

Горизонт инвестирования

**12-18 месяцев**

Финансовый инструмент

**AGN**

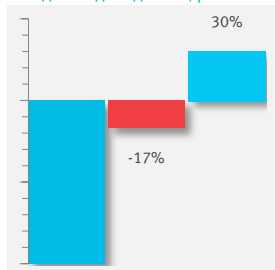
Торговая площадка

**NYSE**

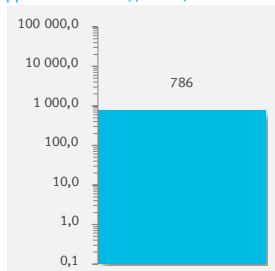
Валюта

**USD**

Ожидания доходности/риска



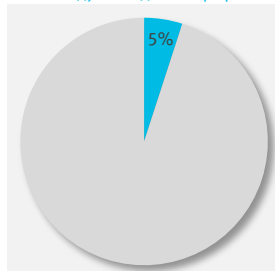
Дневная ликвидность, млн. USD



Идея актуальна для профилей

**Портфельный**

Рекомендуемая доля портфеля



Бенчмарк

**Индекс S&P500**

Идея доступна в портфелях

**USA Margin Trading**

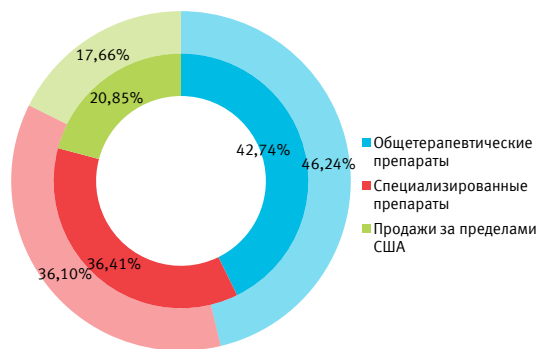
**ИТП Global**

## О компании

Allergan – транснациональная фармацевтическая компания, входящая в десятку крупнейших в мире. Наиболее известными продуктами являются Botox, широко применяемый в косметологии, а также для лечения мигреней, повышенного потоотделения, косоглазия и учащенного мочеиспускания (все применения одобрены FDA). Помимо Botox ключевым препаратом является Restasis, применяемый для лечения синдрома сухого глаза. Всего бизнес развивается по 8 основным терапевтическим направлениям: эстетическая медицина, дерматология, офтальмология, урология, гастроэнтерология, центральная нервная система, женское здоровье, противoinфекционные препараты.

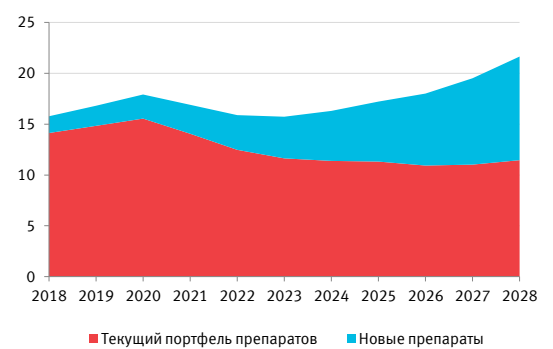
В 2017 году выручка компании составила \$15,9 млрд, с долей Botox почти 20%, а Restasis – почти 10%. Остальные франшизы по отдельности не представляли более 6% продаж.

Структура продаж (внутреннее кольцо) и валовой прибыли



Источники: данные эмитента, расчеты «Открытие Брокер»

Прогнозные продажи, USD млрд



Источники: данные эмитента, расчеты «Открытие Брокер»

## Фундаментальная идея

Allergan потерял почти половину капитализации с середины 2015 года. Причины кроются в следующем:

- Ранее Allergan был гигантом в сегменте дженериков (т.е. копий оригинальных брендированных препаратов, по которым истек срок патентной защиты и/или статуса «рыночной эксклюзивности», выдаваемого FDA), но продал свой бизнес израильской Teva, получив более USD 40 млрд наличными и акциями. В итоге, компания владела около 10% акций Teva. Сама Teva, как и весь рынок дженериков, начала испытывать трудности с конца 2016 из-за сильной конкуренции, как следствие, ослабления возможности повышать цены и падения маржинальности; в августе 2017 капитализация компании упала в моменте на 30%. Allergan, как владелец 10% Teva, также испытал давление. Allergan недавно избавился от своей доли в Teva и полностью отошел от дженериков.
- Вероятно, компания, несмотря на то, что ушла от дженериков и начала соответствующий ребрендинг, все еще воспринимается рынком как «связанная» с испытывающей сложности индустрией.
- После первого этапа реструктуризации у Allergan остался относительно сконцентрированный портфель, где немалую долю выручки генерируют Botox (20%) и Restasis (10%); если первый является мощной точкой роста, то Restasis уже потерял статус «эксклюзивности», что в теории позволит другим игрокам предложить свои дженерики препарата. Инвесторов пугает последующее падение как объемов продаж, так и средней цены препарата.
- Наконец, долговая нагрузка довольно велика и давит на доступные для инвестирования в НИОКР и для возврата акционерам средства.

В совокупности, восприятие компании все еще несколько негативно, – рынок недооценивает Allergan за относительно слабый в недавнем прошлом портфель препаратов в разработке и ждет позиционирования компании как сильного диверсифицированного растущего игрока.

