

## Case: GlaxoSmithKline



### Blockbuster-strategien har spillet fallit...

At dømmen ud fra den nuværende prisfastsættelse har aktiemarkedet tydeligvis mistet tilliden til medicinalindustrien (sektorkategori lægemiddelproducenter). Siden begyndelsen af det 21. århundrede, hvor sektoren blev handlet betydeligt over fair value i forventning om vedvarende høje vækstrater, er prisfastsættelsen faldet støt således, at man nu kan erhverve hele sektoren til en rabat på knap 50% - se grafen nedenfor. Årsagen til denne re-rating er, at industrien trods gigantiske investeringer i forskning og udvikling endnu ikke har formået at overbevise aktiemarkedet om, at branchen kan producere tilstrækkeligt mange nye blockbusters (medikamenter, der sælger for mere end USD 1 mia. årligt), der vil kunne udfylde tomrummet, når en række større patenter udløber i løbet af de næste par år. Sat på spidsen betyder blockbuster-strategien satsning på få produkter, der skal nå blockbuster status - at man cirka hvert tiende år skal udvikle en ny »vidunder-medicin«, ellers forsvinder hele forretningsgrundlaget. Denne strategi har tilsyneladende spillet fallit i de store medicinalvirksomheder. Samtidig er konkurrencen intensiveret fra de generiske producenter, der har taget en stadig større bid af kagen i takt med, at de offentlige budgetter er under pres i den vestlige verden, og de samlede udgifter til sundhed derfor skal holdes i ave eller reduceres. Dette har øget anvendelse og udskrivning af generiske produkter, der kun koster en brøkdel af de originale produkters pris.

### ...men der er også muligheder

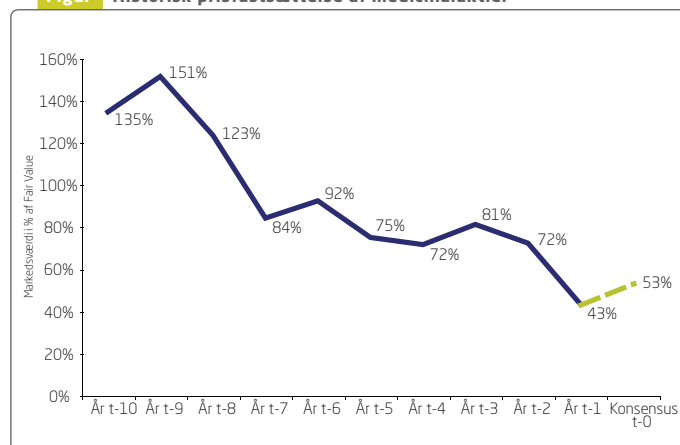
Ingen tvivl om at medicinalindustrien står overfor nogle store udfordringer fremover, og at den må sluge den bitre pille og tilpasse forretningsmodellen til de nye markedsvilkår. Men løbet er ikke kørt for sektoren, og der er en række forhold der giver grund til at tro på en lys fremtid, hvor der stadig vil være fornuftige indtjeningsmuligheder. For det første er der et stort finansielt råderum i branchen og derfor midler til at foretage de nødvendige ændringer. Selvom væksten måske ikke er så høj længere så genererer branchen immervæk stadig et voldsomt cash flow, og da gældsætningen tilmed er lav, er der basis for opkøb af biotech-virksomheder og/eller konsolidering af sektoren for derigennem at opnå en bredere produktpipeline. Nedbrydning af de bureaukratiske strukturer, der blev opbygget, dengang væksten var

høj og rigelig, rummer også betydelige omkostningsbesparelser. Og endnu vigtigere, så er der et stort potentiale gemt, såfremt det lykkes at effektivisere og målrette forskning og udvikling og dermed få en bedre udnyttelse af de enorme summer, der spenderes. Gennemsnitlig investerer de store medicinalvirksomheder årligt det der svarer til 17% af omsætningen! I bestræbelserne på at reducere risikoen på forskning og udvikling har flere medicinalvirksomheder i større grad valgt at indgå samarbejde med konkurrenter om udvikling af nye medikamenter og derved deler omkostninger og risikoen på de enkelte projekter. Desuden bevæger de forskningstunge medicinalvirksomheder sig nu også aktivt ind på det generiske marked ved opkøb og alliancer. Den aldrende befolkning i den vestlige verden stiller store krav til sundhedsvæsenet, der er på evig jagt efter besparelser, men det rummer også muligheder for dem, der kan udvikle behandlinger til forebyggelse og mere skræddersyede behandlinger for den enkelte patient, idet det vil kunne aflaste det hårdt prøvede hospitalsvæsen. Der er også store muligheder i de hastigt voksende udviklingslande, hvor øget velstand og befolkningstilvækst gør det attraktivt at få fodfæste. Her består udfordringen i at tilbyde behandlinger, som borgerne har råd til. Købekraften er stadigvæk væsentlig lavere end i den vestlige verden, og dernæst betaler det offentlige kun en mindre andel af udgifter til medicin.

