

HEALTHCARE ALS BEISPIEL FÜR STRUKTURELLES WACHSTUM



ERIC BONVIN

Die Patentabläufe in der Pharmabranche zwischen 2010 bis 2013 stellen die Marktteilnehmer vor grosse Herausforderungen. Neue erfolgreich lancierte Medikamente gerieten durch Negativmeldungen in den Hintergrund. Nachdem sich bei den Patentabläufen ein Ende abzeichnet, sollten die Investoren eine Neubeurteilung der relativen Attraktivität des Sektors in Betracht ziehen. Die Fähigkeit der Pharmaunternehmen, kontinuierlich Kosten unter Kontrolle zu halten und innovative Produkte zu lancieren, wird auch im Markt auf positive Resonanz stossen.

Kosteneinsparungen, neue Medikamente, die Bevölkerungsentwicklung und die Expansion in Schwellenländern werden die Rückkehr zu einem ansprechenden Gewinnwachstum im Sektor unterstützen. Die BZ Bank will mit der Lancierung eines neuen Fonds – dem BZ Pharma für Anlagen im Healthcare-Bereich – Investoren die Möglichkeit geben, vom kommenden Megatrend im Gesundheitswesen zu profitieren.

Die 90er Jahre wurden vom Erfolg der «Mega Blockbuster»-Medikamente, der Stärke der Produkt-Pipelines und der Verbesserung der Margen getrieben. Inzwischen ist die Situation allerdings etwas eingetrübt. Die Produktivität von Forschung und Entwicklung (F&E) liegt auf einem historischen Tiefstand, die Konkurrenz durch Generika nimmt zu und der profitabelste Markt – die USA – steht vor grossen Reformen im Gesundheitswesen. Da stellt sich zwangsläufig die Frage nach dem weiteren Wachstumspotenzial. Trotz dieser Herausforderungen glauben wir, dass die Chancen der Industrie intakt sind und Investoren gleich von mehreren interessanten Aspekten profitieren können.

Weltweit sind die Gesundheitsausgaben etwas schneller gewachsen als das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP). Nach Angaben der Weltgesundheitsorganisation

entsprachen die Gesundheitsausgaben im Jahr 2000 9.2% des globalen BIP. Bis 2005 stieg diese Quote auf 9.9%. Im Verhältnis zum BIP war das Wachstum in den Entwicklungsregionen überdurchschnittlich. Dieses Wachstum ist vor allem auf technologische und soziale Fortschritte in diesen Ländern zurückzuführen.

Schwellenländer als wichtige Einflussgrösse

Aus makroökonomischer Sicht erwarten wir die schnellsten Wachstumsraten des Gesundheitsbereichs in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, in Teilen Lateinamerikas, im Nahen Osten und in Nordafrika – dies aufgrund der Kombination des BIP-Wachstums mit politischen Aktivitäten und der Bevölkerungsentwicklung. PriceWaterhouseCoopers rechnet damit, dass die sieben wichtigsten Schwellenländer (Brasilien, China, Indien, Mexiko, Indonesien, Russland und Türkei) ihr kombiniertes BIP von 5.1 Bio. USD im Jahr 2004 auf 15.7 Bio. USD im Jahr 2020 steigern werden. Der Wert entspricht 19% der weltweiten Gesundheitsausgaben. Im Jahre 2004 waren es noch 8% gewesen. Es gibt also eine deutliche Korrelation zwischen Gesundheitsdienstleistungen und dem BIP pro Kopf: Durch das höhere BIP-Wachstum pro Kopf in den Schwellenländern erhöhen sich auch die Gesundheitsausgaben.

Die Basis für eine überdurchschnittliche Performance in den nächsten Jahren liegt unseres Erachtens in der Generierung von Free Cashflows, einer ansprechenden Dividendenrendite und gut gefüllten Produkt-Pipelines aus entsprechenden F&E-Erfolgen. Bei den Large Caps beträgt die Dividendenrendite aktuell über 4% und mit einem Free Cashflow von 9.2% besteht durchaus die Möglichkeit, durch Verzicht auf Akquisitionen oder durch Verkäufe von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Unternehmensteilen diesen Überschuss an die Aktionäre zurückzugeben.

