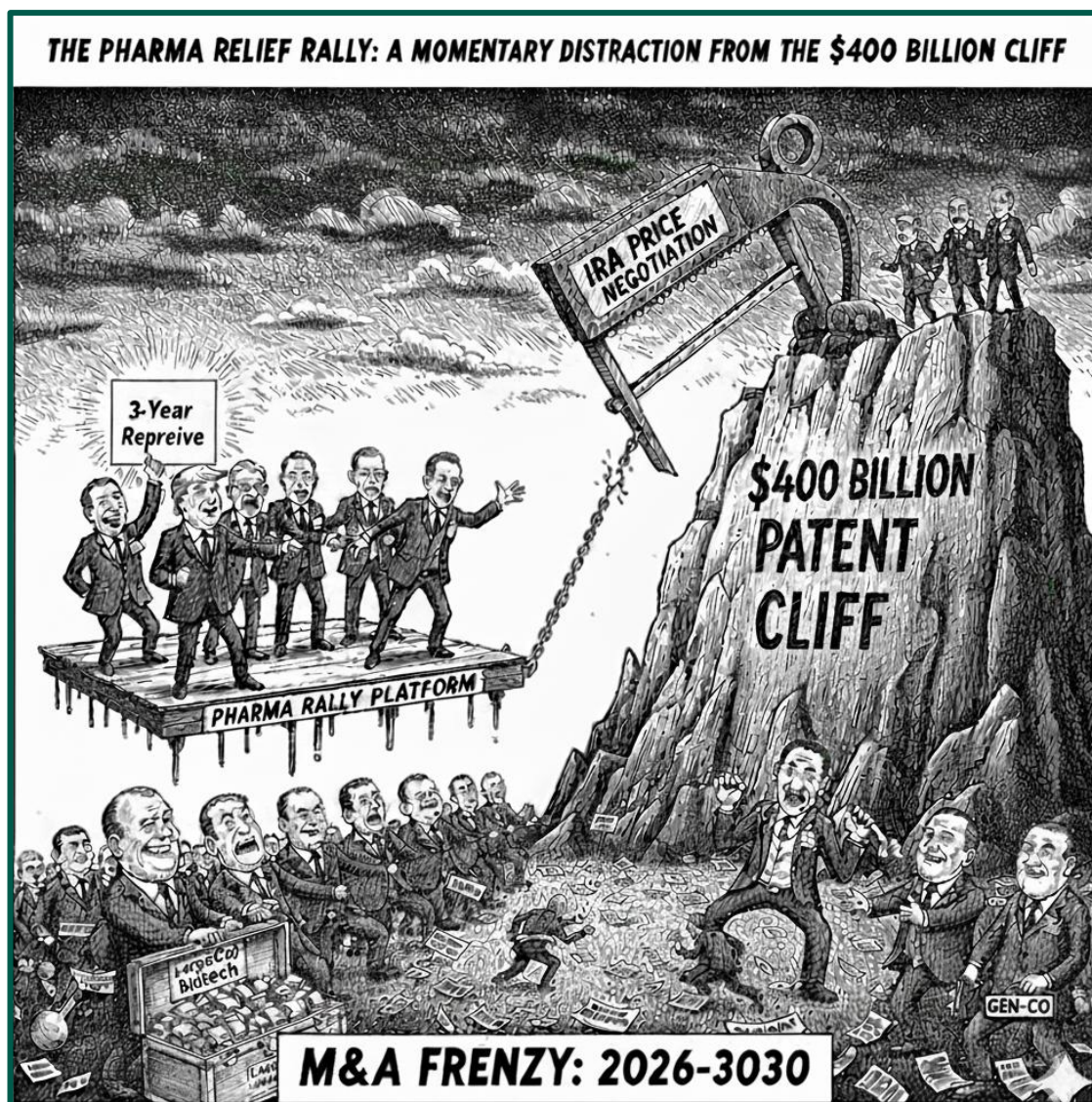


Записка для инвесторов:

Ралли Акций Сектора Здравоохранения:
Краткосрочное Облегчение на Фоне Структурных
Долгосрочных Рисков



Игорь Савченко
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей

2 октября 2025 года

Недавнее ралли акций сектора здравоохранения было реакцией на успешное разрешение острых, но краткосрочных политических рисков. Сделка правительства США с Pfizer обеспечила временную стабильность и создала прецедент для всего сектора, позволив компаниям избежать разрушительных тарифов в обмен на управляемые ценовые уступки в сегменте Medicaid, где чистая выручка уже была относительно низкой.

