

Update flash Pfizer

SECTOR: Gezondheidszorg

Samenvatting

- Drie dagen geleden werd het nieuws aangekondigd dat Pfizer voor zo'n 160 miljard USD Allergan wenst binnen te rijden. Indien succesvol wordt dit het grootste farmaceutische bedrijf ter wereld.
- Allergan aandeelhouders zouden zo'n 11,3 Pfizer aandelen krijgen voor één aandeel Allergan. Aan de huidige koers van Pfizer wordt Allergan gewaardeerd op 363,63 USD per aandeel.
- Pfizer aandeelhouders zouden 56% van de nieuwe onderneming aanhouden, Allergan aandeelhouders 44%. Daarmee is aan de vereisten voldaan om een reversed merger te doen, waardoor de nieuwe onderneming haar domicilie in het fiscaal gunstiger Ierland zal bekomen.
- Het management ziet een gemiddelde belastingvoet tussen de 17 en 18% voor de nieuwe onderneming en spreekt over 2 miljard USD aan kostenbesparingen binnen de 3 jaar.
- De deal zal in de tweede jaarhelft van 2016 moeten rond zijn. Een goed verstaander leest "voor de presidentsverkiezingen".
- Pfizer kan Allergan aan een lagere premie kopen dan gedacht. De kostenbesparingen die Pfizer denkt te kunnen realiseren, vallen wel lager uit dan verwacht. De toekomstige belastingvoet is dan weer hoger dan aangenomen. Omdat de deal vooral een fiscaal geïnspireerde deal is, verwachten we nogal wat tegenkanting vanuit politieke hoek. We geloven dat het aandeel de komende maanden nergens heen gaat, ondanks de aantrekkelijkheid van deze deal. Onze aanbeveling blijft op houden.

Overwegingen

Geruchten worden bewaarheid: Pfizer neemt Allergan over via een omgekeerde overname.

Wat al eerder de ronde deed, is nu een feit geworden. Pfizer zal samensmelten met Allergan. De deal is hoofdzakelijk fiscaal geïnspireerd: de structuur van de deal zal ertoe leiden dat de nieuwe onderneming haar fiscale zetel zal hebben in Ierland, waardoor een veel lager belastingregime wordt bekomen dan in de Verenigde Staten. De producten van Allergan hebben weinig gemeen met die van Pfizer, waardoor kostenbesparingen beperkt zullen zijn. De onderneming ziet 2 miljard USD kostenbesparingen tegen 2018 (op een deal van 160 miljard USD), wat ons een voorzichtige veronderstelling lijkt.

Beide ondernemingen geven in het perscommuniqué nog enkele cijfers mee: iedere Allergan aandeelhouder krijgt 11,3 aandelen Pfizer. Er wordt geen cash betaald. De deal zou EPS positief zijn vanaf 2018 en 10% accreditief zijn in 2019. De kostenbesparingen zouden in de eerste 3 jaren oplopen tot 2 miljard USD. De nieuwe onderneming verwacht dat haar belastingvoet in het volledige jaar na de fusie tussen de 17 en 18% zal bedragen.

Door de overname zal Pfizer de beslissing van een eventuele opsplitsing van de onderneming doorschuiven naar een eind 2018. **De transactie zal niet raken aan het huidige dividendbeleid van de onderneming dat voorziet in een pay-out ratio van 50%.** Los van de overname zal Pfizer in de eerste jaarhelft zo'n 5 miljard USD extra aan eigen aandelen inkopen.

Impact aan de aanbeveling

De overname van Allergan brengt heel wat onzekerheid met zich mee. Vooreerst is er **de gevoeligheid van de reversed merger**. De Amerikaanse schatkist zal, indien de overname succesvol is, heel wat miljarden dollars aan haar neus voorbij zien gaan. We verwachten dan ook dat de deal niet alleen de "talk of the town" zal zijn, maar dat de regelgever alsnog zal proberen de deal tegen te houden. Dat zal niet zo evident zijn, omdat de 40% regel (overgenomen onderneming houdt 40% of meer van de aandelen in de nieuwe onderneming aan) wordt gerespecteerd, waardoor aan de voorwaarden van een reversed merger is voldaan. De regel wijzigen zou een wetswijziging moeten inluiden, wat zo goed als onmogelijk is in een verkiezingsjaar. De overheid kan wel bijkomende fiscale maatregelen nemen, waardoor de deal fiscaal minder interessant zou kunnen worden. Dit zal een voorbeeldossier voor de Amerikaanse schatkist worden. De deal zal door de IRS zeker nader bekeken worden. De kans op mislukking blijft dus evenwel aanwezig, hoewel we eerder denken dat de fiscus enkel armslag heeft om bepaalde zaken fiscaal minder interessant te maken. Indien de overname zou afspringen omwille van wijzigende fiscale regelgeving, dan betaalt Pfizer 400 miljoen USD aan Allergan; een te verwaarlozen bedrag ten opzichte van de 160 miljard deal.

