

Горизонт инвестирования

9-12 месяцев

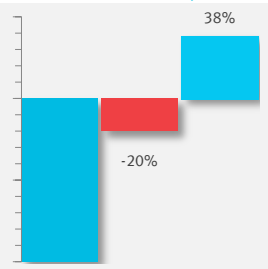
Финансовый инструмент

MYL

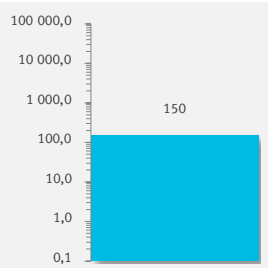
Торговая площадка

Nasdaq, SPBex

Ожидания доходности/риска



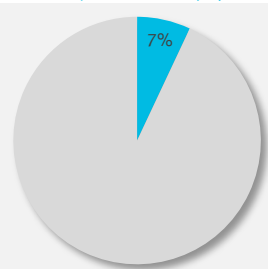
Дневная ликвидность, млн USD



Идея актуальна для профилей

Портфельный

Рекомендуемая доля портфеля



Бенчмарк

Индекс S&P500

Идея доступна в портфелях

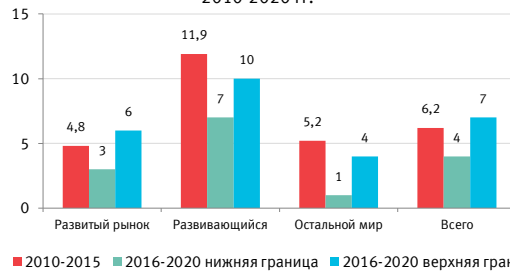
USA Margin Trading

ИТП Global

Фундаментальная идея

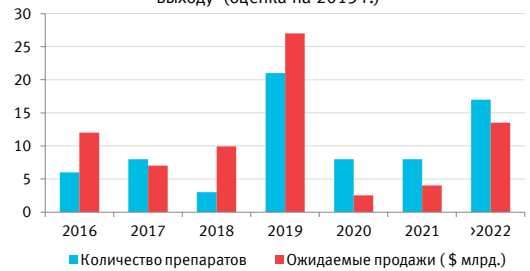
MYLAN – один из ведущих игроков рынка дженериков (лекарства по которым закончилась патентная защита) в мире. Компания оказалась в центре скандала, связанного с ростом цены на свой единственный брендированный продукт – средство от анафилактического шока EPIPEN, цена на который выросла за 7 лет более чем в 7 раз. На текущий момент, компания договорилась об уплате штрафа, однако цены акций испытали значительное падение на фоне разразившегося скандала. В то же время, мировой фарма рынок ожидаемо продолжит свой рост в следующие пять лет темпом 4-7% CAGR на фоне старения населения и расширения медицинского покрытия в развивающихся странах, в основном за счет Китая. При этом, рынок брендированных лекарств также продолжит расти и будет занимать до половины всего рынка, однако, большое количество истекающих патентов на лекарства в ближайшие 5 лет переведет в категорию дженериков множество текущих блокбастеров, что откроет для игроков рынка дженериков новые источники для роста бизнеса.

Темп роста глобального фарма рынка CAGR %, 2010-2020 гг.



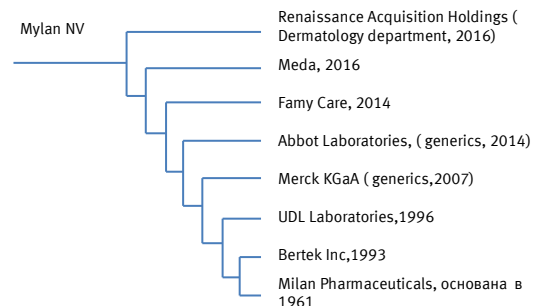
Источники: отчет MEDA, IMS Consulting Group, расчеты Meda

Биоэквивалентные препараты планируемые к выходу (оценка на 2013 г.)



