

Еврооблигации Teva-25

Неучтенные риски

Тема

Израильский фармацевтический гигант Teva Pharmaceuticals (далее Teva) привлёк в ноябре \$2,1 млрд. на 5 лет под 7,125% в USD и 6,0% в EUR. Доходности отражают неопределённость по генерации Teva свободного денежного потока на фоне судебных разбирательств по нескольким делам и усилении конкуренции в отрасли. Последняя судебная сделка Teva предполагает выплату компанией \$250 млн. и предоставление своего флагманского дженерика Suboxone для лечения опиоидной зависимости на \$23 млрд. в течении 10 лет. Высокая долговая нагрузка и ситуация на рынке дженериков могут существенно подорвать способность компании расплачиваться по долгам.

Teva — крупнейший в мире по выручке **производитель** дженериковых препаратов. Производство разделено на 3-и ключевых бизнес-юнита, выделенных по географическому признаку: **Северная Америка** (48% от выручки), **Европа** (27%), **международные рынки** (17%). Каждый бизнес-юнит полностью управляет всем портфелем продуктов в своём регионе, включая дженерики, специальные лекарства и безрецептурные продукты. Четвёртый сегмент (7%) состоит из смежной деятельности, связанной с продажей активных фармацевтических ингредиентов третьим лицам.

Сделка с Allergan и последствия. В 2016 г. Teva приобрела дженериковые активы Allergan за \$40,5 млрд., финансировав сделку и выпуском облигаций на \$20,4 млрд. По итогам 2016 г. операционные результаты Teva были впечатляющими: выручка составила \$21,9 млрд. (+11%), денежный поток \$5,2 млрд, EBITDA ~\$3,1 млрд. Тем не менее, рост долговой нагрузки сильно ухудшил платёжеспособность компании. Коэффициент покрытия процентов упал с 3,6х в 2015 г. до 1,6х, а отношение чистого долга к EBITDA выросло с 2,3х до 11,3х. Тогдашний CEO Эрез Вигодман полагал, что прибыль от превращения в дженерикового гиганта компенсирует истечение патента на флагманский дженерик Сорахон (25% выручки в 2016 г.). Но ставка на это провалилась. Потеря эксклюзивных прав на Сорахон, усиление конкуренции на рынке и более быстрая выдача разрешений на дженерики FDA¹ привели к обесценению активов на \$5 млрд. и списанию гудвилл на \$17 млрд. в 2017 г. На фоне таких потерь Teva объявила 2-хлетнюю программу по сокращению расходов на \$3 млрд. Несмотря на усилия по сокращению долга, по состоянию на 3 кв. 2019 г. чистый долг Teva оценивается в \$25,7 млрд.

Судебные разбирательства. Помимо сложной операционной среды, Teva пытается урегулировать сразу два судебных расследования — в отношении «участия в опиоидном кризисе в США», а также в отношении «сговора с целью искусственного завышения цен».

Анализ

В начале ноября Teva смогла урегулировать первое расследование с довольно небольшими потерями — компании придётся заплатить \$250 млн. и предоставить Suboxone на общую сумму \$23 млрд. Инвесторы позитивно восприняли эту новость. Во-первых, окончание судебного процесса положит конец расходам на него, составившие за 9 мес. 2019 г. \$1,1 млрд. Во-вторых, разрешение вопроса само по себе даёт большую прозрачность будущих обязательств Teva и, как следствие, лучшую предсказуемость денежных потоков. В-третьих, аналитики считают, что реальная «недополученная выручка» Teva в связи с поставками Suboxone будет намного ниже заявленных \$23 млрд. в связи с тем, что при расчёте этой суммы использовалась «коптовая цена на приобретение», не учитывающая скидки. В итоге, стоимость «подаренных лекарств» может составить всего \$1,5-2,3 млрд.

Второе расследование, однако, только начинает набирать обороты. Генеральный прокурор штата Коннектикут Вильям Тонг 12 мая 2019 г. подал иск от имени 44 штатов США против Teva и 19 других фармацевтических компаний. В иске утверждается, что Teva была «последовательным участником» сговора с целью распределения доли рынка в секторе непатентованных лекарств. Тонг имеет существенные доказательства причастности Teva — электронные письма, текстовые сообщения, записи телефонных разговоров и даже показания бывших сотрудников. Продолжительность и исход дела о фиксации цен ещё предстоит выяснить, но аналитики подсчитали, что урегулирование этого процесса Teva может стоить от \$1,5 до 3 млрд., что может усугубить проблемы и вызвать негативные рейтинговые действия.

