

FRESENIUS MEDICAL CARE



Case af Foreningens investeringsrådgiver

Fresenius Medical Care – frygt på markedet skabte mulighed for køb

I slutningen af januar købte vi en andel i tyske Fresenius Medical Care (FMC), der er verdensførende leverandør af dialyseprodukter og -tjenester, til Foreningens Globale porteføljer.

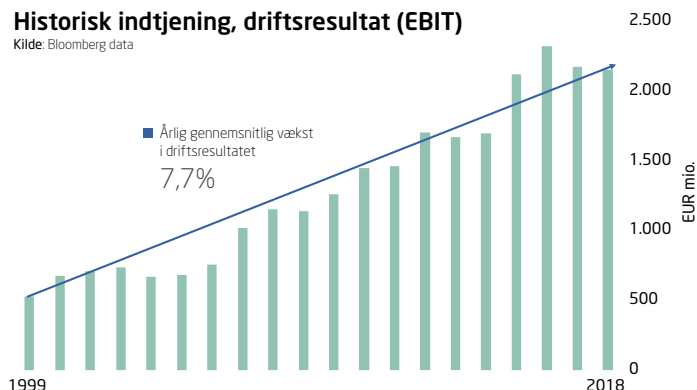
➔ Efter en lang periode med solid fremgang i FMC oplevede selskabet i 2018 en opbremsning i væksten, som investorerne frygtede var af mere varig karakter. FMCs nedjustering af indtjeningsforventningerne i oktober, blandt andet på grund af fald i antallet af kommercielt forsikrede patienter i USA, sendte aktien i gulvet. 2018 var sandt at sige et annus horribilis for FMC, og fra sit højeste niveau i januar 2018 til det laveste niveau i december tabte aktien 40%. Kursreaktionen var i vores øjne en markant overreaktion, der mere var drevet af frygt end af realiteter, og det skabte mulighed for at erhverve FMC til en attraktiv pris. Vi er overbeviste om, at FMC kun har ramt et midlertidigt fartbump, og at selskabet i dag er stærkt positioneret til at komme tilbage på vækstsprettet understøttet af solid strukturel vækst i dialysemarkedet, hvor antallet af patienter stiger støt, med gode vækstmuligheder fra ekspansion i udviklingslandene og i USA en øget udbredelse af hjemmedialyse.

Vejen til verdens førende dialyseselskab

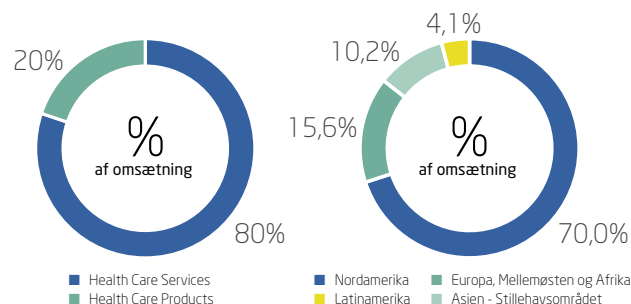
Kimen til FMCs førende position inden for dialyse blev lagt allerede tilbage i 1912, hvor Dr. Eduard Fresenius etablerede produktion af lægemidler. Dialyseaktiviteterne startede i 1966, da Fresenius begyndte at sælge importerede dialysemaskiner og dialysefiltre fremstillet af udenlandske producenter. I 1979 begyndte Fresenius produktion af

Historisk indtjening, driftsresultat (EBIT)

Kilde: Bloomberg data



egen dialysemaskine, A2008, der hurtigt blev en verdensomspændende salgssucces. Det gav blod på tanden og banede vejen for dialysetjenester i 1996, hvor Fresenius erhvervede den amerikanske dialyseleverandør National Medical Aid, og derefter skabte Fresenius Medical Care. Det nye selskab blev noteret på børsen i Frankfurt og New York i 1996. Siden børsnoteringen har FMC foretaget adskillige opkøb, der har bidraget til FMCs stærke udvikling og førende markedsposition med en samlet omsætning på EUR 16,5 mia.