### Medicinalaktier har aldrig været billigere

Medicinalaktierne er p.t. historisk billige og kan i gennemsnit erhverves med en »margin of safety« på næsten 50% af Fair Value. Ingen tvivl om at investering i medicinalaktier i øjeblikket er et »contrarian bet« - d.v.s. går mod den generelle markedsconsensus - men det vurderes, at den nuværende prisfastsættelse giver et yderst attrak-

Figur Historisk prisfastsættelse af medicinalaktier



Kilde: ValueInvest AM, beregninger baseret på regnskabstal og konsensusforventninger.

tivt afkastpotentiale i forhold til risikoen. Imidlertid er det afgørende at sprede investeringen på flere navne for derigennem at mindske den selskabsspecifikke risiko på forsknings- og udviklingsporteføljen. Alle porteføljerne i ValueInvest har opbygget en relativ høj vægtning inden for medicinalektoren (se desuden porteføljeallokeringer), men er fordelt ud på en række billige kvalitetsselskaber som f.eks. britiske GlaxoSmithKline, der har en høj vægtning i de globale porteføljer. GlaxoSmithKline er et godt eksempel på et medicinalsselskab, der proaktivt er i gang med at tilpasse sig de ændrede markedsvilkår, og dermed har reduceret den forretningsmæssige risiko.

### En stærk global medicinalvirksomhed...

GlaxoSmithKline, er en af de førende globale medicinal virksomheder med en omsætning på GBP 24.352 millioner i 2008. Receptpligtig medicin, der spænder over behandlingsområder som Respiratory (udgør 24% af den samlede omsætning), Anti-virals, Central Nervous System, Cardiovascular, Metabolic, vacciner mv. udgør ca. 86% af den samlede omsætning. Consumer Healthcare, der er et satsningsområde, består af OTC medicin (bla. Panadol og Nicorette), tand og mundpleje (Sensodyne tandpasta) samt ernæringsprodukter (Ribena) og udgør de resterende 14%. USA er stadig et stort marked og udgør 40% af den samlede omsætning i 2008, men er faldet over de seneste år. Europa udgør 34% af det samlede salg. GlaxoSmithKline nyder godt af en meget stærk markedsposition inden for vacciner, hvor GlaxoSmithKline har ca. 1/4 af det globale marked. Vacciner og Consumer Health Care giver en god stabilitet og mindsker risikoen og afhængigheden af den receptpligtige medicin. Over de seneste 4 år er omsætningen for vaccine og Consumer Healthcare årligt steget med henholdsvis 20,8% og 8,3%.

### ...under forandring

Der blæser nye vinde på gangene i GlaxoSmithKline og CEO Andrew Witty, der tiltrådte i maj 2008, har iværksat en større omstrukturering og indledt et åbent opgør med bureaukratiet. Fornyelsen eller transformationen har til formål at skabe en større grad af stabilitet og er et opgør med blockbuster-kulturen. Målet er at opnå en øget stabilitet og reducere risikoen fra patentudløb ved at satse mere bredt på flere produkter. Forskning og udvikling opdeles i mindre og mere dynamiske teams med en stram opfølgning og en mere disciplineret allokering af midler til de enkelte projekter. Og der er store penge på spil. Opgjort på dagsbasis investerer GlaxoSmithKline knap GBP 10 millioner i forskning og udvikling. Desuden skal forskningen også i større udstrækning ske igennem etablering af samarbejde med eksterne organisationer for at komplementere in house kernekompetencer. Derudover styrkes porteføljen af produkter ved mindre og mellemstore »bolt-on« akquisitioner. Der er også etableret en tættere dialog med de større kunder, offentlige myndigheder, sundhedsorganisationer og forsikringselskaber m.fl. om hvilke behandlingsformer, der prioriteres højest, og hvad de vil være villige til at betale for disse. Med omkring 30 produkter i »late stage« er selskabet særdeles godt rustet til fremtiden, også selvom Advair (astma inhalator) mister patentbeskyttelse i USA i 2010. Salget i udviklingslandene ekspanderes kraftigt for derigennem at mindske afhængighed af markedet for receptplig-