Скорректированные данные. В своих отчётах менеджмент Teva предпочитает опираться на скорректированные данные (non-GAAP), для подсчёта EBITDA и финансовых метрик, не включающих «одноразовых списаний гудвилла, ухудшения активов и издержек на судебные разбирательства». В связи с тем, что эти «одноразовые списания» с 2017 г. имеют постоянный характер и предупреждением самого менеджмента о возможных будущих списаниях ещё на \$5 млрд. при оценке компании лучше опираться на чистые цифры (GAAP). Для примера: отношение чистого долга к EBITDA (GAAP) 18х против 5,6х (non-GAAP) на 30.09.2019 г.

¹FDA — Управление по контролю за продуктами и лекарствами

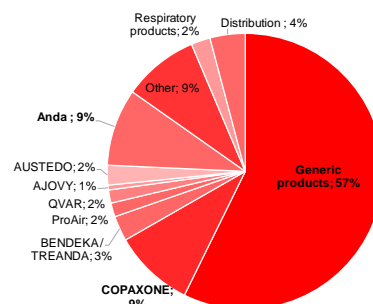
Риски

Дальнейший рост конкуренции приведёт к снижению цен на дженериковые препараты, что усугубит способность компании расплачиваться по своим обязательствам и может вызвать срабатывания ковенанта по кредиту на \$2,3 млрд. (2022, 2024 год погашения). Неопределённость, связанная с судебными процессами, делает прогнозирование денежных потоков затруднительным.

Инвесторам надо быть крайне осторожными при избытке дешёвых денег, вызывающем ажиотажный спрос на доходные активы, даже балансирующие на грани реструктуризации.

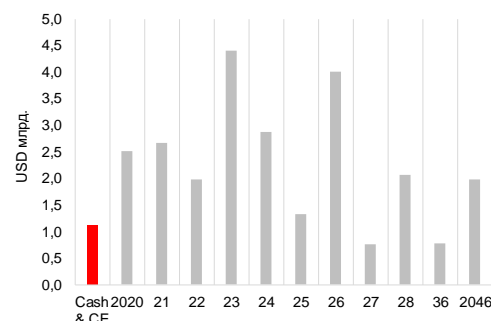
Эмитент	Teva Pharmaceuticals
ISIN	USN8540WAC84
Доходн. к погашению	6,700%
Купон	7,125%
Погашение	31.01.2025
Валюта	USD
Композитный рейтинг	BB
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$200'000
Квал. инвестор	Да

Разбивка выручки Teva в разрезе дженериковых препаратов, % от выручки за 9М 2019 г.



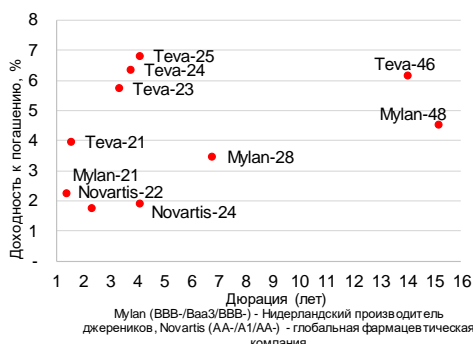
Источники: Финансовая отчетность за 3 кв. 2019 г.

График погашения обязательств Teva, млрд. USD



Источники: Bloomberg

Карта доходностей Teva и других фармацевтических компаний



Источники: Bloomberg

Альфа Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3680

Аналитический отдел	+7 (495) 795-3676	Потребительский	
Начальник отдела		Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Макроэкономика		Финансы	
Наталья Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Стратегия		TMT, Сельское хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Перевод	
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Нефть и газ		Спец. по данным/Аналитик	
Антон Коряцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи	+7 (495) 974-2515	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Облигации		Директор	
Владислав Корзан	vkorzan@alfabank.ru +7 (495) 785-7403	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Егор Романченко	eromanchenko@alfabank.ru +7 (495) 786-4897	Аналитический отдел	
Дмитрий Матвиевский	dmatvievskiy@alfabank.ru +7 (495) 783-5103	Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Мария Вазанова	mvazanova@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4914)	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Акции		Продажи	
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)
РЕПО			
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru		
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101		

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия №1326, выдана Центральным Банком РФ 16.01.2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.

Настоящий материал адресован исключительно квалифицированным инвесторам, как это определено в соответствии с законодательством Российской Федерации (п.2 ст.51.2 Федерального закона от 22.04.1996 №39 ФЗ "О рынке ценных бумаг"). Обращаем внимание получателя данного материала, что законодательством Российской Федерации предусмотрены ограничения в части рекламы ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, установленные пунктом 1 ст. 29 Закона о рекламе ("Не допускается реклама ценных бумаг, предложение которых неограниченному кругу лиц не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации") и п. 4 ст. 30.2. Закона об рынке ценных бумаг ("Ценные бумаги и производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не могут предлагаться неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы, а также лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами"). АО "Альфа-Банк" не несет ответственности за то, что данный материал по какой-либо причине доставлено получателю, не являющемуся квалифицированным инвестором.