FMC er i dag en højt specialiseret og vertikalt integreret dialysevirksomhed, der tilbyder det meste inden for medicinaludstyr og -tjenester til behandling af patienter med kronisk nyresvigt. FMC opererer globalt, men hovedparten af omsætningen hentes i Nordamerika, der tegner sig for 70% af den samlede omsætning.

FMC er den førende dialysevirksomhed i verden og udførte sidste år 50.027.579 dialysebehandlinger, svarende til godt 1½ behandling hvert sekund. På hovedmarkedet USA har FMC en markedsandel på 38%. FMC har endvidere et stort internationalt netværk bestående af 1.400 dialyseklinikker, der behandler 132.000 patienter i omkring 50 lande. I 2018 lancerede FMC sine første dialysecentre i Kina og påregner at åbne mindst 100 i de kommende år. Samlet genererer FMCs Health Care Services et salg på € 13,3 mia., svarende til 80% af den samlede omsætning primært fra dialyse aktiviteter.

Udover dialysebehandlinger og andre health care tjenester, fremstiller FMC også dialysemaskiner, dialysefiltre og andet medicinaludstyr, der produceres i mere end 20 lande. Produkterne sælges til hospitaler og klinikker og generede et samlet salg på € 3,3 mia. i 2018. Det høje kvalitetsniveau og den teknologiske innovation har givet FMC en dominerende markedsposition inden for dialyseudstyr, eksempelvis er mere end halvdelen af alle installerede hæmodialysemaskiner produceret af FMC. I 2018 havde FMC en samlet markedsandel på dialyseudstyr på ikke mindre end 35%, og inden for filtre til hæmodialyse er markedsandelen på næsten 50%.

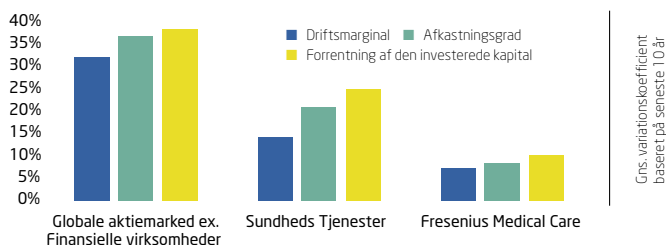
Brancheperspektiv

Det er næppe nogen overraskelse, at branchen Sundheds Tjenester, som FMC tilhører, er særdeles indtjeningsstabil målt over et fuldt konjunkturførløb, eftersom sundhedsudgifter er ikke-diskretionære og derfor ikke cykliske. I henhold til ValueInvests risikoklassificering

falder Sundheds Tjenester derfor i den laveste riskokategori A (højeste grad af indtjeningsstabilitet målt over de seneste 10 år). FMCs førende markedsposition inden for dialyse og den vertikalt integrerede forretningsmodel giver nogle konkurrencemæssige fordele og bevirker, at FMC er en meget robust og stabil virksomhed og faktisk væsentlig mere stabil end Sundheds Tjenester. En sammenligning af indtjeningsstabiliteten målt ved udsving (variationskoefficient) i driftsmarginal, afkastningsgraden og forrentning af den investerede kapital for de seneste 10 år viser, at FMC kun er halvt så volatil som Sundheds Tjenester og samtidig har en højere driftsmarginal end gennemsnittet for Sundheds Tjenester. Imidlertid er FMCs forretning relativ kapitalintensiv og kræver mere kapital for at generere salg og indtjening, og derfor er forrentningen af den investerede kapital lavere end branchens gennemsnit, men er stadig betydelig højere end FMCs kapitalomkostninger.

Indtjeningsstabilitet

Kilde: MIM Europe S.A. aktiescreening og Bloomberg data.



