

Горизонт инвестирования

9-18 месяцев

Финансовый инструмент

CVS

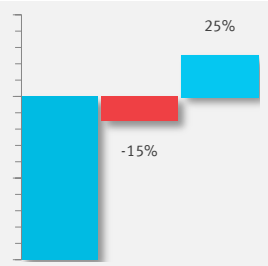
Торговая площадка

NYSE

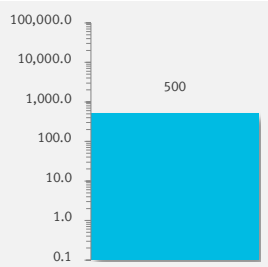
Валюта

USD

Ожидания доходности/риска



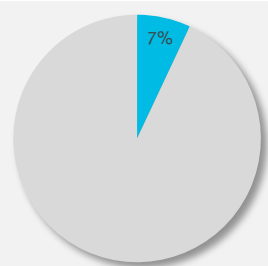
Дневная ликвидность, млн. USD



Идея актуальна для профилей

Портфельный

Рекомендуемая доля портфеля



Бенчмарк

Индекс S&P500

Идея доступна в портфелях

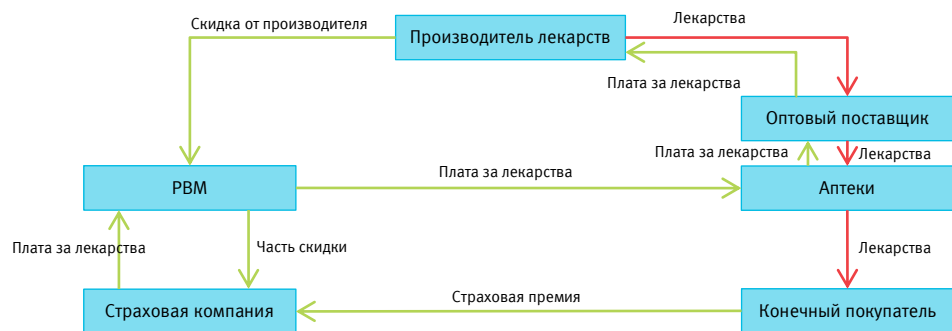
ИТП Global

USA Margin Trading

О компании

CVS Health Corporation – один из крупнейших американских игроков на рынке распределения лекарственных средств. В США основная масса препаратов отпускается рецептурно: покупатель не может просто прийти в аптеку и купить нужное лекарство, ему необходим рецепт лечащего врача; почти все американцы обслуживаются по медицинской страховке. Спонсор страхового плана (например, сам застрахованный и его работодатель) платит страховые премии страховой компании, которая выплачивает стоимость выписываемых лекарств промежуточной компании, pharmacy benefit manager (PBM). PBM взаимодействует с аптечными сетями, возмещая им стоимость отпущенных клиенту лекарств, и с самими производителями лекарств, требуя от них скидки в обмен на приоритизирование того или иного препарата (именно PBM, а не страховая компания или доктор вольны выбирать, какой именно препарат из ряда идентичных альтернатив будет получать застрахованный в своем ценовом сегменте). Скидки поступают в виде выплат производителей PBM; PBM должны передавать большую часть или полный объем скидок страховой компании, тем самым снижая эффективную стоимость страховки для конечного клиента, однако на практике имеют возможность оставлять часть выгод себе. Аптеки, в свою очередь, закупают препараты у оптовых поставщиков, которые получают препараты у производителей. В итоге получается достаточно сложная цепочка участников, которые имеют противоположные интересы, и на долю которых приходится около 40% проходящей через всю цепочку стоимости.

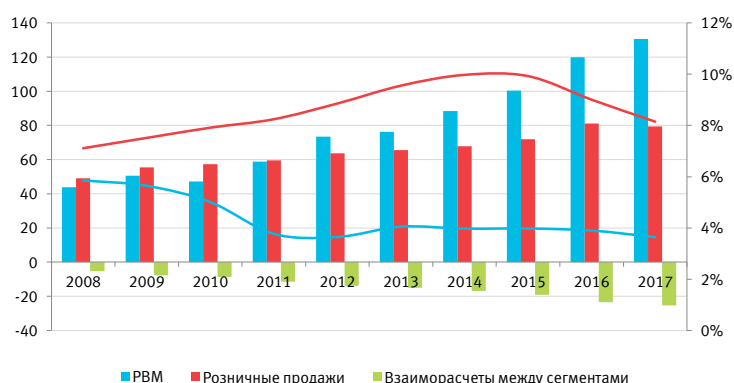
CVS контролирует крупнейшую в США аптечную сеть и одного из крупнейших PBM; недавно было объявлено о поглощении страховой компании Aetna (закрытие сделки ожидается к концу года), что делает CVS крупнейшим интегрированным игроком на рынке распределения лекарств.



Фундаментальная идея

CVS – растущий бизнес с мощными барьерами для входа. Дальнейшая вертикальная интеграция выльется в создание дополнительной стоимости для инвесторов, что, по нашему мнению, еще не полностью отражено в рыночной оценке компании. Сегмент PBM является быстрорастущим, но относительно менее маржинальным, чем сегмент розничных продаж. Сегмент розничных продаж растет медленнее, но показывает относительно хорошую маржинальность. В итоге, общая маржинальность размывалась на фоне смещения микса в сторону сегмента PBM; кроме того, сегмент ритейла недавно также испытал компрессию маржи из-за давления со стороны PBM-компаний (в т.ч. и собственной PBM, чей рост выручки и операционной прибыли компенсирует сжатие маржи ритейла). Текущие оценки закладывают либо отсутствие роста, либо постоянную и мощную компрессию маржи, что мы считаем чересчур пессимистичным.