Talsole erreicht

Die Auswirkungen der Gesundheitsreformen und Sparmassnahmen begannen sich ab der zweiten Jahreshälfte 2011 zu normalisieren. Dies einerseits, weil die negative Gewinndynamik die Talsole durchschritten hat, und andererseits weil die eher konservativen Prognosen für das Gesamtjahr Spielraum für Gewinnerhöhungen bieten. Für den Zeitraum 2009 bis 2011 haben die Reformen im Gesundheitswesen die Profitabilität um 8-10% negativ beeinflusst. Dies sollte sich ab 2012 normalisieren.

Historisch gesehen ist die relative P/E-Bewertung sehr attraktiv. In den letzten 23 Jahren wurde der Sektor in Europa mit einem Aufschlag von ca. 25% gehandelt (Forward-P/E). Inzwischen ist diese Prämie verschwunden. Wenn sich jedoch das Preisumfeld stabilisiert und sich die Qualität der Pipelines bestätigt, sollte eine Neubewertung des Sektors stattfinden. Von allen Sektoren im Stoxx 600 zeigt die Rendite von Healthcare die grösste Abweichung zum historischen Mittelwert. Dies ist eine klare Indikation, wie tief der Sektor bewertet ist. Die Aussage wird noch verstärkt, wenn man die hohe Dividendenrendite von über 4% betrachtet.

Das Ende der «Patent-Klippe» naht...

Die grossen Herausforderungen wegen der zwischen 2010 und 2013 auslaufenden Patente haben die Investoren lange beschäftigt. Mit Ausnahme von Novartis hatten von Europas grosskapitalisierten Pharma-Unternehmen praktisch alle im Jahr 2011 wichtige Patentabläufe zu verzeichnen. Die Unternehmen werden die Auswirkungen der Patentverluste auch weiterhin spüren. Die unvermeidlichen Rückschläge sind aber schon länger vorhersehbar und sollten in den Konsens-Prognosen längst enthalten sein. Nicht nur die europäischen, sondern auch die amerikanischen Large Caps des Sektors litten im Jahr 2011 unter Patentabläufen. Pfizer etwa verlor in

der zweiten Jahreshälfte 2011 das Patent für das Medikament Lipitor (Umsatz 2010: 10.5 Mrd. USD).

Mit dem Patentdruck und den Gesundheitsreformen in den USA und in Europa konfrontiert, haben die grossen Pharmaunternehmen versucht, ihre Kosten zu senken und die Effizienz zu steigern. Einsparungen kamen vor allem aus dem Vertrieb und Marketing, aber auch aus F&E-Abteilungen. In den meisten Fällen wurde zumindest ein Teil dieser Einsparungen in Wachstumsregionen reinvestiert, zum Beispiel in den Schwellenländern.

... und die Wachstumsaussichten nach 2013 rücken in den Fokus

Die Rückkehr zu solidem Gewinnwachstum nach 2013 wird durch Kosteneinsparungen, neue Medikamente, Bevölkerungswachstum und Überalterung sowie Expansion in den Schwellenländern getragen werden. Dies wird natürlich je nach Gesellschaft sehr unterschiedlich ausfallen, da die Patentabläufe nicht nur auf den Zeitraum 2010 bis 2013 beschränkt sind. Die Ausgaben für Medikamente werden gemäss IMS Institute bis 2015 weltweit rund 1100 Mrd. USD erreichen, verglichen mit 605 Mrd. USD im Jahr 2005. Eine Beschleunigung der Ausgaben für Generika ist zu erwarten, und zwar von 124 Mrd. USD im Jahr 2004 auf schätzungsweise 420 Mrd. USD im Jahr 2015 (+240%).



Eric Bonvin
Leiter Fund Management der BZ Bank Aktiengesellschaft, Wilen.

Healthcare-Wachstum ist Folge des steigenden BIP

2010 waren «Emerging Markets» das zentrale Schlagwort praktisch aller Pharma-Gesellschaften als Allheilmittel gegen schwindende Erträge. Für die europäischen Pharma-Unternehmen erwarten wir in diesen Märkten ein starkes Wachstum (10–20%). Zu den kurzfristigen Gewinnern werden die derzeit am besten positionierten Unternehmen gemäss Umsatzanteil und Portfolio zählen. Um weiterhin zu profitieren und entsprechende Höherbewertungen der Unternehmen zu erreichen, ist das Management gezwungen, den Umsatz und die Profitabilität in diesen Regionen laufend zu steigern.

