



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

## ROCHE - EN ANDEL I FREMTIDENS LÆGEMIDLER

Det schweiziske medicinalsselskab Roche er en gammel kending i de globale porteføljer. De første aktier blev købt tilbage i juni 2001, og aktien har siden da været en fast bestanddel i Foreningens globale porteføljer.

Med en markedsførende position inden for biotek (kræftmedicin) og diagnostik er Roche i en unik position til at udvikle fremtidens biologiske lægemidler, skræddersyet til den enkeltes unikke profil, og derigennem gøre behandlingerne mere sikre og effektive. Roches viden og ekspertise inden for biologiske lægemidler er en konkurrencemæssig fordel, og porteføljen af biologiske lægemidler giver også en vis beskyttelse mod generisk konkurrence. De massive investeringer i forskning og udvikling (F&U) skaber et stærkt udgangspunkt for fremtidig vækst og værdiskabelse, der ikke reflekteres i den nuværende prisfastsættelse af Roche.

### Kort om Roche

Roche er oprindeligt grundlagt i 1896, og i de tidlige år var det især produktion af vitaminer, der dominerede. I perioden fra begyndelsen af 1950'erne til 1960'erne bliver produktporteføljen imidlertid bredere og spænder fra antidepressiver til antimikrobielle lægemidler (antibiotika) og kemoterapi. En af de vigtigste begivenheder i selskabets historie var overtagelsen af aktiemajoritet i den amerikanske biotekvirksomhed Genentech i 1990. Det har resulteret i, at Roche i dag er verdens største producent af biologiske lægemidler. Roche ønskede fuld kontrol over Genentech for at få adgang til den værdifulde portefølje af blockbuster-kræftmedicin (lægemidler der sælger for mere end 1 mia. USD årligt), og de mange andre potentielle lægemidler Genentech havde i sin pipeline. Efter et mislykket opkøbstilbud i 2008 lykkedes det Roche i 2009 at købe minoritetsaktionærene ud for 46,8 milliarder dollars, og Genentech bliver herefter et helejet selskab. Den fulde kontrol medfører, at effektiviteten kan øges ved sammenlægning af funktioner og at omkostningerne kan reduceres.

I 2013 behandlede Roches top 25 lægemidler 21 millioner patienter verden over, selskabet omsatte for 48,6 milliarder schweizerfranc (295 mia. DKK) og genererede et driftsresultat på 17,9 milliarder schweizerfranc (109 mia. DKK). Renset for valutakurspåvirkning steg omsætningen og driftsresultatet med henholdsvis 6% og 8% i 2013. Roche har to hovedforretningsområder: lægemidler, med hovedvægt på kræftmedicin, og diagnostik. Roche er markedsførende inden for begge divisioner. Salget fra lægemidler udgør 78% af det samlede salg, og de resterende 22% stammer fra diagnostik.

### Kræftmedicin er kerneområde

Roche er verdensførende på kræftområdet, med en markedsandel på omkring 30%, og har en af de mest profitable porteføljer af kræftmedicin. Med en overskudsgrad på 44% i lægemiddeldivisionen er Roche en af de mest profitable medicinalvirksomheder, og det er et tydeligt bevis for værdien af Genentech's pipeline, idet kræftmedicin udgør 62% af det totale salg af lægemidler. Roche er dog også aktiv inden for andre områder såsom neurovidenskab, metabolisme, inflammation og virology (virus).

De tre største produkter til kræftbehandling er MabThera/Rituxan, Avastin og Herceptin - som anvendes til en række kræftformer, herunder leukemi, tarmkræft og brystkræft - der fortsætter med at vokse i takt med nye indikationer på behandlinger og er drevet af øget penetration på nye markeder. De tre produkter til kræftbehandling udgjorde i 2013 53% af det samlede salg af lægemidler. Eksklusiv valutakurspåvirkning øgede de tre produkter salget fra 6% til 13% i 2013.

