились после Второй мировой войны — около 30% взрослого населения в США — и

- которые сейчас массово сталкиваются с возрастными заболеваниями, в том числе глазными, такими как катаракта;

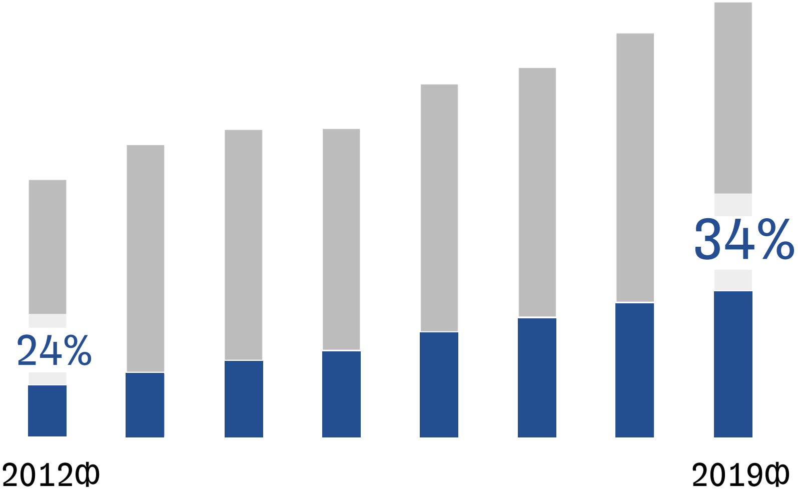
- высокий процент людей, страдающих диабетом, — около 10% населения, — а диабет приводит к ухудшению зрения, если его не обнаружить и не лечить.

Что касается производства и дистрибуции, то у компании есть более 30 заводов и 60 центров продаж и техобслуживания по всему миру. Более того, у нее есть доступ к 25 исследовательским центрам ее материнского холдинга. Особенно важные — в Индии и Китае. Они позволяют общаться с клиентами на месте и создавать продукты, которые будут подходить непосредственно под их нужды.

Особенность бизнеса

У компании есть источники постоянного дохода — это ИОЛы, кассеты для приборов по удалению катаракты, наборы для рефракционной лазерной хирургии и т. д. В общем, расходные материалы, которые больницы и медицинские центры должны постоянно закупать в отличие от оборудования. Их доля в выручке за последние десять лет увеличилась на 10% — до 34%. Получается, что денежные потоки компании становятся все более стабильными и риск резких провалов в доходах снижается.

Доля расходных материалов в выручке



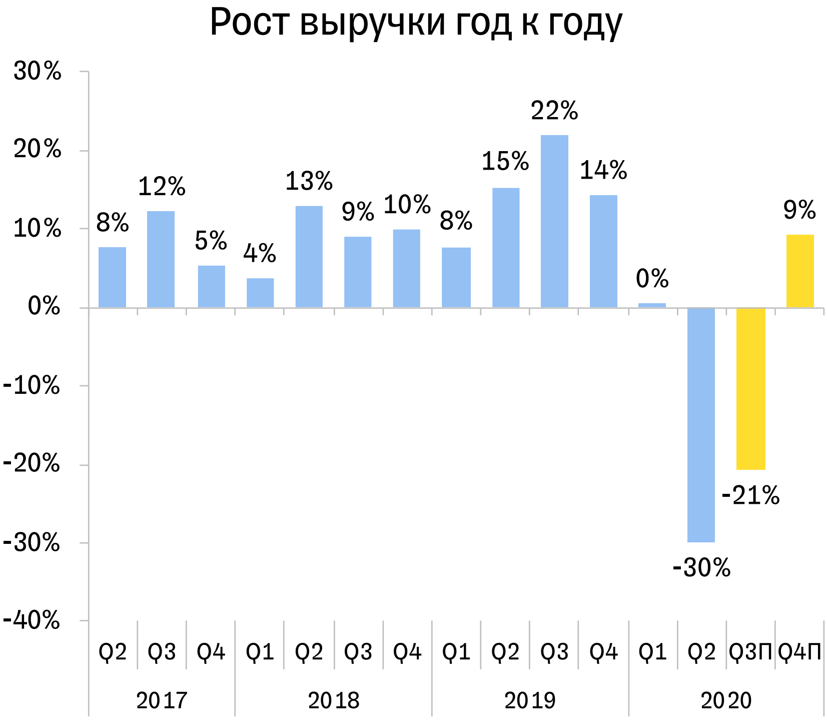
Источник: презентация компании для инвесторов