Источники: BioProcess International, расчеты «Открытие Брокер»

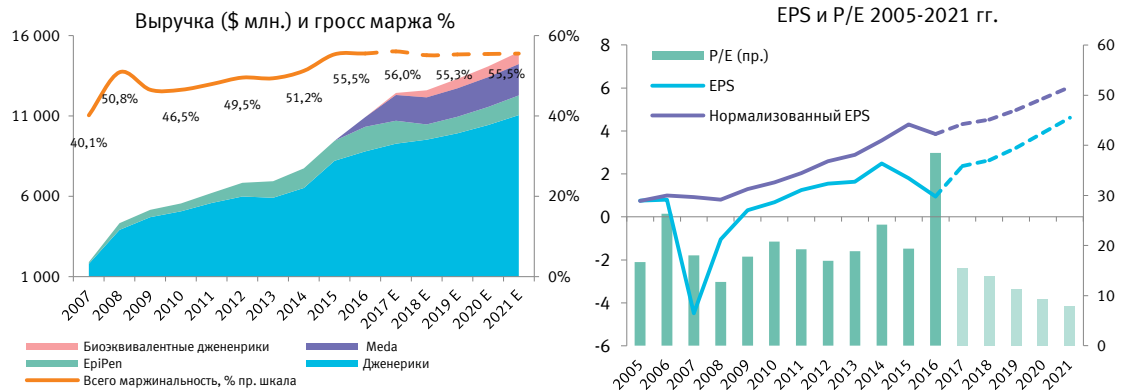
Учитывая растущую сложность новых препаратов и отсутствие обязательств передачи технологий изготовления активных веществ, изготовление дженериков на базе ставших доступными препаратов становится под силу только крупным игрокам с собственной производственной базой и сильным R&D подразделением. На этом фоне, Mylan, активно расширяя экспертизу в этом направлении, на текущий момент входит в пятерку компаний с крупнейшим портфелем в 13 разрабатываемых биоэквивалентных препаратов. Повышенный R&D при разработке сложных дженериков компенсируется ограниченной конкуренцией (как правило, вместе с брендированным препаратом на рынок выходят 1-2 версии биоэквивалентных препаратов) и повышает маржинальность по препаратам, которая существенно выше маржи в случаях простых препаратов. Рост сложности и стоимости разработки новых препаратов ведет к специализации в отрасли, что в свою очередь приводит к тому, что многие компании, специализирующиеся на брендированных товарах продают свои подразделения, выпускающие дженерики. В сегменте дженериков же идет фаза активной консолидации. Mylan является традиционно активным игроком на рынке M&A скупая как небольшие компании, так и выкупая достаточно крупные бизнесы. Последнее приобретение - шведская компания Meda, специализирующаяся на выпуске маргинальных дженериков в сфере дерматологии и инъекционных препаратах. Если рассмотреть активность компании в сфере M&A, то можно отметить, что первой стадией развития было построение базы, как производственной, так и исследовательской, которая закончилась с покупкой подразделения дженериков у Merck. В результате, компания стала вертикально интегрированным холдингом с крупнейшей производственной базой в Индии, что позволяет не только уверенно держать маржу даже в дешевых препаратах, но и на равных конкурировать ценой на развивающихся рынках. Также компания выстроила серьезный R&D центр, что позволило ей включиться в борьбу за более маргинальные биоэквивалентные дженерики. Последние же приобретения – шведская компания Meda и дерматологическое подразделение Renaissance Acquisitions Holdings, нацелены на более сложные в выпуске (инъекции, аэрозоли и т.д.) и более узконаправленные дженерики, зачастую с собственными торговыми марками, которые дают производителю более высокую маржинальность за счет более низкой конкуренции в сегментах. У Meda маржинальность по валовой марже на 12-15% выше, чем текущий портфель дженериков Mylan. В итоге этой сделки, которая окончательно закрывается только в начале следующего года, компания займет почти 30% мирового рынка дженериков и поднимет маржинальность за счет расширения портфеля в сторону более сложных препаратов и биоэквивалентных лекарств. Текущие проблемы с ключевым брендированным лекарством – EPIPEN компания будет решать в ключе запуска в следующем году версии дженерика, ценой \$300 и выплатой штрафа почти в пол миллиарда долларов, который уже нашел отражение в финансах компании.



Учитывая же недавние приобретения и рост бизнеса, финансовые результаты данного препарата будут оказывать все уменьшающееся влияние на финансы компании.