World Cancer Research Fund International anslår, at der på globalt plan var 14,1 millioner kræfttilfælde i 2012. Et tal der forventes at vokse til 24 millioner nye årlige kræfttilfælde i 2035. Markedet for kræftmedicin forventes at vokse hurtigere end det globale marked for lægemidler. Frem til 2017 forventes kræftmedicin at vokse med 9% årligt mod 5% årligt for det totale marked. Det understøtter den langsigtede vækst i Roches kræftbehandlingsprodukter.

### Stor andel af biologiske lægemidler er en konkurrencemæssig fordel

Roche er verdens største producent af biologiske lægemidler, der udgør 72% af den totale omsætning af lægemidler, hvilket giver en god beskyttelse mod generisk konkurrence. Biologiske lægemidler (store molekyler) ligner kroppens egne stoffer og har færre bivirkninger end de lægemidler, som er kemisk fremstillet (små molekyler). Modsat lægemidler baseret på små molekyler er de biologiske læge-

midler mere målrettede og knytter sig til specifikke celle-receptorer, der er forbundet med sygdommen.

Biologiske lægemidler fremstilles af levende celler og er i deres natur komplekse og ustabile, hvilket gør det dyrt og vanskeligt at kopiere dem. Det er i praksis umuligt at fremstille nøjagtige kopier (der kan fremstilles biosimilære stoffer, der minder om det originale stof) af biologiske stoffer, fordi de er så afhængige af fremstillingsprocessen og det miljø, de produceres i. Derfor er den generiske konkurrence mindre inden for biologiske lægemidler, og eroderingen af salget efter patentudløb er ikke så abrupt som for kemisk fremstillet medicin. Syntetiske og kemiske lægemiddelstoffer er stabile, hvorfor det derfor er relativt enkelt at kopiere disse. De syntetiske lægemidler udgør stadig størstedelen af alle lægemidler på markedet i dag.

### God udvikling i nylanceringer og en stærk pipeline

Der er en god udvikling i de to nye lægemidler mod brystkræft, Perjeta (lanceret i 2012) og Kadcykla (lanceret i 2013), der bidrog væsentligt til omsætningsvæksten i første kvartal af 2014. I kvartalet steg den samlede omsætningen af Herceptin, Perjeta og Kadcykla med hele 17% (eksklusiv valutakurspåvirkning). Roche har en bred pipeline, og der er p.t. 14 nye stoffer, som er langt fremme i udviklingsforløbet. Mange af dem er inden for kræftmedicin (8), men der er også lovende medikamenter inden for immunologi, oftalmologi (øjet) og neuroscience (Alzheimers). Ifølge Roche forventes der en betydelig udvikling henimod godkendelse i pipelinen i år.



### Diagnostik en vigtig brik i skræddersyede lægemidler

I forhold til lægemiddeldivisionen er profitabiliteten lavere i diagnostikafdelingen, men den giver Roche betydelig indsigt i personalisering af medicinske behandlinger og er dermed med til at give Roche en konkurrencemæssig fordel.

De biologiske lægemidler muliggør skræddersyet medicinsk behandling - tilpasset den enkeltes genetiske profil. Forudsætningen for at udvikle skræddersyet medicin er diagnostiske tests/analyser, og i diagnostikafdelingen udvikler Roche netop de tests, der kan forbedre den medicinske behandling. Diagnostikafdelingen leverer testsystemer og instrumenter, der kan bruges til bl.a. målrettede screenings for sygdomme og til at stille diagnoser og vælge den korrekte behandling. Diagnostik er verdensførende med en markedsandel på 20% inden for in vitro diagnostik, der bruges til at analysere og teste blandt andet blod og vævsprøver.