Вторая важная особенность — это инвестиции в исследования и разработку. Компания работает в высокотехнологичной индустрии, и, чтобы оставаться на вершине, ей нужно регулярно модернизировать уже существующие продукты и придумывать новые. Поэтому она ежегодно направляет около 12—13% выручки на разработку.

Расширять портфолио продуктов компания может самостоятельно, а может и путем поглощения нишевых компаний. Ее собственное возникновение связано с тем, что в 2002 году холдинг Zeiss купил производителя рефракционных лазеров Asclepion-Meditec. С тех пор Carl Zeiss Meditec уже как самостоятельная компания сделала семь покупок. Вероятно, и в будущем она продолжит агрессивную M&A-стратегию для роста.

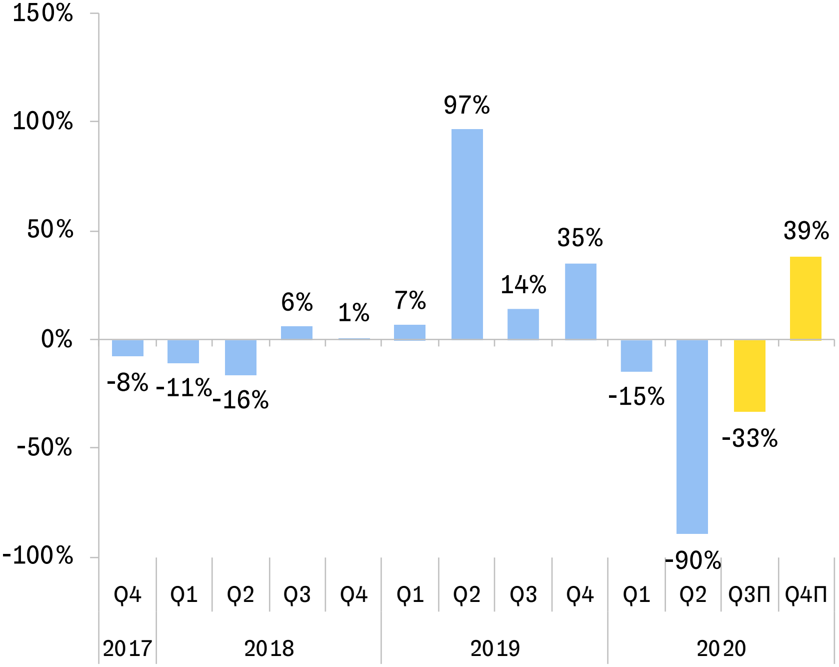
О финансах

До пандемии Carl Zeiss Meditec стабильно показывала рост выручки, несмотря на то, что компания на рынке уже давно. Однако закрытие больниц на карантин и отмена операций, не связанных с лечением коронавируса, по всему миру ударили по доходам компании как поставщика оборудования и материалов для этих самых больниц.


Рост выручки год к году

Источник: Bloomberg

Но уже в конце года компания должна вернуться к росту, прогнозируют аналитики. Причем как по выручке, так и по прибыли.


