

AstraZeneca - vétel

egészségügy

Belépési pont: 43,15 GBP
Kiszállási pont: 58,85 GBP
Stop-loss: 40,65 GBP

Újraéledni látszik a gyógyszeripar valaha volt legnagyobb felvásárlási sztorija. A brit AstraZeneca három hónappal korábban a harmadik vételi ajánlatra is nemet mondott, azonban az amerikai Pfizer előtt most új lehetőségek nyíltak meg a három hónapos időkorlát lejárata után.

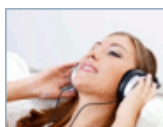
Persze a történelem megismételheti önmagát, és a britek szájából újra elhangozhat a nem szócska, azonban egy megemelt ajánlattal az amerikai cég már nagy valószínűséggel révbe érne. Az ügylet során számos olyan szinergiahatás jelentkezhetne, ami a cég értékét növeli, így érdemes lehet a nagyobb kockázat ellenére is belefolyni a felvásárlási sztoriba.



Meredek emelkedő trendben mozog az AstraZeneca árfolyama, bár a korábbi felvásárlási ajánlatok nyomot hagytak a grafikonon. Az árfolyam az utóbbi hetekben ismét meredek emelkedésnek indult, amit hamarosan egy újabb korrekció követhet (napon belül már esésnek indult az árfolyam). Ezért limit vételi megbízások elhelyezését javasoljuk 43,15-re, a stop-loss megbízást pedig 40,65-re tegyük. A célárfolyamnak pedig 58,85-öt jelöljük meg.

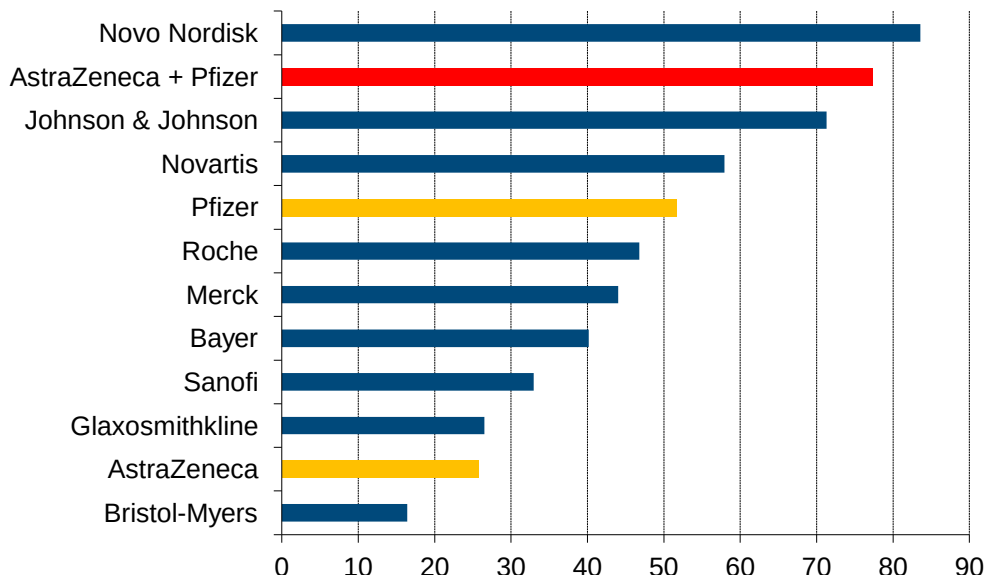
Szereti nagy fába vágni a fejszét a Pfizer, ugyanis a legutolsó 55 fontos részvényenkénti ajánlattal alapján 120 milliárd dollárt kellene kicsengetnie a brit AstraZenecáért, amivel bevonulna az [M&A piac történelmekönyvébe](#). Az előbb említett összeg a dobogó harmadik fokára lenne elegendő, míg a gyógyszersektoron belül a saját rekordját adná át a múltnak, hiszen 1999-ben a Pfizer 87,3 milliárd dollárért vásárolta meg a Warner-Lambertet.

A két cég keresztezésével egy igazi monstrum jönne létre, legalábbis ez derül ki az alábbi ábrából, ahol a versenytársak és a két cég árbevételektermelő képességét szemléltetjük.


Vegye igénybe az adókedvezményeket, nyisson TBSZ-t!

Tartós Befektetési Számla - Online is!