Оценка бизнеса

Для оценки бизнеса мы будем исходить из прогноза умеренного роста текущего бизнеса дженериков темпом в 4,7%, снижение выручки от EPIPEN и заложили 50% вероятность выхода на рынок биоэквивалентных препаратов (в портфеле у компании биоэквивалентные версии Humira, Lantus, Herceptin, Diskus и Neulasta по которым заканчивается период патентной защиты в 2017-2019 годах). В итоге, темпы роста суммарной выручки снизятся с 21,4% CAGR в предыдущее десятилетие до 6,5% CAGR в следующие 5 лет, но компания сможет чуть улучшить маржинальность из-за более высокой мажи бизнеса MEDA (62% по гросс. марже) и биоэквивалентных препаратов (минимум 65% гросс. маржа), что компенсирует снижение самого маржинального сегмента EPIPEN. Мы не стали добавлять в оценку объем возможной синергии в текущем слиянии (который компания оценивает в \$350 млн. в год) и исходили из того, что компания продолжит удерживаться в своих стабильных уровнях R&D (7% от выручки) и административных расходах (20% от выручки).



Источники: данные компании, расчеты и прогнозы «Открытие Брокер» Источники: данные компании, расчеты «Открытие Брокер»

Оценивая бизнес, исходя из прогнозного свободного потока в 21 году, и с учетом 5% FCF yield мы получим стоимость одной акции на уровне \$123 или по 10% дисконтированной ставке \$77 в текущих ценах. Считая методом DCF с финальной стоимостью на уровне 10x EBITDA в прогнозируемом 21 году и дисконтируя финальную стоимость и все свободные потоки по 10% ставке мы получили оценку на акцию в \$40,6. Оценка чувствительности по DCF к ставке дисконтирования и финальному темпу роста в наиболее справедливых уровнях 8-10% WACC и 2-3,5% финальный темп роста дает нам среднюю оценку в \$59. По сумме трех оценок мы получили уровень справедливой оценки \$59.

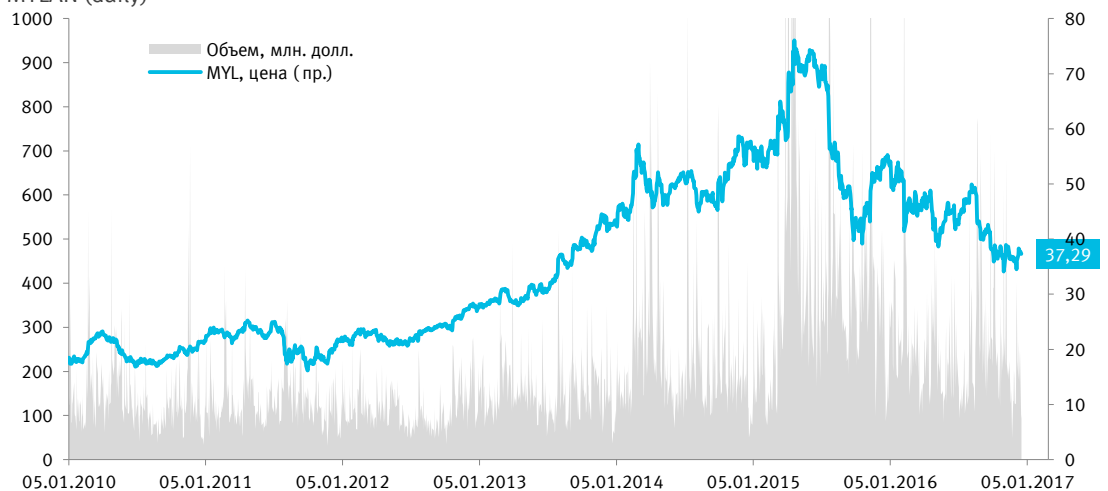
Инвестиционная идея

Покупка обыкновенных акций MYLAN по \$37,5 доллара.

Цель 1 – \$45 за акцию Цель 2 – \$59 за акцию

Графики

MYLAN (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

Николай Кужлев
 Аналитик, технический анализ

Специальные проекты

Андрей Кочетков
 Пульс рынка

Оксана Лукичева
 Аналитик, товарные рынки

Игорь Калязин
 Аналитик, международные рынки

Дмитрий Данилин, CFA
 Аналитик, международные рынки

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2016

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.

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.