Рост прибыли год к году

Источник: Bloomberg

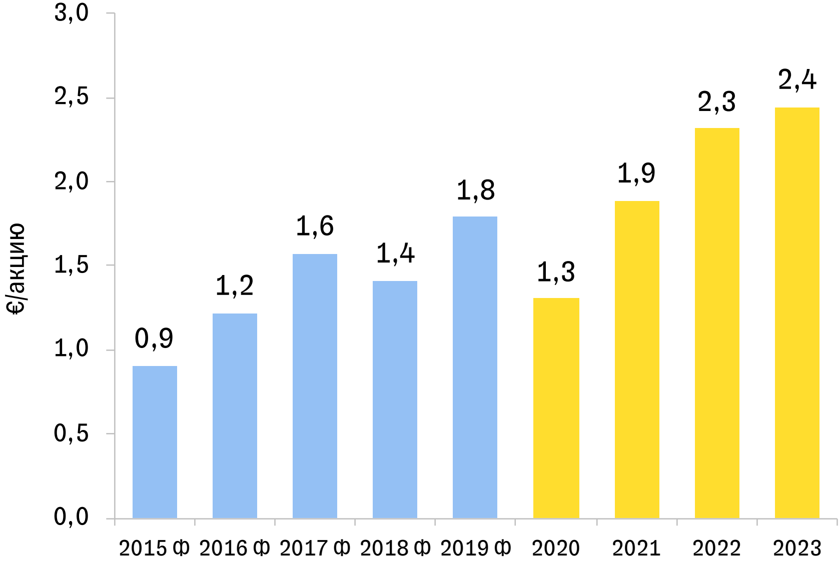
Это может произойти на фоне смягчения ограничительных мер. Даже несмотря на вторую волну пандемии, практически ни одна страна мира не вводила такой же жесткий карантин, какой был весной.

Прогнозы на ближайшие пару лет также вселяют надежду.

👍 Аналитики ожидают, что выручка компании будет расти в среднем на 8% в год, а чистая прибыль — на 24%.

Прогнозы по прибыли на акцию

(за фискальный год, который начинается 1 октября и заканчивается 30 сентября)



фп фп фп фп

Источник: Bloomberg

Такие оптимистичные прогнозы связаны, вероятно, с тем, что разработчики должны вывести свои вакцины от коронавируса на рынок уже в первой половине следующего года. Сама компания отмечает, что восстановление продаж расходных материалов, таких как линзы и инжекторы с глазными растворами, может произойти быстро. А вот восстановление продаж оборудования может занять больше времени, потому что больницам в первую очередь необходимо настроить рабочий процесс и справиться с потоком пациентов, чьи операции были отложены из-за ковида.

В долгосрочной перспективе драйверами роста доходов компании будут:

- старение населения (50 лет назад средний возраст человека в мире составлял 20,5 года, сейчас он достигает уже 30 лет, а к 2050 году увеличится до 35 лет);
- изменение стиля жизни (люди проводят

все больше времени в помещении, сидя за компьютером, что ведет к развитию близорукости);

- ✓ международные инициативы, направленные на более доступное здравоохранение, в том числе в развивающихся странах (в прошлом году ВОЗ выпустила доклад о распространенности глазных заболеваний в мире, а в этом году приняла резолюцию, призывающую страны организовать комплексную офтальмологическую помощь своему населению);

- ✓ расширение доступа к информации и повышение осведомленности о проблеме глазных заболеваний.

С текущим падением доходов компания должна справиться.

- 👍 У нее практически нет задолженности, а объем ликвидных средств на рекордном пике — €696,8 млн (по данным на сентябрь).

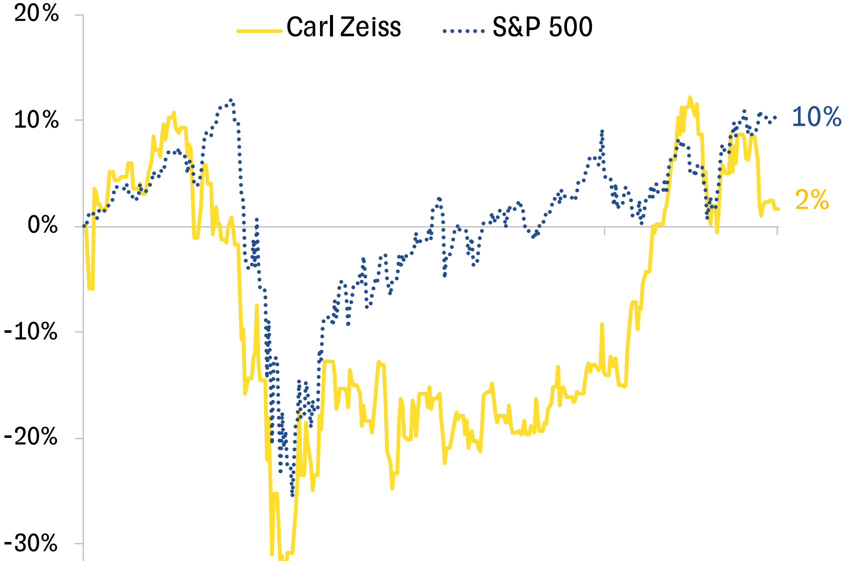
👍 Компания чувствует себя настолько уверенно, что не стала сокращать инвестиции в исследования и разработку.