Однако, по нашему мнению, этот позитивный катализатор не делает ралли устойчивым в долгосрочной перспективе. Сектор сталкивается с угрозами, которые являются предсказуемыми и неизбежными: патентный обрыв, угрожающий сотням миллиардов долларов выручки, и регуляторное вмешательство через IRA, которое эффективно сокращает период высоких доходов для блокбастеров, ускоряя падение доходов на несколько месяцев раньше юридического срока истечения патента.

Решением может стать увеличение M&A активности крупных игроков. Предположительно, капитал будет концентрироваться в компаниях, которые обладают сильными, защищенными патентами продуктами на поздних стадиях разработки, что делает мелкие и средние биотехнологические фирмы привлекательными объектами для поглощения.

Контекст Риска «Режим наибольшего благоприятствования» (Most Favoured Nation, MFN) и Тарифных Угроз

В течение 2025 года сектор здравоохранения, особенно крупные транснациональные фармацевтические корпорации, испытывал значительное давление из-за агрессивной риторики и политики администрации США в отношении ценообразования. Президент Трамп активно продвигал политику MFN, которая требовала от производителей снижения цен в США до уровня, не превышающего самый низкий уровень цен в других развитых странах.

Эта политика сопровождалась крайне серьезной угрозой: введением 100% тарифов на импорт фирменных препаратов, если производители не обязались инвестировать в строительство производственных мощностей в Соединенных Штатах. Тарифы должны были вступить в силу 1 октября 2025 года. Такая угроза создавала атмосферу высокого геополитического и регуляторного риска.

Для транснациональных корпораций, включая европейских гигантов, которые имеют обширные цепочки поставок, угроза 100% тарифов представляла собой наиболее непосредственный и потенциально разрушительный фактор. Тарифы служили мощным механизмом принуждения, направленным не столько на немедленное снижение цен, сколько на стимулирование локализации производства и инвестиций в США. Учитывая, что многие европейские фармацевтические компании, включая AstraZeneca и Novo Nordisk, уже объявляли о значительных планах инвестиций в американское производство в ожидании этих тарифов, рынок был напряжен и готов к немедленной реакции на любое разрешение этой ситуации.

Детальный Разбор Сделки Pfizer

30 сентября 2025 года Pfizer объявила о заключении соглашения с Белым домом, которое мгновенно стало катализатором широкого отраслевого ралли. Это соглашение было интерпретировано рынком как успешное предотвращение наихудшего сценария регуляторного вмешательства.

В рамках соглашения Pfizer взяла на себя обязательства по ценообразованию, включая предоставление цен MFN для всех программ Medicaid в стране, что, как ожидается, приведет к экономии в размере "многих миллионов долларов". Кроме того, Pfizer согласилась участвовать в новой государственной платформе прямых закупок — TrumpRx.gov. Эта платформа позволяет американским потребителям приобретать лекарства непосредственно у компании со значительными скидками, которые, по заявлению Pfizer, могут достигать 85% для большинства первичных лекарств, при среднем дисконте около 50%. В качестве примеров были названы такие препараты, как мазь Eucrisa (скидка 80%), Xeljanz для лечения ревматоидного артрита (скидка 40%) и Zavzpret от мигрени (скидка 50%).

Главным условием, которое обеспечило Pfizer победу, стало получение трехлетнего моратория на импортные тарифы, которые угрожали индустрии. В обмен на эту регуляторную стабильность Pfizer обязалась инвестировать дополнительные \$70 миллиардов в исследования и разработки (R&D) в США в течение следующих нескольких лет. Для транснациональной фармацевтической корпорации, оперирующей многолетними циклами R&D и

глобальными цепочками поставок, восстановление "определенности и стабильности" на фронтах ценообразования и торговой политики имело огромную стратегическую ценность.