### Roche investerer mere end konkurrenterne

Roche investerer kraftigt og har i dag en bred og innovativ pipeline, der er nøglen til opretholdelse af den høje profitabilitet og er essentiel for at skabe fremtidig vækst, når de nuværende blockbusters modnes. Roche bruger flere penge på F&U end sine konkurrenter. I 2013 var Roche den medicinalvirksomhed, der brugte allermest på F&U; sammenlagt 56 milliarder DKK. Det er 50% mere, end hvad Pfizer brugte på forskningsprojekter sidste år. Sættes F&U i forhold til den samlede omsætning, ligger Roche også i toppen. De fem største medicinalvirksomheder målt på markedsværdi (eksklusive Roche) investerede sidste år i gennemsnit 15% af omsætningen i F&U, og det er 5%-point mindre end Roche, der investerede 20% af omsætningen.

**Roche**  
www.roche.com

<b>Hjemsted</b>	Schweiz	
<b>Etableringsår</b>	1896	
<b>Antal ansatte</b>	85.080	
<b>Produkter</b>	Lægemidler (78%) med hovedvægt på kræftmedicin og diagnostik (22%)	

**Omsætningen, geografisk**

USA **39%**, Europa **31%**, Asien-Stillehavet **20%**, Latinamerika **7%** og øvrige **3%**

**Styrker**

Verdensførende inden for kræftmedicin og in vitro diagnostik. Stærk position inden for biologiske lægemidler, der er vanskelige at kopiere. Finansiell styrke og massive investering i F&U. Lovende pipeline af nye lægemidler.

**Svagheder**

Stor afhængighed af tre produkter til kræftbehandling (MabThera/Rituxan, Avastin og Herceptin).

**Muligheder**

Kombinationen af lægemiddelvirkomhed og diagnostik giver Roche en unik position til at udvikle effektiv skræddersyet medicin.

**Trusler**

Aldrende befolkning og stigende middelklasse i udviklingslandene. Konkurrence fra biosimilære stoffer. Stramme offentlige budgetter kan give prispress på dyr kræftmedicin.

<b>Omsætning 2013</b>	CHF 46.780.000.000 <span style="color: green;">↑</span> 3% i.f.t. 2012
<b>Markedsværdi inkl. gæld</b>	CHF 238.469.552.442
<b>Forventet driftsresultat (EBIT) 2015</b>	CHF 18.695.550.000
<b>Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed</b>	7,8% (Earnings Yield)
<b>Global, vægтет 10 årig statsrente<sup>(1)</sup></b>	2,2%
<b>Merakast for virksomhedssejeren</b>	5,7% point

**Indtjeningsstabilitet**

Meget høj
Høj
Mellem
Lav
Meget lav

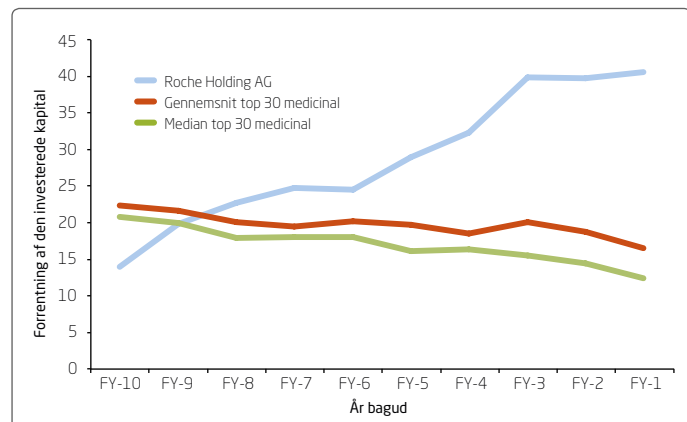
(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.