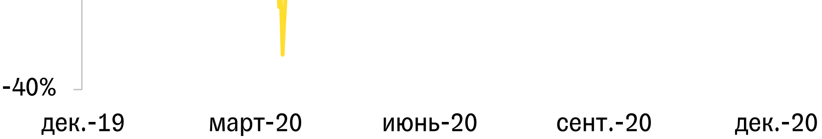
Единственной мерой стало сокращение операционных расходов, в основном на маркетинг, на €20 млн.

Об акциях

Акции Carl Zeiss Meditec торгуются в евро. После обвала в марте они уже восстановились до уровня, который был в начале года, но еще не превысили его. В отличие от главного индекса американского рынка S&P 500, который с начала года прибавил уже 13%.

Доходность за последний год

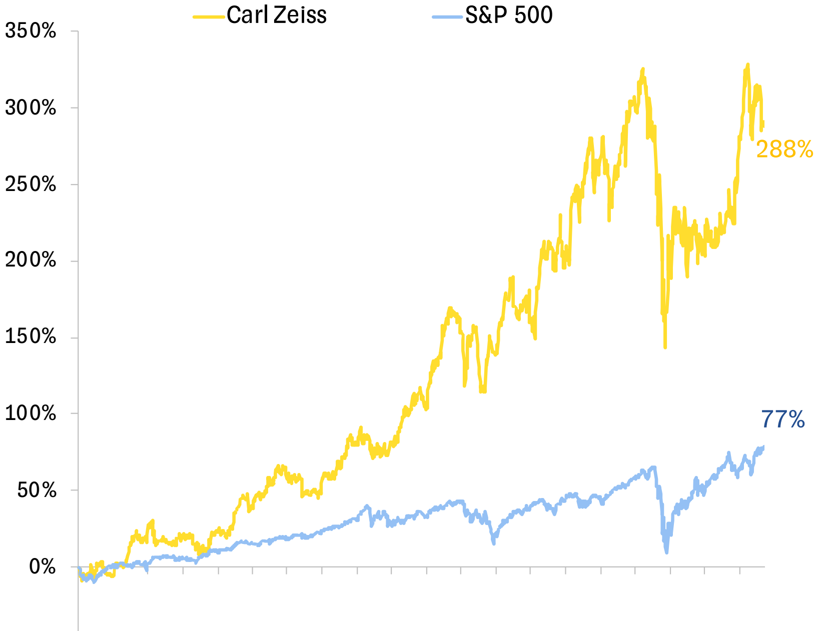


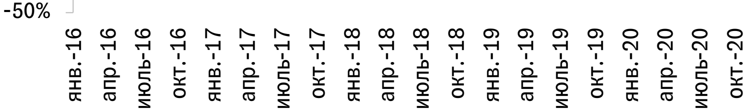


Источник: Bloomberg

👍 Однако если взять динамику за последние пять лет, то немецкие акции Carl Zeiss Meditec обгоняют американский бенчмарк более чем на 200%.