Несмотря на впечатляющие цифры скидок, объявленных в рамках сделки (до 85%), большинство аналитиков быстро пришли к заключению, что влияние этого соглашения на чистую выручку Pfizer будет ограниченным или несущественным.

Этот вывод основан на понимании сложной структуры ценообразования в США. Сделка сфокусирована в первую очередь на программе Medicaid и прямых продажах через TrumpRx.gov. Аналитики BMO Capital подчеркнули, что ключевой аспект этого соглашения заключается в эффективном устранении посредников — менеджеров по фармацевтическим льготам (Pharmacy Benefit Managers, PBMs), которые являются частью крупных медицинских страховых компаний.

Традиционно, PBMs удерживают значительную часть скидок, предоставляемых производителями. Перенаправляя эти скидки напрямую пациентам через TrumpRx.gov или программе Medicaid, Pfizer, вероятно, не несет существенных дополнительных чистых потерь, поскольку фактическая чистая цена, которую она получала за эти препараты, уже была низкой из-за агрессивных требований PBMs и существующих правил Программы скидок на лекарства Medicaid. Таким образом, Pfizer совершила превентивный стратегический шаг: она обменяла управляемое перераспределение существующих скидок на жизненно важную трехлетнюю иммунизацию от гораздо более жестких и широких принудительных мер MFN и разрушительных тарифов. Это защитило структуру ее международной и коммерческой чистой цены.

Динамика Рынка: США и Европа

Ралли, спровоцированное сделкой Pfizer, было незамедлительным и продемонстрировало, насколько сильно регуляторный риск давил на капитализацию сектора.

В США акции Pfizer подскочили на 6.8% 30 сентября 2025 года, показывая лучшую динамику в индексе S&P 500 в тот день. Акции Merck (MRK) также продемонстрировали рост на 6.8%, чему способствовало как общее облегчение в секторе, так и положительное решение европейских регуляторов по одному из ее продуктов.

Реакция в Европе была не менее сильной. Европейский индекс здравоохранения Stoxx Europe 600 Health Care вырос почти на 4.3%. Крупнейшие игроки сектора продемонстрировали существенный рост: акции AstraZeneca (AZN) выросли до 8.0%, а на Лондонской бирже — даже более чем на 11%, возвращая компании статус крупнейшей британской компании по капитализации. FTSE 100 достиг рекордного максимума, во многом благодаря этому фармацевтическому буму.

Европейские акции росли особенно агрессивно, поскольку они были наиболее уязвимы к угрозе тарифов на импорт в США. Для европейских фармацевтических гигантов, ведущих крупный бизнес на американском рынке, сделка Pfizer создала четкий, выполнимый прецедент, показывающий, что тарифный шок можно предотвратить путем инвестиционных обязательств в США. Это резко снизило их геополитический риск.

Оценка Устойчивости Ралли

Ралли, основанное на устранении политического риска, по своей природе является ограниченным во времени. Хотя сделка Pfizer установила "дорожную карту" для других компаний, и ожидается, что крупные производители последуют ее примеру, обеспечив сектору краткосрочную политическую передышку, аналитики предупреждают, что эта поддержка может быть недолгой.

Инвестиционный стратег Danske Bank отметил, что ослабление политического риска, вероятно, обеспечит поддержку европейским акциям лишь "на пару дней". Это означает, что как только первоначальный прилив ликвидности, вызванный облегчением, иссякнет, инвесторы неизбежно сместят внимание на долгосрочные фундаментальные показатели сектора.

Долгосрочные Структурные Риски: Патентный Обрыв

Разрешение вопроса MFN и тарифов лишь временно отвлекло внимание от гораздо более значительных, прогнозируемых угроз, которые будут доминировать в финансовом ландшафте отрасли до конца десятилетия.

Фармацевтическая промышленность вступает в период, который эксперты называют «супер-обрывом» (super-cliff), характеризующийся беспрецедентным масштабом потери эксклюзивности для ключевых продуктов.

Общий годовой доход, находящийся под угрозой, оценивается от \$236 миллиардов до \$400 миллиардов к 2033 году. В период с 2025 по 2030 год патентную защиту потеряют от 69 до 70 так называемых блокбастеров — препаратов, каждый из которых генерирует более \$1 миллиарда годового дохода. Эта потеря эксклюзивности открывает двери для генериков и биоаналогов, что приводит к резкому падению выручки брендируемых лекарств.