Részletek

A világ legnagyobb gyógyszeripari vállalatainak 2013-as árbevétele (milliárd dollár)


Forrás: Bloomberg

Előzmények

A brit felvásárlási szabályok merevsége miatt érdemes kicsit elidőznünk a fontosabb dátumokon. Az első ajánlat 2014. **május 2-án** érkezett, **50 font** értékben. A briteknek ez a szám nem tetszett, így a Pfizer előállt a második, immáron **53,5 fontos** ajánlatával 2014. **május 16-án**.

A legvégső rohamot **május 26-án** indította a cég egy **55,0 fontos** ajánlat keretében. Mint már a bevezetőben is említettük ez sem győzte meg az AstraZeneca menedzsmentjét arról, hogy el kellene adniuk a céget.

A legutolsó ajánlat visszautasításától számított három hónapon belül újabb összegel nem rukkolhatott elő az amerikai társaság. Ez a moratórium augusztus 26-ával véget ért. Igen ám, de most jön az első csavar a történetben. Ettől az időponttól kezdve csak az AstraZeneca menedzsmentje keresheti meg a Pfizert azzal, hogy mondjon egy nagyobb számot – az árfolyammozgást látva a piac is ebben reménykedik. Az AstraZeneca legnagyobb tulajdonosa, a BlackRock alapkezelő (8,06%-os részesedés) hajlana egy kerekasztal beszélgetésre.

A második csavar, hogy a Pfizer az AstraZeneca kisérszvényeseinek most már közvetlen tehet ajánlatot, igaz a nagy tulajdonosok jelentős száma miatt kérdéses a végeredmény. Valamint azt sem szabad elfelejtenünk, hogy más társaságok is kopogtathatnak az ajtón.

A nagyvadra újabb három hónap múlva, **november 26-án** löhet a Pfizer. A brit menedzsment szerint **58,85 font alatti áron nincs is miről beszélni**. A későbbiekben annak járunk utána, hogy mennyire reális ez a kérés, de még előtte kitérünk arra, nézzük meg hogy miért is ennyire kapós a cég.

Miért kell ennyire a Pfizernek az AstraZeneca?

A felvásárlás mögött meghúzódó okok egyike nem más, mint az utóbbi időben lassan megszokottá vált adózási kérdések. A Pfizer bevételeire az amerikai törvények által kiszabott 35,0%-os társasági adó kulcs vonatkozna. Azonban számos nyugdíj és egyéb dolgozói járulék befizetése miatt a 2013-as effektív adókulcs 27,4% volt. A kulcs még ennél is lejjebb, 21,0%-ra csökkenhetne, ha a társaság a brit adózási szabályok szerint történne.

Saját kalkulációink szerint ezzel a lépéssel közel 1 milliárd dollárt spórolhatna meg a cég évente (4,5%-a a 2013-as év nettó profitjának) a 2013-as éves adatokat figyelembe véve.

A második pont szorosan kapcsolódik az előzőhöz. Egészen pontosan a társaság által bevallottan Amerikán kívül parkoltatott 63 milliárd dolláros készpénzállomány hazahozatalára gondolunk, amire 35%-os adókulcs vonatkozna. Egy felvásárlás során azonban adómentesen felhasználható lenne ez a készpénzállomány.

A harmadik és egyben a növekedést adó faktor a rákkutatási portfólió megszerzése lenne. Az AstraZeneca tájékoztatása szerint e terület 2023-ra 75%-kal növelheti meg az értékesítéseket. Az első lépés a cél felé az Amerikai felügyelet által elfogadott, AZD9291 névre keresztelt tüdőrák gyógyszer 2015 első negyedéves piacra dobása lesz. A tesztek során a betegek 94%-nál összezsugorodott a daganat, vagy nem nőtt tovább, ami jelentős eredménynek számít.

Ezt főztük ki a boszorkánykonyhában

Az AstraZeneca a tavalyi év folyamán 5050 dolgozótól, idén februárban további 550 főtől vált meg. A cég tájékoztatása szerint ennek a programnak a költsége 200 millió dollárt emésztett fel. A brit kormány attól fél, hogy a felvásárlás után a Pfizer további elbocsátásokat jelent be.

Saját modellünkben 10%-os létszámleépítéssel számoltunk, ami nagyságrendileg megfelel az előbb említett létszámleépítésnek, ezért a költségek szintjén nem változtattunk.