Доходность за последние пять лет

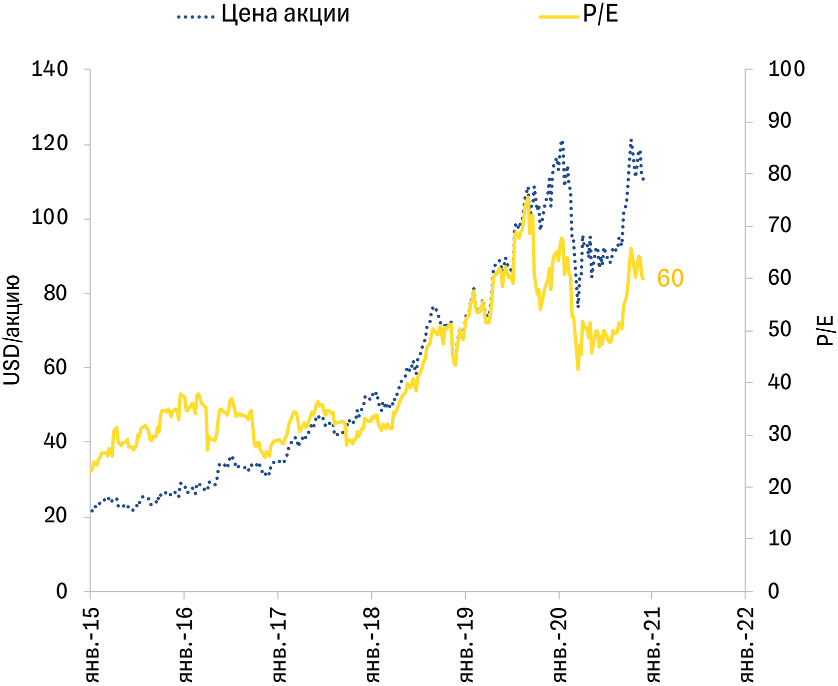




Источник: Bloomberg

Доходность за предыдущие периоды не гарантирует доходности в будущем, но, учитывая перспективы дальнейшего развития компании, ее акции могут стать хорошим инструментом для диверсификации вложений по валюте. Тут стоит сразу сказать, что инвестиции в Carl Zeiss Meditec могут подойти только долгосрочным инвесторам, потому как сейчас акции торгуются на уровне целевых значений от аналитиков, что говорит об ограниченном потенциале роста в краткосрочной перспективе. Мультипликатор P / E тоже высок — 60. Такая премиальная оценка является следствием прочного положения компании в своей сфере.прогнозам консенсуса.

Динамика цены акции и мультипликатора P / E



Источник: Bloomberg

Рассчитывать на высокую дивидендную доходность тоже не стоит. Сейчас она ниже 1% годовых. Дело в том, что заработанные средства компания может потратить и более перспективно. Как мы писали выше, для роста она постоянно вкладывает в развитие новых продуктов и иногда покупает более мелких игроков.

НУ И ЧТО?

👍 Компания Carl Zeiss Meditec переняла опыт своего материнского холдинга и за 18 лет своего существования стала одним из лидеров на рынке офтальмологии и микрохирургии (в сегменте визуализации).

👍 При этом компания продолжает расти. До пандемии в течение трех лет ей удавалось показывать средний рост выручки на 11% год к году.

❗ Закрытие больниц на карантин во втором квартале резко ударило по доходам компании, но уже к концу этого года ситуация может стабилизироваться, а в последующие годы компания может вновь вернуться к росту.

👍 Сейчас акции Carl Zeiss Meditec могут уступать по темпам роста американскому рынку, но на длинном горизонте они могут нагнать или вовсе перегнать его. Более того, акции компании торгуются в евро и могут помочь инвестору диверсифицировать свой портфель по валюте.

! Но не стоит забывать о рисках. Акции торгуются с высокими мультипликаторами: P / E уже достиг 60. Если компания не покажет ожидаемого роста, акции могут корректироваться. С другой стороны, премиальная оценка может сохраниться, так как компания имеет очень прочное положение на рынке.

Ценные бумаги и другие финансовые инструменты, упомянутые в данном обзоре, приведены исключительно в информационных целях; обзор не является инвестиционной идеей, советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги и другие финансовые инструменты.

Весь текст дисклеймера

Остались вопросы?

Задайте их вашему
персональному менеджеру.