Die Emerging Markets haben die Aufmerksamkeit der Investoren wegen des schnellen wirtschaftlichen Wachstums, des steigenden BIP und des verfügbaren Einkommens inzwischen deutlich auf sich gelenkt. Dies ist auch für die Healthcare-Industrie relevant, da mit erhöhtem Wohlstand auch die Nachfrage nach medizinischer Versorgung steigt. Während im Jahr 2009 23% des globalen BIP auf diese Länder entfiel, sollten sie gemäss IWF bis 2014 etwa 45% zum globalen BIP-Wachstum beitragen. Der erhöhte Wohlstand in den Schwellenländern führt zu einer wachsenden Mittelschicht, die zunehmend anspruchsvoller wird und bereit ist, mehr für Medikamente zu bezahlen. Dazu werden Lebensstil (Stichwort: Bewegungsmangel) und die veränderte Ernährungsweise zu einem Anstieg der chronischen Krankheiten wie Diabetes beitragen. Diese Märkte könnten ihren Beitrag zum globalen Pharma-Umsatz zwischen 2009 und 2014 um fast die Hälfte auf 24% erhöhen.

Alternde Bevölkerung: Megatrend führt zu veränderten Konsumgewohnheiten

Der anteilmässige Anstieg von älteren Leuten in der Bevölkerung ist ein zunehmend globales Phänomen. Von 1990 bis 2010 stieg der Anteil der über 65-jährigen (im Vergleich zu denen im Alter zwischen 20 und 64) nur leicht von 12% auf 13%. Diese Quote wird im Jahr 2020 vor-



aussichtlich auf 16% steigen, 2030 auf 20% und 2040 auf 25%. Die zunehmende Überalterung der Weltbevölkerung in den kommenden Jahrzehnten wird zu einem dramatischen Anstieg der gesamten Gesundheitsausgaben führen, dies aufgrund der längeren Lebenserwartung und des entsprechenden Anstiegs der chronischen Krankheiten.

Chronisch sind Krankheiten, wenn sie sich über ein Jahr oder länger hinziehen. Das erfordert laufende ärztliche Behandlungen und schränkt meist die Aktivitäten des täglichen Lebens ein. Darüber hinaus hat das Einkommenswachstum pro Kopf nicht nur Einfluss auf eine inaktive Lebensweise, die Fettleibigkeit und Diabetes fördert, sondern auch auf einen besseren Zugang zu medizinischer Versorgung, die zu mehr Diagnosen von chronischen Krankheiten führt. Beide Faktoren zusammen – die Zunahme von chronischen Krankheiten und die Zunahme entsprechender Diagnosen – sollten den Medikamentenkonsum auf der ganzen Welt steigern.

F&E-Produktivität wieder steigend?

In der Vergangenheit war es so, dass die Pharmaindustrie meist in der Lage war, den

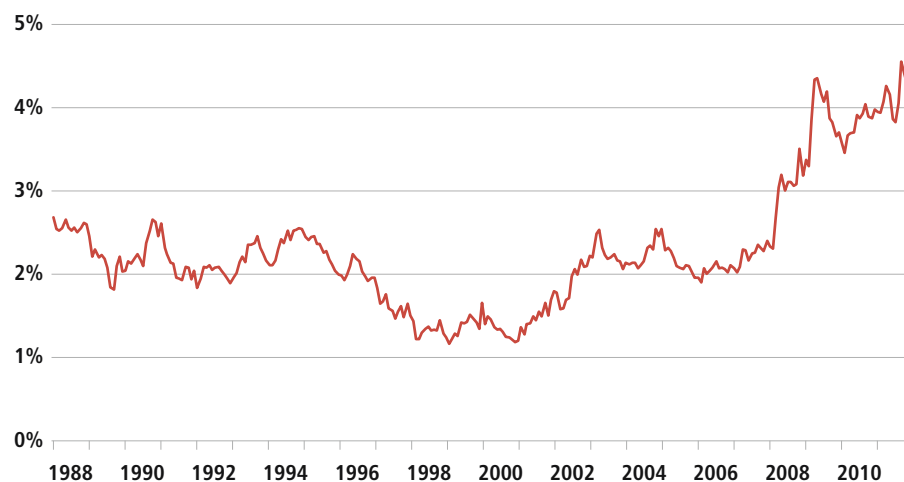
Druck von Patentverlusten und Gesundheitsreformen über die Produkt-Pipeline zu kompensieren. Die derzeitige Krise ist im Wesentlichen auf eine besonders geringe F&E-Produktivität in den letzten zwei Jahrzehnten zurückzuführen. Eine wichtige Rolle spielen auch steigende regulatorische Hürden. Allerdings gibt es gewisse ermutigende Entwicklungen mit Bezug auf die F&E-Produktivität: Die Anzahl der klinischen Versuche ist stetig gestiegen, die Pipelines sind umfangreicher als vor fünf Jahren, die FDA-Zulassungen nehmen wieder zu und die «Phase 3»-Ausfallrate der Produkte scheint sich zumindest zu stabilisieren.

