

ANLAGEKOMMENTAR

Juli 2017

Verheissungsvolle Biotech

Wir leben in einer Zeit rapiden technologischen Wandels. In den Naturwissenschaften sind Erkenntnisse gewonnen worden, die vor wenigen Jahren kaum vorstellbar waren. Speziell in der Biologie und angrenzenden Bereichen wurde u. a. dank der Fortschritte in der Gentechnik eine Tür aufgestossen, hinter der ein immens grosser Raum liegt: Aussagen von führenden Forschern, dass etwa Krebserkrankungen bald weitestgehend geheilt werden können, wird heute nicht mehr mit Skepsis, sondern mit freudiger Erwartung begegnet. Für uns als Anlagespezialisten, die auf die zahllosen Wirkstoffe mit unaussprechlichen Bezeichnungen im besten Fall mit Schulterzucken reagieren, stellt sich indes die Frage, wie sich die Situation für Anleger gestaltet, wenn es um Investitionsmöglichkeiten geht.

Zuallererst ist festzuhalten, dass die heutigen Pharmaproduzenten, d. h. die Roches und Novartis dieser Welt, ohne biotechnologische Entdeckungen nur noch einen begrenzten Teil ihres Umsatzes zu erzielen vermöchten. Das Beispiel der Übernahme von zwei Dritteln des Aktienkapitals von Genentech (1976 gegründet) durch die Schweizer F. Hoffmann-La Roche im Jahre 1990 für die damals sehr hohe Summe von USD 2,1 Mrd. sei hier genannt. Im Jahr 2009 übernahm Roche die verbleibenden Anteile an Genentech für den saftigen Betrag von knapp USD 47 Mrd., also etwa einem Drittel der damaligen Marktkapitalisierung von Roche. Angesichts dieses Betrags waren viele Stimmen zu vernehmen, welche den Erfolg der Transaktion in Zweifel zogen. Heute, über ein Vierteljahrhundert nach der Mehrheitsübernahme durch Roche, kann angesichts des Leistungsausweises der Genentech-Forscher rückblickend dem Roche-Füh-

rungsgremium nur applaudiert werden. Mehr als 65 % der von Roche angestrebten Pharmaverkäufe für 2017 stammen ursprünglich aus der Forschungsabteilung von Genentech, wobei die meistverkauften Medikamente allesamt auf Genentech zurückgeführt werden können.

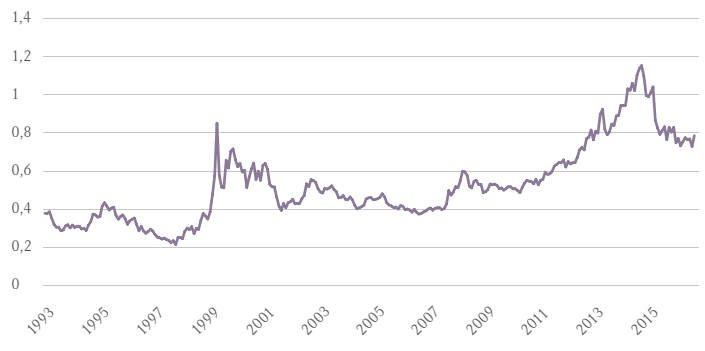
Blickt man zurück auf die späten 1990er Jahre, als nicht nur IT-, sondern auch Biotech-Aktien auf Bewertungsniveaus notierten, die rückblickend völlig überzogen erscheinen, hat sich der Sektor in den letzten gut 15 Jahren stark verändert. Nicht nur erzielten die Biotechunternehmen im Jahr 2016 gemäss einem Industriebericht des Beratungsunternehmens EY bei einem Umsatz von ca. USD 140 Mrd. einen Gewinn von knapp USD 8 Mrd., vielmehr sind auch die Bewertungsindikatoren von luftigen Höhen zurückgekommen. Als interessant erachten wir die Tatsache, dass auf Ebene erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis der Biotechsektor auf demselben Niveau wie die grossen Pharmaproduzenten notiert. Sicherlich spielen hier Wachstumssorgen grosser Biotechkonzerne wie Gilead (erwartetes KGV von 9x) hinein, doch ist ein Vergleich zur Dotcom-Blase nicht angebracht: Anfang 2000 lag das geschätzte KGV des US-Biotech-Sektors bei über 300x (US-Pharma bei ca. 30x), heute, d. h. Mitte 2017, liegt es bei 17x. Ähnliche Grössenordnungen im Vergleich 2000 zu 2017 finden sich bei anderen Bewertungskriterien wie Kurs-Buchverhältnis (15x vs. 6,4x) oder Kurs-Cashflow-Verhältnis (über 220x vs. 16x).