tig medicin på de mere modne vestlige markeder. Kilder vurderer, at udviklingslandene i løbet af de næste 10 år vil kunne udgøre tæt ved 1/3 af det globale medicinal-marked og have en endnu større andel af væksten. Udviklingslandene udgør allerede i dag en væsentlig del af den samlede omsætning for GlaxoSmithKline - for de første 9 måneder af 2009 14% mod 12% for samme periode sidste år. GlaxoSmithKline arbejder med en differentieret prissætning i udviklingslandene for at imødekomme den lavere købekraft, og det kan konstateres, at der er en høj priselasticitet - d.v.s. lavere pris giver øget volumen. På Filippinerne reducerede GlaxoSmithKline f.eks. prisen på Cervarix (vaccine mod human papillomavirus, der kan medføre kræft i livmoderhalsen) med 60%, og resultat var imponerende. Efter 8 måneder var volumen blevet 14-doblet. Forenkling og optimering af hele organisationen begynder også at vise resultater på omkostningssiden, og ved udgangen af 2011 forventes det, at den samlede omkostningsbyrde er blevet GBP 1.7 mia. lettere.

### gode ventepenge

GlaxoSmithKline har en god diversifikation i indtjeningen, en stærk produktportefølje med mange nye lanceringer, en stærk balance - nettogælden kan tilbagebetales med 1,6 års indtjening, alt i alt en bundsolid virksomhed, og alligevel handles aktien til blot 49% af Fair Value baseret på nulvækst i indtjeningen. Det giver et afkastpotentiale på 106% op til Fair Value. Derudover får man, indtil aktiemarkedet vælger at prisfastsætte GlaxoSmithKline mere i tråd med Fair Value, »ventepenge« i form af et direkte afkast (udbytte i forhold til aktiekurs) på 4,8%. Det er mere end man kan opnå ved investering i en ti-årig statsobligation (måske lige bortset fra græske statsobligationer!).

### Klaus Petersen, CFA

Porteføljemanager  
ValueInvest Asset Management S.A.



### Nr. 1 eller 2 i 80 lande

Det amerikanske selskab Kimberly-Clark er i sektorkategorien husholdningsprodukter, og er således at finde i samme sektor som mere kendte selskaber som eksempelvis Procter & Gamble, Colgate-Palmolive, Reckitt Benckiser og Henkel. Produktmæssigt er Kimberly-Clark mest kendt for Kleenex servietter, Huggies bleer, Scott køkkenrulle, toiletpapir og lignende produkter. Desuden sælger selskabet produkter rettet mod hospitalsindustrien i form af ansigtsmasker, operationskitler samt andet éngangsudstyr til denne industri. Geografisk genererer Kimberly-Clark 52%, 30% og 18% af dets omsætning fra hhv. Nordamerika, Asien/Latin Amerika samt Europa. Produkt- og markeds-mæssigt er Kimberly-Clark enten nummer 1 eller 2 i 80 lande. >>

## » Overset »underdog«

Foreningen købte første gang Kimberly-Clark til porteføljen i niveauet USD 58 tilbage i juli 2009. Beslutningen om at investere i Kimberly-Clark er baseret på flere positive faktorer. For det første er selskabet risikomæssigt klassificeret som et A-selskab, (laveste risikokategori-  
sering), hvorfor selskabet tilføjede porteføljen indtjeningsstabilitet. For det andet er det positivt, at selskabet har relativ stor eksponering mod vækstmarkeder som Asien og Latin Amerika i forhold til flere af konkurrenterne. For det tredje er der desuden et element af restrukturering og marginforbedring i Kimberly-Clark casen, som har ligget på en overskudsgrad i niveauet 13-14% gennem de seneste tre år mod tidligere tiders langt højere niveauer omkring de 20%. For det fjerde har Kimberly-Clark i årene 2005 til 2007 investeret kraftigt i marketing af dets produkter, hvor resultaterne først med tiden viser sig på »bundlinjen«. Slutteligt viser Foreningens aktiemarkedsscreeninger tillige, at Kimberly-Clark er den billigste af de tre amerikanske selskaber (Colgate-Palmolive og Procter & Gamble) og dermed vel sagtens er en lidt overset»underdog« i forhold til de to andre.