A Pfizer tavalyi profitja után befizetett 27,4%-os társasági adókulcs szintjét az Egyesült Királyságban használatos 21,0%-os kulccsal számoltuk át.

Feltételezzük továbbá, hogy a szinergia hatások miatt a tavalyi évben 467 millió dolláros veszteséget termelő brit egység profitja nullszaldóba csap át.

Végül, de nem utolsó sorban a menedzsment bevétel várakozásait is beépítettük a modellbe. A rákkutatási portfólió 2023-ig a jelenlegi bevételeket 75%-kal növelheti meg, 45 milliárd dollárra.

Megtakarítás:

- 10%-os létszámleépítés: 528 millió dollár/év
- 27,4% helyett 21%-os adókulcs: 1006 millió dollár/év
- brit egység vesztesége nullszaldóba lendül: 467 millió dolláros profit/év
- rákkutatási portfólió potenciálja: 20 milliárd dollár árbevétel

Az árfolyamhatás számítása során 9,8%-os átlagos tőkeköltséggel (WACC) és 21%-os adhatással számoltunk.

Felértékelődési hatás részvényenként:

- elbocsátás 2,02 font
- adóhatás 4,88 font
- brit egység 1,79 font
- rákkutatás 6,08 font

Ha az előbbi 14,77 fontos felértékelődési hatást hozzá adjuk a tegnapi 44,8 fontos záróárhoz, akkor **59,6 fontos értéket kapunk**, ami alapján érthető, hogy miért mondta azt a vállalatvezetés, hogy 58,85 fontos ajánlati ár alatt nem ül le tárgyalni a Pfizer menedzsmentjével.

Ha a feltételezéseinkkel korigált EPS és az iparági előretekinő P/E (20,42) szorzatát vesszük alapul, akkor 57,6 fontos értéket kapunk.

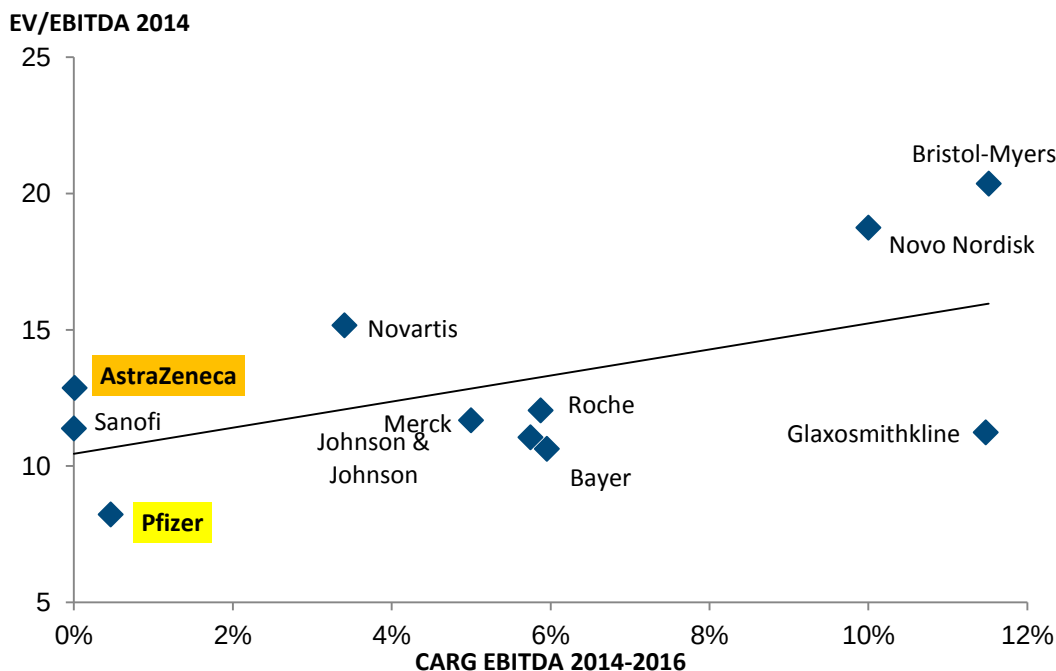
Iparági értékeltség

Az értékeltséget figyelembe véve jelenleg 37%-os alulértékeltséget mutat a cég, mivel a 11,68-as iparági EV/EBITDA-hoz képest 7,08-as mutatón forog a papír.