Выручка (USD млрд, левая ось) и операционная маржа сегментов (% , правая ось) CVS



Источники: данные эмитента, расчеты «Открытие Брокер»

Наконец, рынок всерьез опасается входа Amazon на рынок продаж лекарств, однако, до сих пор нет четкого понимания, какое именно место Amazon мог бы занять: единственная очевидная ниша – непосредственно сам ритейл (логистика), однако ритейл в отрыве от других звеньев цепочки (PBM и страхование) вряд ли сможет успешно конкурировать с вертикально интегрированными компаниями. Вход же в сегмент PBM затруднен, т.к. это b2b бизнес с долго и трудно выстраиваемыми взаимоотношениями с тремя сторонами: фармацевтами, аптеками и страховщиками. Amazon не имеет такого опыта и конкурентного преимущества на этом поле.

По факту, сделка с Aetna, которая, скорее всего, закроется к концу года, усилит конкурентное преимущество CVS, создав первую в своем роде полностью вертикально интегрированную систему оказания медицинских услуг; помимо продаж препаратов, CVS активно развивает сеть MinuteClinics, «малых клиник», где можно получить быструю медицинскую помощь по не требующим серьезного вмешательства медицинским состояниям.

Операционная маржинальность Aetna находится на уровне чуть выше маржи сегмента ритейла – сделка будет положительной для маржинальности бизнеса в целом. Кроме того, мы ожидаем усиление переговорной позиции комбинированного бизнеса, что позволит получать дополнительную компенсацию от производителей препаратов, которая будет оставаться полностью внутри системы, независимо от того, какая доля уйдет страховому бизнесу, а какая останется в PBM. (т.е. сделка хеджирует возможные законодательные риски – требование регулятора передавать скидки от производителей полностью страховому плану).

В дополнение, компания реализует синергии на стороне затрат в размере около USD 450 млн в первые полтора года.

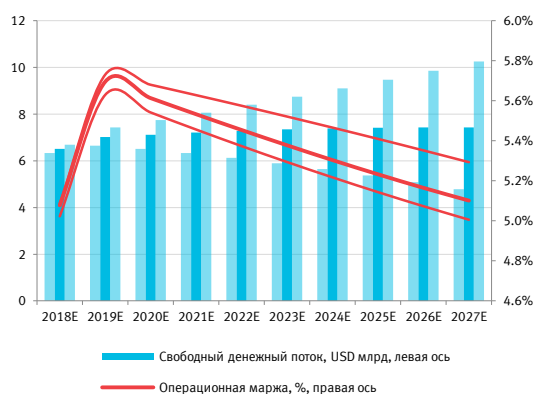
Мы видим сделку как справедливо оцененную с учетом генерируемых Aetna денежных потоков; для стратегического покупателя CVS сделка будет создавать стоимость.

Сделка будет финансироваться частично долгом (+ USD 45 млрд, левередж поднимется с 2,15x чистый долг / EBITDA до примерно 4.0-4.4x), что приостановит ежегодный рост дивидендов CVS, который возобновится после снижения левереджа до более приемлемого уровня (1,5-2 года по заявлениям менеджмента и нашим подсчетам). В случае срыва сделки компания продолжит радовать инвесторов ростом дивиденда, составляющим в среднем 25% год к году на протяжении последних 10 лет.

Мы оценивали компанию методом DCF (cost of equity = 9%, cost of debt = 3.5%, терминальный рост – 1,5%), используя в качестве драйверов выручки количество обрабатываемых рецептов на препараты и выручку на рецепт для сегмента PBM; продажи на квадратный фут и общую торговую площадь для сегмента ритейла. Также мы варьировали операционную маржу для каждого сегмента.

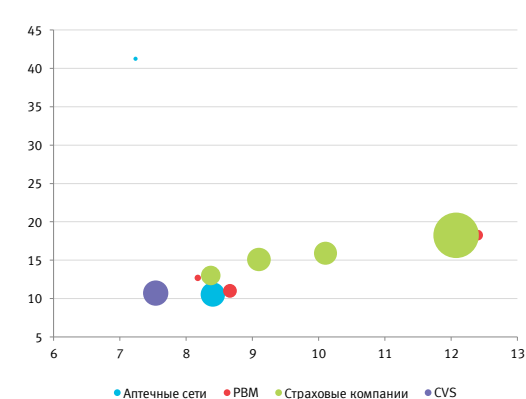
Мы видим апсайд до USD 85 (+21,5%) за акцию при нейтральном сценарии и до 95 (+35,8%) при уходе на позитивный сценарий. Мультипликаторная оценка также дает 20-25% апсайд.

Прогнозный свободный денежный поток и операционная маржа (с учетом поглощения Aetna), негативный, нейтральный и позитивный сценарии



Источники: данные эмитентов, расчеты «Открытие Брокер»

Рыночные оценки компаний (EV/EBITDA по горизонтальной оси, P/E по вертикальной, рыночная капитализация – размер)



Риски

В качестве основных рисков мы видим:

- Провал сделки
- Неудачная интеграция Aetna
- Регуляторное давление на отрасль, компрессия маржи и падение выручки PBM
- Дальнейшее давление на ритейл со стороны страховых фирм и PBM, компрессия маржи сегмента
- Выход Амазона на рынок и успешное закрепление, изменение конкурентного ландшафта

Инвестиционная идея

Покупка акций CVS Health Corporation по \$69.95 с целью 1 \$85 и целью 2 \$95 за акцию.

Графики

CVS (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

Отдел продаж г. Москва
 +7 (495) 223-02-02
 открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
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 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.