Dat de Amerikaanse fiscus sterk benadeeld zal worden door deze transactie hoeft geen betoog. En hoewel de democraten zullen wijzen op het onverantwoordelijk gedrag van Amerikaanse bedrijven, zullen de republikeinen met een beschuldigende vinger wijzen naar het door de Democraten ingevoerde Obamacare, die volgens hen de oorzaak is van de veel te hoge belastingen die Amerikaanse bedrijven moeten betalen. Er zal dus zeker geen eensgezindheid zijn om de deal tegen te houden.

We zien weinig anti-trust belemmeringen. Enige struikelblok is de portefeuille aan biosimilars waar beide bedrijven over beschikken. Wellicht zal hier wel een aantal dingen moeten verkocht worden. Maar in principe zou dit de deal niet mogen vertragen.

Het integratierisico blijft wel aanwezig. Vooral de strategische richting – R&D gedreven (Pfizer) versus inkopen van gelanceerde medicijnen (Allergan) – zal in de komende maanden duidelijker moeten worden. Het feit dat 14 van de 15 zitjes in de raad van bestuur door Pfizer getrouwen worden ingenomen, is al een eerste indicatie dat vooral de Pfizer strategie zal gevolgd worden.

Los van de Amerikaanse overheid is het een feit dat beide bedrijven in overleg deze deal hebben aangekondigd. De overnameprijs is aan de lage kant. Analisten hadden gehoopt op een deal van minimum 375 USD per aandeel, andere vonden dan weer dat 400 USD per aandeel een correcte prijs was. Het is dan ook nog maar de vraag of de aandeelhouders van Allergan zullen ingaan op het bod. Pfizer noteerde voor de aankondiging rond de 35 USD per aandeel. Indien we dit cijfer nemen, waardeert de overnameprijs per aandeel aan 395 USD, dus rond de vork die analisten hadden naar voor geschoven. **De voorgestelde kostenbesparingen van 2 miljard USD vallen lager uit dan gehoopt.** Er werd eerder uitgegaan van 3 miljard USD aan te realiseren kostenbesparingen. We gaan er van uit dat het management hier te conservatief is. De deal zal op zich al de nodige aandacht trekken. Indien beide partijen met zware kostenbesparingen zwaaien, zal de deal de publieke opinie nog meer in het harnas jagen. **We geloven dat de gerealiseerde kostenbesparingen sneller zullen gerealiseerd worden en hoger zullen uitvallen dan management nu vooropstelt.**

Of Pfizer er al dan niet in zal slagen om Allergan via een reversed merger over te nemen, zal de eerste maanden onduidelijk zijn. Ook politieke commentaren en mogelijke fiscale aankondigingen die de

deal kunnen beïnvloeden, zal voor de nodige ruis en volatiliteit zorgen. **Onze aanbeveling blijft dan ook op houden staan. Ons koersdoel blijft op 39 USD per aandeel.**

Disclaimer

Dit document is een publicatie van KBC Asset Management (KBC AM) en wordt verspreid door KBC AM en KBC Bank. De bevoegde controleautoriteit is de Autoriteit Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, doch is een publicitaire mededeling, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Deze aanbevelingen vormen op zich geen gepersonaliseerd beleggingsadvies. De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC AM werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet direct gekoppeld aan zakenbanktransacties.

De resultaten van de weergegeven financiële instrumenten en financiële indices zijn resultaten behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Indien de resultaten van de weergegeven financiële instrumenten en financiële indices uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen.

Niets in dit document mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Asset Management NV. Deze informatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken.

Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling), die wegens plaatsgebrek niet in dit document zijn opgenomen, kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" raadplegen op <https://kbcam.kbc.be/nl/algemene-richtlijnen-beleggingsaanbevelingen> .

Disclaimer