Eines der grossen Probleme in den vergangenen zwei Jahrzehnten lag in den hohen F&E-Ausgaben. Es stand zuviel Geld für zu wenig klar definierte Ziele zur Verfügung. Obwohl die F&E-Aufwendungen von ein paar Mrd. USD im Jahre 1963 zwischenzeitlich auf mehr als 50 Mrd. USD jährlich stiegen, hat sich die Anzahl der guten Projekte nicht erhöht. Darüber hinaus waren die Unternehmen zu wenig diszipliniert, um enttäuschende Projekte frühzeitig zu beenden oder die Kapital-Allokation zu verbessern. Der aktuelle Umsatzrückgang wird das Management zwingen, bessere Entscheidungen zu treffen, was zu einer Steigerung der Produktivität führen wird. Wenn die Industrie ein optimiertes Ausgabenmodell implementieren kann, wird die Produktivität deutlich erhöht. Die F&E-Pipelines bieten beträchtliche Wachstumsmöglichkeiten im Gesundheitswesen, und dementsprechend wird der Sektor bereits im Jahr 2012 mit positiven Meldungen aufwarten.

Generika und OTC-Medikamente werden wichtig

Konsumprodukte (rezeptfreie Medikamente) und Generika sind wichtig für neue Geschäftsmöglichkeiten. Neuartige, dezentrale Geschäfts- und Entwicklungsmodelle in den Schwellenländern sind ein Muss aufgrund der kulturellen Unterschiede und Einkommensdifferenzen, die es auch innerhalb dieser Länder gibt. Darüber hi-

Der europäische Gesundheitssektor bietet attraktive Dividendenrenditen



naus erfordern die tiefe Gesundheitsversorgung und höhere Investitionen, dass Pharmaunternehmen ihre Produktpaletten anpassen.

Unternehmen, die zusätzlich zu Premium-Medikamenten auch kostengünstigere Medikamente entwickeln und liefern können, beispielsweise Generika und OTC-Arzneimittel, haben einen strategischen Vorteil. Impfstoffe – präventiv wirkende Produkte, für welche in den meisten Fällen die Regierungen die Verantwortung tragen und die oft die erste Möglichkeit in neu eröffneten Märkten darstellen – sollten auch überproportional profitieren. Andere Faktoren, welche zu einer steigenden Nachfrage nach Produkten für die Gesundheitsfürsorge in den E7 und anderen Schwellenländern führen sollten, sind:

- die Erweiterung der gesetzlichen Krankenversicherung (z.B. in China, Russland, Brasilien)
- die Erhöhung der öffentlichen Ausgaben, um den Zugang und die Qualität der Versorgung zu verbessern
- die erhöhte Sensibilisierung bezüglich Themen der Gesundheit und bezüglich Medikamente
- der erhöhte Bedarf von neuen spezifischen Therapien.

ANLAGEIDEE

Der BZ Equity Fund – Pharma ist ein neuer Subfonds des BZ Equity Fund, einem Investmentfonds nach Teil I des Luxemburger Gesetzes vom 17. Dezember 2010 über Organismen für gemeinsame Anlagen, der in Form einer Investment-Gesellschaft (société d'investissement à capital variable) gegründet wurde und von der IPConcept Fund Management S.A. verwaltet wird. Dieser Subfonds investiert sein Vermögen in Unternehmen, die in Gesundheitsbereichen wie Pharma, Biotechnologie, Ausstattung und Dienste, Medizinaltechnik, Spezialitäten-Pharmazeutika und Generika aktiv sind. Die Anlageentscheide basieren auf der fundamentalen Beurteilung von Unternehmen und nicht auf deren Marktkapitalisierung oder Sitz.

Die BZ Bank hat schon drei weitere Subfonds des BZ Equity Funds lanciert:

BZ Equity Fund – Senior
BZ Equity Fund – Infra
BZ Equity Fund – Agro