## >> Høj produktivitet i Forskning & Udvikling

Roche pumper store summer i F&U, men de får også valuta for pengene. Lønsohmheden er høj og er faktisk steget over de seneste år. Det afspejler, at Roche har succes med deres innovative strategi og dermed en høj succesrate. Roche rammer hyppigere plet i sin forskning end konkurrenterne. Fra den prækliniske fase til godkendelse og lancering har Roche en succesrate, der er cirka 55% (7,3% versus 4,6%) højere end medicinalindustrien generelt. Inden for sit kerneområde, biologisk (store molekyler) kræftmedicin, brillerer Roche ved at være næsten dobbelt så succesfuld med en succesrate på 11,0% mod 5,7%. Produktiviteten er høj, og Roche bruger væsentlig kortere tid på at udvikle lægemidler – f.eks. tager det Roche gns. 8,5 år at udvikle en biologisk kræftmedicin, hvorimod konkurrenterne skal bruge gns. 11,7 år. Det vidner om Roches tekniske knowhow inden for de komplekse biologiske stoffer.

Hvor effektiv Roche er i forhold til konkurrenterne kan ses i grafen nedenfor, der viser udviklingen i forrentningen i den investerede kapital. Roche har øget afkastet på den investerede kapital i perioden drevet af højere lønsomhed, og en mere effektiv udnyttelse af aktiverne. For medicinalindustrien er udviklingen knap så positiv. Forrentningen af den investerede kapital er stadig høj, men tendensen er faldende.

### Effektiv udnyttelse af den investerede kapital



**Kilde:** VIAM beregninger baseret på data fra Bloomberg. Forrentning af den investerede kapital er defineret som: (driftsresultat / (bogført egenkapital + gæld)).

### Medicinalindustrien og den demografiske udfordring

Der er to overordnede temaer, der vil være væsentlige vækstmotorer for medicinalindustrien. Den ene er den voksende middelklasse i udviklingslandene, som vil føre til øget efterspørgslen af medicinsk behandling, den anden er den aldrende befolkning i den vestlige verden.

I den udviklede del af verden ældes befolkningen nu med hastige skridt, hvilket rummer store muligheder for medicinalindustrien, men er en kæmpe udfordring for det offentlige. FN forventer, at antallet af ældre borgere på 60 år og derover på verdensplan vil stige fra 841 millioner til over to milliarder i 2050 og dermed udgøre 21% af ver-



dens befolkning. Hvis ikke det offentlige system i de rige lande skal kollapse under den eksplosive vækst i sundhedsudgifterne, er der behov for bedre forebyggelse og skræddersyede behandlinger, der er mere omkostningseffektive. De medicinalvirksomheder der formår at udvikle mere effektive lægemidler og behandlinger vil stå stærkt i den fremtidige konkurrence. Vi tror på, at Roche er en af dem.

### Godt positioneret til at levere et solidt langsigtet afkast

Den nuværende prisfastsættelse afspejler ikke Roches langsigtede vækstpotentiale drevet af den stærke position inden for biologiske lægemidler (kræftmedicin) og diagnostik, hvilket giver en vis beskyttelse mod generisk konkurrence, og samtidig er et springbræt til at bringe flere skræddersyede lægemidler på markedet. Desuden ser den nuværende pipeline af lægemidler meget lovende ud, og positive udviklingsresultater vil være en positiv trigger for aktiekursen.

Baseret på en vækst i driftsresultatet fra 2013 til 2015 på 15% handles Roche til en Earnings Yield på 7,8% (se »Begreber«), hvilket faktisk er højere (bedre) end tilsvarende for de globale medicinalaktier (6,8%). Med robustheden af Roches forretningsmodel og det langsigtede vækstpotentiale, burde Roche handles til en præmie i forhold til medicalsektoren.

Roche generer et imponerende cash flow, og selvom selskabet øgede gældsætningen i forbindelse med opkøb af minoritetsaktionærernes aktier i Genentech, kan Roche faktisk være gældsfri i 2015. Det giver basis for yderligere udlodning til selskabets aktionærer. For regnskabsåret 2013 blev udbyttet hævet med 6%, og det var det 27. år i træk, udbyttet øges. På nuværende kursniveau giver aktien et attraktivt direkte afkast på 2,9%. Med indtjeningsvækst og et attraktivt direkte afkast vil Rocheaktien uden en re-rating således kunne give et solidt afkast. ■