По нашему мнению, такое восприятие субъективно и чрезмерно пессимистично, поскольку компания делает стратегически верные шаги:

- Была продана оставшаяся доля в Teva, в итоге Allergan полностью сфокусировался на брендированных препаратах в своих основных областях компетенции
- Пайплайн (портфель разрабатываемых лекарств) был в значительной мере укреплен как вглубь (за счет лицензирования дополнительных направлений применения имеющихся активных веществ), так и вширь, т.е. за счет диверсификации в смежные и новые терапевтические области.
- Средства, вырученные от продажи доли в Teva, были направлены на снижение долговой нагрузки, часть затрат была оптимизирована, что дало еще больше возможностей инвестировать капитал в ключевые нематериальные активы (НИОКР) и возвращать его акционерам.

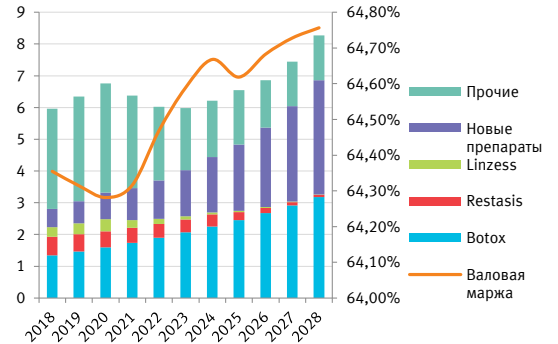
- Наконец, последняя новость о продаже относительно слабой дерматологической франшизы за \$550 млн (пиковые годовые продажи в будущем оцениваются в \$200 млн, низкий вклад в EBITDA и относительно быстрая потеря эксклюзивности и патентной защиты) говорит о явном фокусе менеджмента на продуманную перестройку портфеля и утилизацию капитала в направления с наибольшим ROIC (доходность на вложенный капитал). Вероятно, в дальнейшем мы также увидим продажу некоторых других франшиз компании.

Выручка по текущему портфелю в разрезе окончания патентной защиты, USD млрд



Источники: данные эмитента, расчеты «Открытие Брокер»

Прогнозный свободный денежный поток, USD млрд и валовая маржа



Источники: данные эмитента, расчеты «Открытие Брокер»

Конкурентное преимущество Allergan заключается в более безопасном, «защитном» характере ключевых сегментов портфеля – эстетической медицины и офтальмологии. Барьеры для входа туда сильнее, чем в традиционных для «большой фармы» областях: Allergan остается крупнейшим производителем ботокса в мире на протяжении многих лет (права на производство появились у компании в конце 80-х), с огромным отрывом от второго по доле конкурента (доля мирового рынка оценивается в 70-90%), хотя сроки рыночной эксклюзивности и патентной защиты давно прошли. Причины кроются в сложном технологическом процессе производства ботокса, жестком регулировании и лицензировании подобной продукции и большим накопленным опытом Allergan в данном сегменте. В итоге, продажи Botox (а также другой продукции сегмента Aesthetics – косметических филлеров, устройств криолиполиза Coolsculpting, грудных имплантов) демонстрируют рост 12-20% год к году. Похожая ситуация складывается вокруг Restasis – конкуренты уже могут продавать дженерики препарата, хотя еще ни один не был даже представлен на лицензирование FDA. Более того, продажи продукции эстетической медицины устойчиво показывает двузначный рост, особенно привлекательными сейчас являются продажи за пределами США.

Мы оценивали компанию методом дисконтированных денежных потоков (с cost of equity 10%, cost of debt 4%, терминальным ростом 1%), а также применили средний для отрасли форвардный мультипликатор P/E 16x (Allergan торгуется по 10-11x) к прогнозной чистой прибыли на акцию 2018 года. Денежные потоки оценивались исходя из сроков ожидаемого окончания патентной защиты для каждого препарата и маржинальности каждого сегмента. По итогам анализа, мы видим справедливую стоимость акций на уровне \$250 как среднее оценок DCF и по мультипликаторам с дальнейшим потенциалом роста.

Катализаторами могут быть:

- Информация об успешных испытаниях/запусках продаж новых препаратов
- Приобретения многообещающих франшиз
- Сокращение долговой нагрузки

**Риски**

В качестве основных рисков мы видим:

- Появление сильных конкурентных альтернатив текущим ключевым препаратам
- Неудовлетворительные результаты НИОКР или решений FDA

**Инвестиционная идея**

Покупка акций Allergan по \$187.00 с целью \$250.00 за акцию.

## Графики

AGN (daily)



Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Ближайший офис:** <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

**Отдел продаж г. Москва**  
+7 (495) 223-02-02  
открытие счетов, консультации по продуктам и услугам  
[salesoffice@open.ru](mailto:salesoffice@open.ru)

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ****Отдел персонального  
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин  
Начальник отдела

Руслан Ситдеков  
Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87  
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

**Отдел анализа рынков**

Константин Бушуев, PhD  
Начальник отдела, макроэкономика,  
глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD  
Главный аналитик, акции, облигации

Илья Мартыненко  
Технический аналитик

Андрей Кочетков, PhD  
Аналитик

Оксана Лукичева  
Аналитик, товарные рынки

Сергей Колесников, FRM  
Аналитик, международные рынки

Иван Авсейко  
Аналитик, международные рынки

Тимур Нигматуллин, MBA  
Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2018

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

**ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ**

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.