Ha megnézzük az előretekintő adatokat, akkor azt láthatjuk, hogy az előbbi felértékelődési potenciál pillanatok alatt eltűnik, ráadásul a piac a következő két évben nem számít az EBITDA növekedésére. Utóbbi azért is furcsa, mert a rákkutatási portfólióban rejlő potenciál elég jelentős.

Gyógyírt jelenthet a problémára, hogy az új készítményekből származó bevételek a gyógyszertársaságok esetében nem lineáris, hanem exponenciális módon növekednek, ergo az utolsó pár évben ugrik meg szignifikánsan, ezért a két évre előretekintő adatokban ezt még nem fedezhetjük fel.

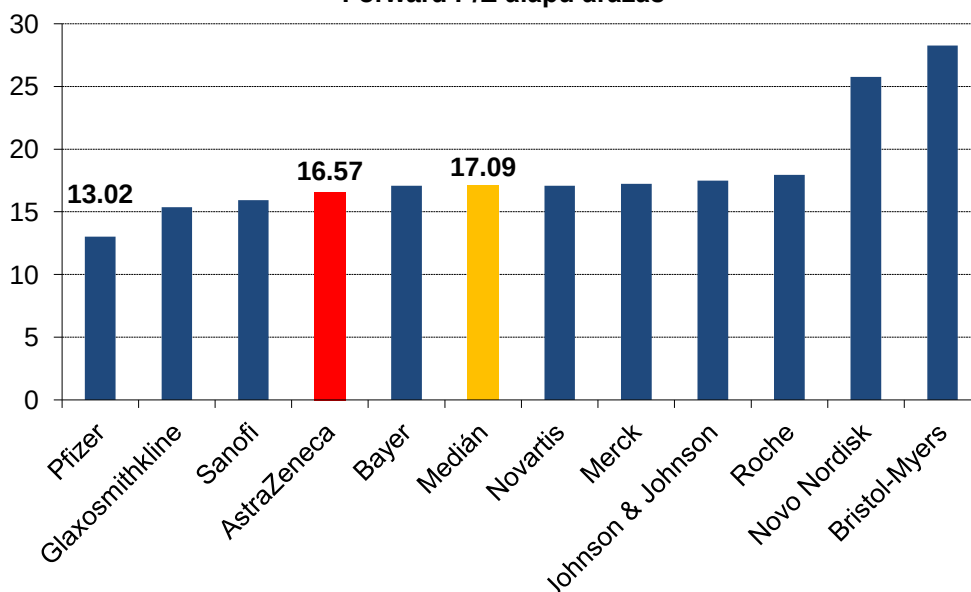
EV/EBITDA alapú értékeltség jövőbeni alakulása



Forrás: Bloomberg

Az előretekintő P/E alapú árazásra vetve egy pillantást azt mondhatjuk, hogy minimális alulértékeltséget mutatnak a számok az AstraZeneca tekintetében. A felvásárló Pfizer esetében már lényegi diszkontot láthatunk.

Forward P/E alapú árazás



Forrás: Bloomberg

Hozam-kockázat arány

Ha elfogadjuk azt a lehetőséget, hogy az AstraZeneca rábólint a saját maga által tárgyalási alapnak megszabott **58,85 fontos** ajánlatra, akkor **+31,36%-os felértékelődési potenciált rejt a részvény**.

Ha elmarad a tűzijáték és **visszaesik a papír** a felvásárlási pletykák kiújulása előtti **37,5 fontos szintre** a jelenlegi 44,8 fontos szintről, akkor az opcionális **veszteség nagysága 19,5% lehet**.

Terméklista

A londoni tőzsdén kívül a New York-i parketten is megtalálható a cég. Továbbá a frankfurti börze termékei között számos certifikáton keresztül is le lehet kereskedni a sztorit.

Bővebb tájékoztatásért kérjük keresse üzletkötőinket az alábbi elérhetőségek valamelyikén.

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Angyal Krisztián	1-235-5852	Farkas László	1-235-5895	Kis Dániel	1-235-5873
Balog Enikő	1-235-5114	Háhn Gábor	1-235-7564	Kovács Zsolt	1-235-5175
Baráth Tibor	1-235-5854	Hanzli Judit	1-235-5886	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Czene Tamás	1-235-5121	Kincse Áron	1-235-5858	Visnyai Zoltán	1-235-5153
Csató Dávid	1-235-5123				

Honlap: www.erstebroker.hu, www.erstemarket.hu **e-mail:** erstebroker@erstebroker.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002 (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebroker.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.