Sind die Aussichten für Biotech-Aktien langfristig schlecht? Schliesslich ist vielenorts zu lesen, dass «Biosimilars» analog zu den Generika bei einfacheren Wirkstoffen (z. B. Aspirin) zu starkem Preisdruck

nach dem Ablauf des Patentschutzes führen werden. Gleichzeitig – wobei bei diesem Argument die traditionellen Pharmakonzerne ebenso unter Druck geraten – wird der deutliche Anstieg bei den Gesundheitskosten mittels staatlicher Regulierung bekämpft. Dies könnte die Margen der Produzenten deutlich unter Druck setzen. Wir haben (wie viele andere Beobachter) Bedenken, wenn wir von neuartigen Therapien lesen, welche pro Jahr Hunderttausende von US-Dollars kosten. Gleichzeitig können wir die Argumente der Konzerne nachvollziehen, welche viele Milliarden in die Forschung stecken, dass nur ein kommerzieller Erfolg (mit den haarsträubenden Preisschildern für sogenannte Durchbruchmedikamente) langfristig die Finanzierung dieser enormen Forschungsanstrengungen sichern wird. In der Volkswirtschaftslehre wird übrigens die sehr niedrige Preiselastizität der Nachfrage nach pharmazeutischen Produkten häufig als Paradebeispiel gegeben: Die Nachfrage verändert sich praktisch nicht, auch wenn es zu starken Preiserhöhungen kommt. Die Zahlungsbereitschaft für ein Medikament, welches das Leben von Patienten signifikant verlängert bzw. die Beschwerden stark reduziert, ist nachvollziehbarerweise sehr hoch. Schliesslich machen verschreibungspflichtige Medikamente gemäss dem US-amerikanischen Center for Disease Control and Prevention (CDC) lediglich 10,1 % der nationalen Ausgaben für Gesundheit aus (Daten für 2015). Es besteht also deutliches Kostensenkungspotenzial im Gesundheitsbereich, ohne dass zwingend staatliche Preisbegrenzungen für verschreibungspflichtige Medikamente gesetzt werden müssen.

Betrachtet man die relative Performance des Biotechsektors, gemessen am Nasdaq Biotech Index vis-à-vis dem breiten US-amerikanischen S&P 500 Index, sind in den vergangenen 10 Jahren zwei Konsolidierungsphasen erkennbar (vgl. Grafik): Erstens diejenige von Anfang 2009 bis Anfang 2011 und zweitens die von Mitte 2015 bis Mitte 2017. Erstere ist auf die starke Performance des breiten Aktienmarkts nach dem Tief im März 2009 zurückzuführen, letztere einerseits auf eine «natürliche Korrektur» nach der sehr starken Outperformance zwischen 2011 und 2015 im Umfang von über 150 %, andererseits auf den US-Präsidentenwahlkampf.

Nasdaq Biotech Index vs. S&P 500 Index



Quelle: Bloomberg

Namentlich geht es hier um Äusserungen der damaligen Präsidentschaftskandidatin Clinton im Zusammenhang mit der Preiserhöhung im Umfang von 5'455 % (!) für ein 62 Jahre altes Medikament gegen Toxoplasmose, in welchen sie die hohen Medikamentenpreise kritisierte. Wir erachten diese Konsolidierungsphase als beendet und sehen nun wieder ein deutliches Kurssteigerungspotenzial. Denn nicht nur darf weiteres deutlich überdurchschnittliches Gewinnwachstum erwartet werden. Vielmehr rechnen wir auch mit regelmässigen Schlagzeilen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen durch die grossen Pharmaunternehmen, deren Produktpipeline dürftig ist. Um das Beispiel Roche nochmals zu erwähnen: Im Jahresbericht 2016 spricht das Pharmaunternehmen von 74 Produkten, welche sich in den unterschiedlichen Stadien der Entwicklung befinden.

Wir sind überzeugt, dass angesichts der Innovationsflut in den nächsten Jahren und Jahrzehnten weitere enorme Fortschritte in der Forschung erzielt werden, die auch kommerziell Früchte tragen werden. Nach einer zweijährigen Konsolidierung des Sektors erachten wir die Zeit für gekommen, in das Thema «Biotech» zu investieren, da dieses mittel- bis langfristig enormes Potenzial für Anleger verheisst.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE: Diese Publikation ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Markt- und Anlagekommentare von Maerki Baumann & Co. AG (nachstehend MBC) sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten. Somit stellt diese Publikation kein Angebot für den Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Entscheidung, einer Empfehlung von MBC zu folgen, trifft allein der jeweilige Anleger, der die Risiken der von ihm getroffenen Entscheide zur Vermögensdisposition vollumfänglich übernimmt, auch wenn den Entscheiden eine Empfehlung von MBC zugrunde liegt. Anlagen in Finanzprodukte sollten erst nach sorgfältiger Lektüre der diesbezüglich geltenden rechtlichen Vorschriften, einschliesslich etwaiger Verkaufsbeschränkungen und der genannten Risikofaktoren, getätigt werden. Dieses Dokument enthält Angaben und Informationen aus Quellen, welche MBC als zuverlässig erachtet. Obwohl MBC sorgfältig geprüft hat, dass die Informationen in diesem Dokument zu dem Zeitpunkt, in welchem die Informationen zusammengestellt wurden, korrekt sind, kann MBC weder explizit noch implizit eine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich Korrektheit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen und Ansichten geben. Allfällige in diesem Dokument vertretene Ansichten reflektieren ausschliesslich diejenigen von MBC zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, Änderungen bleiben vorbehalten. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden möglicherweise bereits vor deren Publikation von MBC bzw. von deren Organen oder Mitarbeitern verwendet. Darüber hinaus stehen oder standen Organe oder Mitarbeiter von MBC möglicherweise in einer Beziehung irgendwelcher Art zu den in diesem Dokument erwähnten Unternehmen. MBC übernimmt keinerlei Haftung für den Inhalt dieses Dokuments und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen. Die Anleger sollten sich bewusst sein, dass sich die zukünftige Performance von Investitionen nicht aus der vergangenen Kursentwicklung ableiten lässt und sich der Anlagewert vergrössern, aber auch vermindern kann. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Wechselkurschwankungen, was sich auf die Performance auswirken kann. MBC erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung. Vor dem Kauf eines jeden in dieser Publikation enthaltenen Finanzinstruments ist daher bezüglich Eignung von solchen Anlagen zwingend eine unabhängige Rechts- oder Steuerberatung einzuholen, da die steuerliche Behandlung stets von den persönlichen Verhältnissen abhängt und stetigen Änderungen unterworfen sein kann, zudem deckt diese Publikation eine Vielzahl von Ländern ab, weshalb es überwiegend wahrscheinlich ist, dass gewisse Produkte für den einzelnen Leser steuersuboptimal oder gar -schädlich sind. Zudem können sich die in dieser Publikation enthaltenen Angaben über die EU-Zinsbesteuerung sowie die Transparenz nach deutschem Steuerrecht stets verändern. MBC ist Inhaberin der Schweizerischen Bankbewilligung, die ihr durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) erteilt wurde. Gemäss dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen können im Konkursfall jeder Schweizer Bank einerseits sämtliche Depotwerte (Wertschriften, Edelmetalle etc.) ausgesondert werden und sind Einlagen, insbesondere Bankkontos bis zu CHF 100'000 durch die Einlagensicherung der Banken und Effektenhändler geschützt.

MAERKI BAUMANN & CO. AG

PRIVATBANK

REDAKTION
Daniel Egger, Chief Investment Officer

(Redaktionsschluss: 21. Juli 2017)

ZÜRICH
Dreikönigstrasse 6
CH-8002 Zürich
Telefon +41 44 286 25 25
info@maerki-baumann.ch
www.maerki-baumann.ch