### Positive salgstoner

Efter Foreningen købte Kimberly-Clark, har selskabet offentliggjort 3. kvartalsrapport for 2009, og denne rapportering bekræftede Foreningens tro på selskabet. Samtidig blev de forudsætninger, som Foreningen havde lagt ind i værdiansættelsen, mere end opfyldt. Faktisk var regnskabet så godt, at der var grund til at hæve forventningerne til vækst i driftsresultat for 2009 som helhed, hvilket betød, at Foreningen hævede forventningerne fra 0-vækst til et + på 10% for hele 2009. Årsagen hertil var en fremgang i 3. kvartals driftsindtjening på 39% bl.a. hjulpet af et løft i overskudsgraden til 17,7% mod 12,2% i det tilsvarende kvartal sidste år. En del af dette løft skal dog tilskrives valutaeffekt, som på den lange bane er uden for selskabets indflydelse. Fremgangen skyldes imidlertid også, at Kimberly-Clark så småt er begyndt at se den organiske salgsvækst vende tilbage til nogle mere normale niveauer efter nogle meget hårde kvartaler, om end der fortsat er et stykke til vej til niveauerne for bare et år siden. Disse mere positive salgstoner kombineret med effekt fra omkostningsbesparelser påvirkede indtjeningen i den rigtige retning. Kimberly-Clark har dog stadigvæk udfordringer i Europa, hvor salget af Kleenex servietter, Scott køkkenruller etc. går lidt trægt, da forbrugeren fortsat er spændt hårdt for og oftere end før vælger den billige private label løsning (produkter nederst på hylderne i supermarkederne). Samlet for årets første 9 måneder har Kimberly-Clark dog formået at hæve overskudsgraden til 14,9% mod 13,0% i tilsvarende periode sidste år. Selskabet arbejder dermed støt og roligt hen imod tidligere tiders højere overskudsgrader og haler dermed også ind på konkurrenterne. Selskabets kategorisering som et A-selskab bliver således understreget af, at selv i vanskelige økonomiske tider er det muligt at forbedre driftsresultatet.

### Konservative antagelser

Aktuelt handles Kimberly-Clark til 56% af Fair Value ved en kurs på USD 63 med en vækstfaktor på 10% (i forhold til 2008 regnskabstalene). Det svarer stort set til et langsigtet kursmæssigt fordoblings-

potentiale. Vækstfaktoren på 10% har naturligvis betydning for værdiansættelsen af selskabet, da en højere vækstfaktor gør selskabet billigere på i forhold til den aktuelle markedspris. Vækstfaktoren i Kimberly-Clarks tilfælde tager udgangspunkt i selskabets 2009 forventning til indtjening pr. aktie (EPS). Denne EPS-forventning »konverterer« Foreningen til en forventet driftsindtjening for Kimberly-Clark, som er det resultatmål, Foreningen benytter i sin værdiansættelse. Rent faktisk giver Kimberly-Clarks EPS-forventning en vækstfaktor på hele 13%, hvilket dog er reduceret til de nævnte 10% for at tage højde for de usikkerheder, som altid vil være til stede ved at regne



baglæns fra »bundlinjen« til driftsindtjening. Det er som bekendt skønnere at blive positivt end negativt overrasket, hvorfor Foreningen ofte er konservativ i sine antagelser ledende frem til værdiansættelsen. En illustration på dette er blandt andet, at det generelle aktiemarkeds forventninger til Kimberly-Clarks driftsindtjening i 2009 lyder på en vækst på 14% imod Foreningens førnævnte 10%. Den forsigtige stil understreges yderligere af, at Foreningen rent værdiansættelsesmæssigt ingen vækst (dvs. nulvækst) forventer i driftsindtjeningen efter udgangen af regnskabsåret 2009. Da vi aktuelt skriver starten af 2010 og således »kun« har en usikkerhed på årets sidste kvartal i 2009, er det relativt begrænset, hvor meget usikkerhed der kan være mht. indtjeningsvæksten, og i særdeleshed når Kimberly-Clark er et såkaldt A-selskab, dvs. tilhørende den mest indtjeningsstabile risikokategori.

### Risiko for overraskelser minimeret

Med hensyn til inddragelse af fremtidig vækst i indtjeningen adskiller Foreningens investeringsproces sig væsentligt fra mange andre værdiansættelsesmodeller, der er mere villige til at gå længere ud i fremtiden for at finde inspiration til vækst i driftsresultatet. Foreningens investeringsproces tillader maksimalt at gå 2 år ud i fremtiden, med mindre der måtte være negative elementer, der truer længere ude. I sådanne tilfælde inddrages de negative elementer naturligvis. Som det fremgår af koncernregnskaberne under de enkelte afdelingers rapportering, udgør A-selskaberne (de mest indtjeningsstabile) den største enkeltgruppe af de forskellige risikokategorier. Med en stor del af investeringerne lagt i virksomheder som Kimberly-Clark er risikoen for overraskelser i indtjeningen dermed minimeret, og med en dividende i Kimberly-Clark på 3,7% får man tillige et afkast af sin aktieinvestering, mens man venter på kursstigninger. Som beskrevet i en artikel i tidligere udgave af dette blad, er netop dividende en væsentlig del af det samlede afkast ved aktieinvesteringer.

### Claus Juul

Porteføljemanager  
ValueInvest Asset Management S.A.