

Im Schweizer Biotech-Segment ist viel Feingefühl

SCHWEIZ Erfolg und Misserfolg liegen nahe beieinander. Anleger sollten wegen der hohen Risiken keine Einzelengagements in Unternehmen eingehen, die



Eine Erfolgsgeschichte wie Actelion, die sechzehn Jahre nach ihrem Börsengang 18 Mrd. Fr. wert ist, lässt in der Schweiz auf sich warten.

AC Immune

Noch ist es Investoren nicht möglich, über die Börse in AC Immune zu investieren. Das könnte sich jedoch bald ändern. Das Unternehmen will sich dem Publikum öffnen, allerdings nicht in der Schweiz, sondern in den USA. Kotiert werden soll es an der Nasdaq. Gemäss Spekulationen soll das IPO (Initial Public Offering) rund 50 Mio. \$ einspielen. **Fokussiert ist AC Immune auf Alzheimer-Medikamente.** Die Gesellschaft hat gewichtige Partner, die auf ihre Expertise setzen. Zusammen mit Roche entwickelt sie in einer zulassungsrelevanten klinischen Studie das Präparat Crenezumab. Die Resultate der Studie liegen 2020 vor. Das Risiko dabei: Roche entwickelt selbst noch ein zweites Medikament gegen Alzheimer. Entscheidet sich der Konzern, seinem eigenen Produkt den Vorrang zu geben, hätte AC Immune das Nachsehen. Es liegt nahe, dass Roche dann mehr Zeit und Ressourcen in ihr eigenes Arzneimittel stecken würde. Die Aktien – sollten sie dann kotiert sein – werden ebenfalls eine riskante Wette sein. **Die Entwicklung von Alzheimer-Medikamenten ist hochriskant.** Wissenschaftler sind sich nicht sicher, was genau die Krankheit hervorruft. Daher sind die Erfolgsaussichten der Suche nach einem Wirkstoff überaus klein.

MICHAEL GRIESDORF

Ein Blick auf die Börsenkurse verrät: Mit Aktien von Schweizer Biotechgesellschaften konnte in den letzten Monaten nicht viel Geld verdient werden. Anleger, die beispielsweise Ende 2015 in Santhera investiert haben, erlitten einen Kursverfall von rund 40%. Das Unternehmen schockte jüngst mit einer Hiobsbotschaft (vgl. Textkasten rechts). Auch Anleger in Basilea mussten Kursrückschläge hinnehmen. Die Valoren sind im gleichen Zeitraum rund 30% abgesackt. Mit dem bereits zugelassenen Antibiotikum Zevtera kommt Basilea bislang auf keinen grünen Zweig. Besserung ist nicht in Sicht: «Der Schweizer Biotech-Sektor gibt derzeit ein gemischtes Bild ab» sagt Ivo Staijen von HBM Healthcare. Erfolgsgeschichten liegen derzeit in weiter Ferne.

Actelion immerhin ist eines der Aushängeschilder Europas im US-geprägten Biotech-Sektor (vgl. Textkasten nebenan). Die Aktien eignen sich von wenigen der Branche als Einzelinvestment. Anlageexperten warnen eindringlich davor, Einzelengagements in Gesellschaften ohne regelmässige Einnahmen einzugehen. Doch genau das ist die Krux. Die meisten kotierten Schweizer Gesellschaften sind erst an der Entwicklung eines oder maximal einer Handvoll Wirkstoffe. Sie erzielen keinen Umsatz und verbrennen bis auf weiteres Geld (vgl. Grafik 1).

Schwierig zu bewerten

Die Risiken sind hoch. Selbst in der letzten Phase der klinischen Entwicklung liegt die durchschnittliche Wahrscheinlichkeit eines Fehlschlags noch bei 44%, und selbst dann ist kein Erfolg garantiert (vgl. Grafik 2). Die Vermarktung eines Arzneimittels birgt nochmals diverse Hürden. Hinzu kommt, dass die Analystenabdeckung bei den kleinen Unternehmen oft gering ist. Einschätzungen sind also nur schwer zugänglich. Doch gerade sie wären in der komplexen Materie, die das Geschäft mit medizinischen Wirkstoffen mit sich bringt, dringend nötig.

Bob Pooler ist einer der wenigen Analysten, der Schweizer Biotech-Titel abdeckt. Im Auftrag von Unternehmen, denen wenig Aufmerksamkeit zuteilwird, erstellt er Studien. Ob ein Titel kaufenswert ist oder nicht, entscheidet er anhand von Discounted Cash Flow Modellen (DCF). Er zählt vereinfacht alle um die Zulassungserfolgswahrscheinlichkeit der Wirkstoffe adjustierten künftigen potenziellen Gewinne zusammen und errechnet daraus ein Kursziel.

«Beliebte Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis sind wegen des fehlenden Gewinns nicht möglich», sagt Pooler.

Auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis lässt sich nicht nutzen, da der Buchwert meist primär aus den Entwicklungsbargeldreserven besteht, die stetig abnehmen.

Doch selbst die ausgefeilteste Bewertungsmethode liefert keine sicheren Gewinne. Selbst wenn die Wahrscheinlichkeit einer Zulassung bereits bei 56% liegt. Bei einem Unternehmen mit nur einem Wirkstoff in der letzten klinischen Studie geht es letztlich immer noch um Alles oder Nichts. Gelingt die Zulassung,

locken zwar hohe Kursavancen. Scheitert das Vorhaben allerdings, droht dem Investor im Extremfall ein Totalverlust.

Binäre Risiken meiden

Profis meiden solche Situationen. «Wir schauen, dass wir bei unseren Fonds in Gesellschaften investieren, die bereits ein Medikament auf dem Markt haben», sagt Cyrill Zimmermann, Head Healthcare Fonds & Mandate vom Healthcare-Fonds-

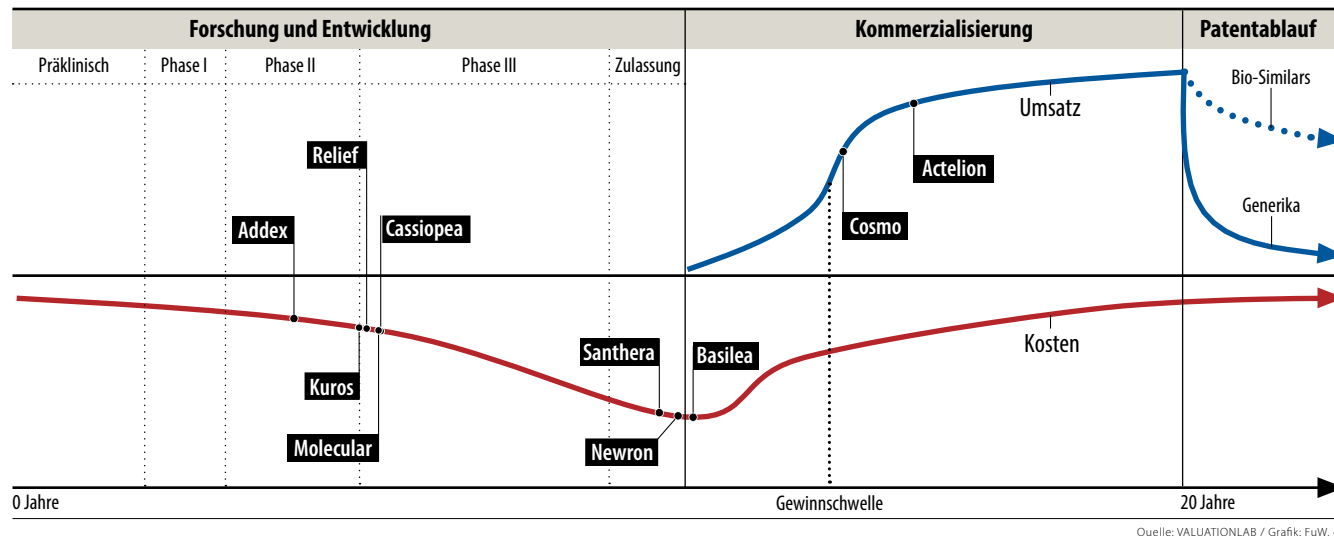
team von Bellevue Asset Management. «Wir haben die Erfahrung gemacht, dass es sich meist nicht lohnt, binäre Risiken zu nehmen», ergänzt Staijen von HBM.

Anleger ohne das nötige Fachwissen sollten sich also auf Unternehmen konzentrieren, die bereits Medikamente auf dem Markt haben oder in einen Fonds respektive eine Beteiligungsgesellschaft investieren. Als Einzelinvestments in Frage kommen Actelion, Basilea oder Cosmo. Eine Liste diverser Biotech-Fonds finden

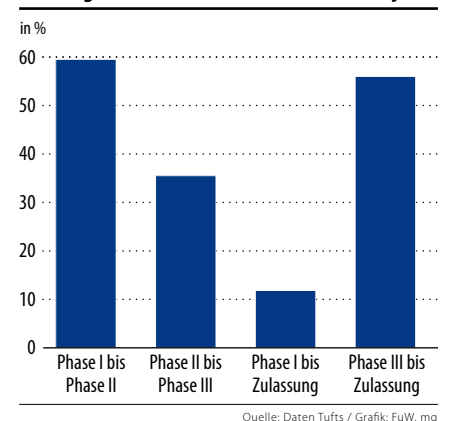
sich auf www.fuw.ch im Marktdatenfile unter Fonds. In der Schweiz auf Biotech spezialisierte Beteiligungsgesellschaften sind HBM Healthcare und BB Biotech.

Mit raschen Gewinnen ist aber nicht zu rechnen. Über dem Sektor hängt ein Damoklesschwert. Seitdem US-Präsidentenkandidatin Hillary Clinton den hohen Medikamentenpreisen in den USA den Kampf ansagte, meiden viele Investoren den Sektor. «Gegenwärtig fehlen die Treiber», sagt Staijen von HBM.

1 Die meisten Schweizer Biotech-Gesellschaften befinden sich in einem frühen Stadium



2 Erfolgswahrscheinlichkeiten Biotech-Projekte



Alle Finanzdaten zu den Unternehmen Online unter: marktdaten.fuw.ch

Selektion ist auch bei den grossen US-Biotechs das A und O

Zurzeit schneiden die Valoren der amerikanischen Big Four unterschiedlich ab. Zu den Risikokandidaten zählt Gilead (Börsenwert: 109 Mrd. \$). **Die Valoren des HIV- und Hepatitis-C-Spezialisten haben in den letzten zwölf Monaten über 30% verloren.** Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für 2016 ist mit 7 zwar günstig im Vergleich zu anderen Biotechs wie Amgen (15) oder Celgene (19), aber Anleger sollten vorsichtig sein: Gilead hat mit einem Klumpenrisiko zu kämpfen. Das Unternehmen erzielte 2015 mit seinen

1000-Dollar-Pillen Harvoni (14 Mrd. \$) und Solvadi (5,3 Mrd. \$) gegen Hepatitis C fast zwei Drittel seines Umsatzes (32 Mrd. \$). Doch die Preise müssen reduziert werden, fordern Gesundheitssysteme weltweit. Gilead erwarten für 2016 einen Umsatz- und Gewinnrückgang von 6 beziehungsweise 3%. Zudem wächst das günstigere Angebot von Konkurrenten wie etwa Merck & Co.

Unter den Big Four der US-Biotechs zählt auch Biogen (Börsenwert: 68 Mrd. \$) zu den Risikokandidaten. **Die Biogen-Aktie hatte**

Anfang Juni über 15% eingebüsst, nachdem Biogen die Zielpunkte einer Alzheimerstudie nicht erreicht hatte. Die Alzheimer-Forschung gilt als hoch riskant, schon Pharmaunternehmen wie Roche, Eli Lilly oder Pfizer sind gescheitert. Dieser Risikofaktor gilt auch für weitere neurologische Forschungsschwerpunkte des Unternehmens. Seit der Gewinnwarnung im Sommer 2015 herrschen Probleme: Beim Multiple-Sklerose-Portfolio geriet das Wachstum ins Stocken. Nun sucht Chef und Pionier George Scangos einen Nachfolger. Er räumt seinen Posten, damit Biogen unter neuer Führung wieder zu Wachstum findet.

Weit besser schneiden die US-Biotech-Grössen Amgen und Celgene ab. **Die kalifornische Amgen (Börsenwert: 132 Mrd. \$) ist mit Innovationen im Krebsbereich und ihrem Biosimilar-Geschäft gut aufgestellt, um die Umsatzerosionen ihrer langjährigen Kassenschlager Enbrel, Neupogen oder Neulesta gegen Autoimmunerkrankungen und Blutkrebs aufzufangen.** Besonders im Krebsbereich kann Amgen mit Neuheiten punkten. Als erster Anbieter hat das Unternehmen bereits einen bi-spezifischen Antikörper auf dem Markt. Dieser Ansatz gilt als nächste Generation der Krebsim-

muntherapie. Zudem verfügt Amgen neben Sandoz über die grösste Pipeline an biologischen Nachahmungsprodukten (Biosimilar) in der zulassungsrelevanten Phase der Forschung. Die Aktie liegt mit einem KGV 2016 von 15 leicht über Branchenschnitt (14) und bietet Einstiegsmöglichkeiten für Anleger.

Die fundamentale Ausgangslage sieht auch bei Konkurrent Celgene (Börsenwert: 90 Mrd. \$) robust aus. **Trotz zunehmender Konkurrenz im hoch umkämpften Krebsmarkt gelingt es dem Biotech der ersten Stunde, die Franchise seines grössten Umsatzpfeilers Revlimid (5,8 von 9,2 Mrd. \$ Umsatz 2015) auszubauen.** Dank Indikationserweiterung erwartet Celgene 2016 für Revlimid einen Umsatz von 6,7 Mrd. \$. Laut Analysten dürfte diese Marke gar bei 8 Mrd. \$ liegen. Auch in der jüngsten Disziplin der Krebsbekämpfung, in der Krebsimmuntherapie, ist Celgene über Kollaborationen mit namhaften Partnern gut aufgestellt. Im Bereich der individuellen Zelltherapie gegen Krebs (CAR-T) arbeiten die Kalifornier mit Juno Therapeutics zusammen, einem der Pioniere auf dem Gebiet. Die Aktie ist mit einem KGV 2016 von 19 teurer als die der Konkurrenz. Die hohen Wachstumsraten rechtfertigen jedoch die Prämie. **LV**