Корпоративный риск крайне высок. К 2026 году восемь из 13 крупнейших фармацевтических компаний могут столкнуться с потерей 30% и более своей выручки, при этом пять компаний из топ-10 могут увидеть, что под угрозой находится более 50% их текущих доходов. В отличие от предыдущих патентных обрывов, текущий "супер-обрыв" включает высокую долю биологических препаратов. Хотя эрозия доходов от биопрепаратов за счет биоаналогов происходит медленнее, чем от традиционных химических препаратов, финансовый ущерб остается существенным.

Долгосрочные Структурные Риски: Регуляторное Давление IRA и Medicare

Закон о снижении инфляции (Inflation Reduction Act, IRA), подписанный в 2022 году, является крупнейшим регуляторным изменением в сфере здравоохранения США за последние десятилетия и продолжает оказывать фундаментальное давление на финансовые модели фармацевтических компаний, особенно в отношении их крупнейшего плательщика — программы Medicare.

IRA предоставляет Центрам услуг Medicare и Medicaid (CMS) полномочия по ведению переговоров о ценах на определенные дорогостоящие препараты, охватываемые Medicare Part D (лекарства по рецепту) и Medicare Part B (препараты, вводимые врачом).

- **Этапы Переговоров:** Переговоры по 10 препаратам Medicare Part D уже завершились, и согласованные цены вступят в силу в 2026 году. В январе 2025 года CMS объявила список из 15 дополнительных препаратов Part D для второго раунда переговоров, включая популярные препараты для лечения диабета и ожирения Ozempic и Wegovy, цены на которые вступят в силу в 2027 году. Переговоры по препаратам Medicare Part B начнутся позже, с вступлением цен в силу в 2028 году.
- **Финансовое Воздействие:** Финансовое воздействие этих переговоров является существенным. По оценкам, если бы согласованные цены действовали в 2023 году, Medicare сэкономила бы примерно \$6 миллиардов в чистых расходах на рецептурные препараты, что представляет собой 22% снижение общих чистых расходов.
- **Влияние на Инновации (R&D):** IRA напрямую влияет на принятие решений фармацевтическими компаниями в отношении приоритетов продуктов и показаний, связанных с Medicare. Это смещение приоритетов R&D, вероятно, будет направлено на ускорение вывода инновационных продуктов на рынок, но также вызывает обеспокоенность в некоторых сегментах отрасли по поводу потенциального замедления инноваций.

Главный риск в том, что IRA снижает чистую приведенную стоимость будущих инновационных препаратов, предназначенных для крупнейшего плательщика — программы Medicare. Когда потенциальный срок высоких доходов сокращается, компании вынуждены пересматривать приоритеты R&D, потенциально отводя средства от разработки новых показаний или менее крупных, но важных лекарств. Таким образом, IRA не просто снижает цены; он меняет стимулы для будущих инвестиций и стратегического планирования, что, по мнению аналитиков отрасли, угрожает темпам инноваций.

Ускорение M&A как Стратегия Заполнения Пробелов

Самым значительным стратегическим ответом отрасли на надвигающийся Патентный Обрыв является ожидаемое ускорение активности слияний и поглощений (M&A).

Эксперты прогнозируют, что период с 2026 по 2030 год станет временем рекордного всплеска сделок в фармацевтической и биотехнологической отраслях. Goldman Sachs прогнозирует, что 2026 год может стать рекордным по объему сделок, достигнув \$3.9 триллиона. Движущей силой этого всплеска является острая необходимость крупных фармацевтических компаний, таких как Merck, быстро пополнить свой продуктовый портфель (pipeline) для компенсации неизбежной потери доходов от блокбастеров, которая угрожает сотнями миллиардов долларов. Приобретение Merck компании Verona Pharma за \$10 миллиардов является примером такой стратегии, направленной на создание сильного портфеля перед лицом потери эксклюзивности Keytruda.

Активность M&A означает, что капитал будет концентрироваться в компаниях, которые обладают сильными, защищенными патентами продуктами на поздних стадиях разработки, что делает мелкие и средние биотехнологические фирмы привлекательными объектами для поглощения.

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance