

Die Zuversicht für den Biotech-Sektor wächst

INTERNATIONAL Die Angst vor staatlich regulierten Preisen in den USA ist gewichen. Dank des anhaltenden Innovationszyklus steigen Kurse und Bewertungen von Aktien westlicher Biotech-Unternehmen wieder. Der Trend ist nachhaltig.

MICHAEL GRIESDORF

Die Aktien von Biotech-Gesellschaften westlicher Länder kommen wieder in Schwung. Der Nasdaq Biotechnology Index (NBI) ist seit Anfang Jahr rund 13% gestiegen. Der XBI – ein ETF, der im Unterschied zum NBI alle Aktien gleich gewichtet und deswegen die Entwicklung kleinerer Titel besser spiegelt – hat gar 36% zugelegt (vgl. Chart). Die Entwicklung beweist, dass der Sektor die Delle von 2016, entstanden durch Sorgen um staatlich verordnete Medikamentenpreise in den USA, hinter sich gelassen hat.

Zu verdanken ist das neue Vertrauen primär der weniger heftigen Rhetorik des US-Präsidenten Donald Trump gegenüber der Branche. Zwar polterte Trump Mitte Oktober erneut, die Pharmaindustrie könne sich bei den Medikamentenpreisen alles erlauben («getting away with murder»). Seine letztlich aufgestellten Forderungen sprechen jedoch eine andere Sprache. Sie sind für Pharma und Biotech grösstenteils sogar vorteilhaft. Gleichzeitig lassen Vorstösse des neuen Chefs der US-Gesundheitsbehörde FDA, Scott Gottlieb, darauf hoffen, dass die Zulassungsprozesse für innovative Medikamente vereinfacht werden (vgl. Artikel unten).

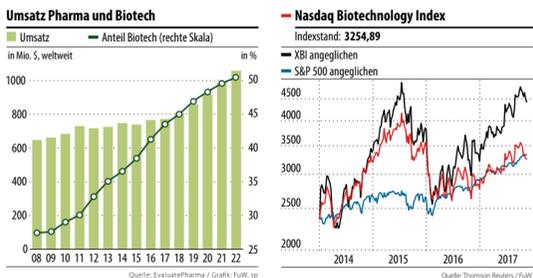
Zu beobachten ist das wachsende Interesse der Investoren auch an der Anzahl Börsengänge. Zwar bleiben die Rekordwerte von 2014 und 2015 unerreicht. Im Vergleich zum letzten Jahr zeigt 2017 jedoch einen klaren Trend nach oben. Die Bewertungen, die 2016 deutlich geschrumpft sind, steigen ebenfalls wieder (vgl. Artikel oben rechts). «Es ist wie ein

Deckel, den man von einem Dampfkochtopf löst», sagt Ivo Stajien, Portfoliomanager bei der Health-Care-Beteiligungsgesellschaft HBM Healthcare Investments. Dank der Innovationen könne der Druck aus dem Topf weichen, es landet wieder mehr Geld im Biotech-Segment.

Die Innovationskraft kommt nicht von ungefähr. Die Fortschritte in der Genetik machen es möglich. Viele Grosskonzerne haben sich zum Ziel gesetzt, so viele Krankheiten wie möglich zu eliminieren, statt sie einfach nur einzudämmen oder zu heilen. Das Ziel ist ambitionierter. Ob es gelingt, bleibt abzuwarten.

Klar ist jedoch, dass die Grosskonzerne bei diesem Vorhaben auf das Know-how der kleineren, dafür agileren Biotech-Unternehmen angewiesen sind. Gemäss dem Datenanbieter EvaluatePharma wird sich das Marktwachstum für patentgeschützte rezeptpflichtige Wirkstoffe in den nächsten sechs Jahren um 3,9 Prozentpunkte auf 5,5% pro Jahr beschleunigen. Biotech-Gesellschaften werden zeitgleich ein immer grösseres Stück vom Kuchen abschneiden können (vgl. Grafik).

Das bringt die Pharmamultis unter Druck. Auch wenn sie derzeit wegen anstehender politischer Entscheide Übernahmen auszuschieben (vgl. Artikel unten rechts). Akquisitionen werden auch in den kommenden Jahren ein Thema und damit ein Kurstreiber bei den kleinen und mittleren Biotech-Gesellschaften bleiben. Anhaltende Innovationskraft, steigendes Investoreninteresse und Potenzial für Übernahmeprämien lassen erwarten, dass sich der Biotech-Sektor auf mittelfristige Sicht besser als der Gesamtmarkt entwickelt.



Behörden sind offen für Neues

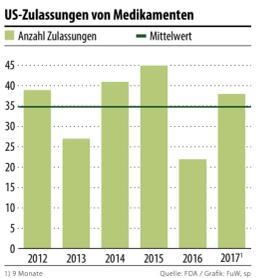
Die USA sind für innovative Biotech-Unternehmen nach wie vor ein Eldorado.

Biotech- und Pharmainvestoren können aufatmen. Die kämpferische Rhetorik von US-Präsident Donald Trump gegen zu hohe Medikamentenpreise in Amerika weicht geradezu einem Wohlwollen gegenüber der Branche. Vorhaben wie staatlich verordnete Preissenkungen – ein Worst-Case-Szenario für die Industrie – scheinen für Trump vom Tisch zu sein.

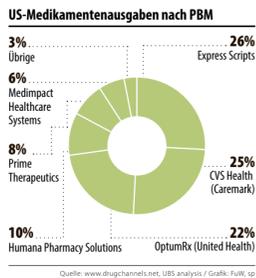
In den USA kosten Medikamente rund doppelt so viel wie in Europa. Schuld ist nach Ansicht von Kritikern das von marktwirtschaftlichen Mechanismen geprägte und gleichzeitig gesetzlich äusserst verworrene Vergütungs- und Leistungssystem. In Europa werden die Preise dagegen von den Staaten diktiert. Länder wie Grossbritannien unterbinden den Herstellern den Marktzugang für einzelne Medikamente, wenn nach ihrer Einschätzung das Verhältnis von Preis und Nutzen nicht stimmt.

Status quo scheint gewahrt

Nun scheint Trump jedoch den Status quo in den USA wahren zu wollen. Zwar hat er Mitte Oktober wiederholt, dass er die hohen Medikamentenpreise nach unten bringen möchte. Die von ihm dafür bislang offiziell vorgelegten Vorschläge nützen jedoch der Pharmaindustrie. Gleichzeitig hat er diverse eng mit der Pharmabranche verbundene Personen, wie den neuen FDA-Chef Scott Gottlieb, in wich-



tige Ämter berufen. Vor seiner Zeit bei der US-Gesundheitsbehörde agierte Gottlieb als Berater diverser Arzneimittelhersteller. Zu seinen Kunden zählten Unternehmen wie GlaxoSmithKline, Bristol-Myers Squibb oder Vertex Pharmaceuticals. Es scheint, als sei Gottlieb bestrebt, innovative Medikamente so rasch wie möglich auf den Markt zu bringen. Vor rund zwei Monaten hat er effizientere Zulassungsprozesse bei regenerativen Medikamenten gefordert, die den Krankheitsverlauf signifikant verbessern und im besten Fall sogar zur Heilung führen. Mit einem Rückgang der Anzahl Zulassungen – der Fünfjahresdurchschnitt beträgt 35 (vgl. Grafik) – wegen regulatorischer Hürden ist damit nicht zu rechnen.



dürfte das die Pharma- und die Biotechbranche jedoch nur am Rand tangieren. Sie zielen ohnehin auf die Lancierung patentgeschützter Wirkstoffe.

Seines Glückes Schmied

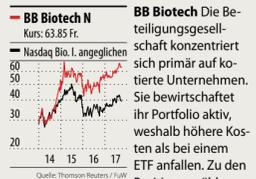
Dennoch glauben die CEO von Konzernen wie Amgen, Novartis oder Johnson & Johnson, dass der Preisdruck zunehmen wird. Allerdings ist er mehr marktwirtschaftlichen Verschiebungen geschuldet als schockartigen Änderungen der Regulierung. Damit können innovative Wirkstoffhersteller weit besser umgehen. «Pharma- und Biotech-Titel entwickeln sich wieder stärker entlang ihrer eigenen Leistung und weniger nach politischen Machenschaften», sagt Michael Sjöström, Chief Investment Officer beim Health-Care-Fonds-Anbieter Sectoral.

Ein Thema, auf das es sich zu achten lohnt, sind die durch Zusammenschlüsse erstarkten Pharmacy-Benefit-Manager (PBM). Diese Institutionen verhandeln in den USA im Auftrag der Versicherungen über die Rückvergütungen. Die beiden grössten Unternehmen – Express Scripts und CVS – sind Intermediär für je rund 25% aller Medikamentenkosten (vgl. Grafik). Wo immer möglich versuchen sie ihre Position zu nutzen. Gängige Strategie bei Preisüberreibungen ist beispielsweise die Implementierung formeller Hürden für die verschreibenden Ärzte.

Die Investitionsmöglichkeiten



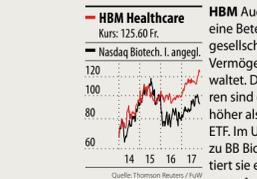
performance der Schwergewichte beeinflusst. Top-Konzerne wie Amgen, Celgene, Biogen, Gilead und Regeneron machen 40% des Gewichts aus. Weil die Aktien dieser grossen Anbieter weniger volatil sind als die Titel der Kleinen, sind die Risiken geringer, aber auch die Chancen.



sowohl Grosskonzerne wie Celgene als auch kleinere Unternehmen wie AveXis. Das Ziel ist, den NBI zu schlagen. 2017 ist das bislang aber nicht gelungen. Dennoch handeln die Titel knapp über dem Wert des Portfolios. Anleger sollten deshalb auf Kurse unter dem inneren Wert warten.



primär von der Performance der Schwergewichte beeinflusst. Top-Konzerne wie Amgen, Celgene, Biogen, Gilead und Regeneron machen 40% des Gewichts aus. Weil die Aktien dieser grossen Anbieter weniger volatil sind als die Titel der Kleinen, sind die Risiken geringer, aber auch die Chancen.



Vermögens in private, noch nicht an der Börse gehandelte Unternehmen. Zu den kortierten Valoren gehören unter anderem Vectura und Pacira. Im Vergleich zum NBI resultierte in diesem Jahr bislang eine Überperformance. Zum inneren Wert besteht aktuell ein Kursabschlag von 20%.

Pharmakonzerne zögern mit Übernahmen

Das Interesse ist zwar da, doch Käufer warten auf günstigere Gelegenheiten und anstehende politische Entscheide.

Rund 66,4 Mrd. \$ haben die Arzneimittelhersteller in den ersten drei Quartalen des Jahres für Übernahmen und Fusionen (M&A) ausgegeben. Das mutet nach einer hohen Summe an. Im historischen Vergleich ist es aber eher wenig. Im Vergleich mit dem letzten Jahr betrug das Total aller Akquisitionen 104 Mrd. \$. 2015 waren es 189 Mrd. \$. Hinzu kommt, dass die Übernahme von Actelion durch Johnson & Johnson Anfang 2017 allein für ein Volumen von 30 Mrd. \$ verantwortlich war. Ohne eine weitere solche Grosstransaktion wird der Vorjahreswert nicht erreicht werden. Nicht nur der Wert der Akquisitionen liegt unter dem Niveau des Vorjahres, sondern auch die Anzahl Transaktionen (vgl. Grafik).

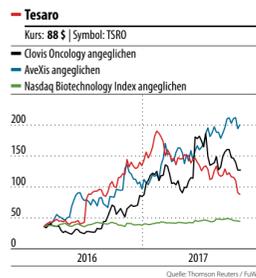
Die Realität steht im Gegensatz zu den Absichtsbekundungen der grossen Konzerne. Praktisch alle Top-Unternehmen haben ihren Aktionären mehr Akquisitionen in Aussicht gestellt. Das Versprechen gehalten haben bislang allerdings nur wenige. Gilead (Kauf von Kite Pharma für 11,9 Mrd. \$), Novartis (AAA für 3,9 Mrd. \$) oder Johnson & Johnson (Actelion für 30 Mrd. \$) sind Ausnahmen. Diverse weitere Gesellschaften mit klaren Kaufabsichten warten noch immer zu.

Sie sitzt Amgen beispielsweise auf fast 40 Mrd. \$ liquiden Mitteln, mit denen sie etwas anfangen muss. Einem Deal blieb der Biotech-Koloss bislang dennoch fern. Sanofi kämpft mit Wachstumsprob-

lemen infolge des Ablaufs des Patents ihres Blockbuster-Medikaments Lantus. Nach den erfolgreichen Avancen im vergangenen Jahr, Medivation respektive Actelion zu übernehmen, ist es um den französischen Konzern ruhig geworden. Und Pfizer, deren Strategie seit jeher auf Wachstum durch Übernahmen abzielt? Auch die Amerikaner üben sich derzeit in Zurückhaltung.

Längst identifizierte Ziele

Angesichts der Versprechen dieser Konzerne stellt sich die Frage, weshalb die Kaufabsichten bislang doch nur Geklüppelt geblieben sind. Die Analysten der Investmentbank Jefferies haben eine



Biotechs wagen wieder Börsengänge

Investoren sind zeichnungsfreudig.

Der US-Biotech-Riese Amgen sitzt auf rund 40 Mrd. \$ liquiden Mitteln. Sorgen um die Finanzierung neuer Wirkstoffprojekte muss sich der Pionier der Branche somit keine machen. Er erzielt dank diverser zugelassener Medikamente längst Umsatz und Gewinn in Milliardenhöhe. Finanzchefs von kleineren, bislang nur auf die Entwicklung einer geringen Zahl von Präparaten fokussierten Unternehmen müssen das Augenmerk dagegen ständig auf dem täglich sinkenden Bargeldbestand haben. «Geld ist das Lebenselixier für diese Gesellschaften», sagt Ivo Stajien von der Beteiligungsgesellschaft HBM. Gehen die Mittel aus, droht Stillstand, was bei fixen Patentlaufzeiten den Wert der in der Entwicklung befindlichen Wirkstoffe drastisch schmälert.

Früher oder später kommen die kleinen, innovativen, aber von Geldsorgen geplagten Unternehmen an einen Punkt, an dem Kapitalerhöhungen nicht mehr allein durch private Risikokapitalgeber gedeckt werden können. Gleichzeitig suchen viele private Risikokapitalgeber irgendwann einmal auch den Teilsstieg. In so einem Fall bietet sich der Gang an die Börse an (Initial Public Offering, IPO).

Um den Puls der Branche und das Interesse der Investoren für Biotech zu messen, lohnt es sich, einen Blick auf die IPO-Aktivität des Sektors zu werfen. 41 Unternehmen haben gemäss den Daten des Datendienstleisters Bloomberg in diesem Jahr an den westlichen Aktienmärkten bislang ihr Glück gesucht (vgl. Grafik). Total haben sie frische Mittel von 2,2 Mrd. \$ einnehmen können. Das ist zwar nicht so viel wie in den Rekordjahren 2014 und 2015. Im Vergleich zu 2016 scheint das In-



teresse der Publikumsinvestoren bzw. ihre Bereitschaft zur Kapitalvergabe dennoch wieder deutlich anzuziehen.

Das gleiche Bild zeigt sich im durchschnittlich eingenommenen Kapital. Im Mittel haben die Unternehmen in diesem Jahr bislang 54 Mio. \$ aus IPO erhalten. Das entspricht einem Rückgang gegenüber 2015 und 2014. Im Vergleich zu 2016 zieht das Niveau jedoch wieder kräftig an. Der Anstieg ist Ausdruck einer sich erholenden Bewertung der Branche. Aktuell beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis 19 (basierend auf dem Gewinn in den nächsten zwölf Monaten, vgl. Grafik). Das entspricht einem Plus von 4 Punkten gegenüber 2016. Von den Bewertungen, wie sie 2014 zu sehen waren (26), ist der Sektor jedoch noch weit entfernt.

Zum Aufschwung an der Börse beigetragen hat vor allem der Hunger nach Aktien kleiner und mittelgrosser Gesellschaften, wie Puma Biotechnology (Marktkapitalisierung 3,8 Mrd. \$), Juno Therapeutics (6,4 Mrd. \$) und Bluebird (7,2 Mrd. \$). Die grossen Aushängeschilder der Branche Celgene (79 Mrd. \$), Gilead (93,8 Mrd. \$) oder Amgen (122,9 Mrd. \$) plagen derzeit allesamt unternehmensspezifische Probleme wie Ablauf von Patenten und generell abnehmendes Umsatzwachstum. «Dabei wären sie es, die die Lust der breiten Investorenmasse mit guten Neuigkeiten aus der Pipeline beflügeln könnten», sagt Stajien. Der Kapitalabfluss von den wenig spezialisierten Investoren ist zwar zu Ende. Allerdings halten sich Zu- und Abgänge derzeit knapp die Waage. Für den Sektor bzw. seine Bewertung besteht laut Stajien also noch Raum nach oben.



Hemmschuh Steuerreform

Die US-Unternehmen warten ab, ob, wie und wann sie ihr im Ausland gelagertes Geld steuerungsmässig repatriieren und im Inland – ein Grossteil der zum Kauf stehenden Unternehmen befindet sich in Amerika – verwenden können. «Wir benötigen Klarheit über die Steuerreform, um den Wert für unsere Akquisitionen besser berechnen zu können», sagte Pfizer-CEO Ian Read im Rahmen der Halbjahresergebnisse. Bis zur Reform warte man deshalb ab.

Reads Aussagen lassen keine unmittelbare Flut von Übernahmen erwarten. Sie stimmen aber eher optimistisch als pessimistisch. «Lichtet sich der Nebel zum Vorteil der Konzerne, führt das mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer höheren Übernahmeaktivität», sagt Ivo Stajien von der Beteiligungsgesellschaft HBM. Übernahmen werden damit über kurz oder lang wieder ein Treiber für Biotech-Aktien.