Dialyse er et vækstmarked

Det globale dialysemarked forventes at udvise en robust vækstrate i de kommende år drevet af den demografiske udvikling med en stigende andel af ældre med nedsat nyrefunktion og stigning i livsstilssygdomme som diabetes og forhøjet blodtryk, der er de hyppigste årsager til kronisk nyresygdom. Dertil kommer, at et stigende antal patienter i mange udviklingslande får adgang til dialysebehandling. Det skønnes, at kronisk nyresygdom rammer 10-15% af verdens befolkning, og for nogle få vil det føre til kronisk nyresvigt, der enten skal behandles med transplantation eller livslang dialyse. På verdensplan anslås det, at 4.148.000 patienter i 2018 var diagnosticeret med kronisk nyresvigt, hvoraf 19% eller 786.000 fik en nyretransplantation. På trods af omfattende bestræbelser og initiativer for at øge bevidstheden om nyredonation har andelen af patienter, der får nyretransplantation været relativ uændret i de sidste 10 år. For de resterende 3.362.000 med kronisk nyresvigt er overlevelse afhængig af dialyse, og her blev 89% behandlet med hæmodialyse, og 11% fik peritonealdialyse (se forklaring på dialyse i faktaboks).

På verdensplan forventes antallet af dialysepatienter at stige fra 3,4m i 2018 til 4,9m i 2025, svarende til en årlig stigningstakt på 5,4%. Det stigende behov for dialyse understøtter en solid organisk vækst for FMC på den lange bane. I 2018 havde det globale dialysemarked en samlet værdi på € 71 mia., hvoraf € 58 mia. gik til dialyse, og de resterende € 13 mia. omfatter dialyseprodukter.

Hjemmedialyse er et vækstområde

For de næste 5 år forventes det på verdensplan, at antallet af hjemme-hæmodialyse patienter vil vokse med 11% årligt. Det er dobbelt så hurtigt som den samlede vækst i antallet af dialysepatienter. Den høje vækst skal ses i lyset af den nuværende lave udbredelse af hjemmehæmodialyse, der p.t. kun udgør 1% af alle dialysebehandlinger. Et paradigmeskift mod mere hjemmedialyse rummer derfor et enormt potentiale. Efter købet af hjemmedialyse-producenten NxStage Medical faldt en vigtig strategisk og teknologisk brik på plads og giver FMC en unik mulighed for at udnytte det forventede langsigtede indtjeningspotentiale i takt med øget udbredelse af af hjemme-hæmodialyse.

Der er en række forhold, der gør det attraktivt for FMC at få flere patienter over på hjemmedialyse. I USA er betaling for patienter, der er dækket af Medicare/Medicaid, nogenlunde den samme, uanset om patienterne vælger at blive behandlet hjemme eller på et dialysecenter, og da hjemmedialyse er mindre personalekrævende, vil det have en positiv effekt på omkostningsbasen og løfte indtjeningen. På den lange bane vurderes det endvidere, at udrulning af hjemmedialyse også vil kunne medføre lavere investeringer, selv når det medregnes, at hjemmedialyse kræver en maskine per patient, fordi behovet for dialysecentre vil falde. Den øgede fleksibilitet gør hjemmedialyse til et attraktivt valg for erhvervsaktive patienter, og i USA er betaling for patienter, der er dækket af en privat arbejdsgiverforsikring højere end tilsvarende for patienter, der er dækket af Medicare, og derfor mere profitable for FMC.

For patienter med kronisk nyresvigt kan hjemmedialyse give bedre resultater og øge livskvaliteten, hvilket i sidste ende kan føre til lavere omkostninger for sundhedsvæsenet. Behandling på et dialysecenter er meget tidskrævende (3x ugentligt á 4 timer plus transporttid), og det kan derfor være vanskeligt at fastholde et arbejde. Hjemmedialyse giver fleksibilitet og mulighed for hyppigere dialyse, eventuelt om natten mens man sover, hvorved blodet bliver bedre rensed end, hvis man behandles på dialyseklínik. Samtidig vil man have bedre mulighed for at passe et arbejde og leve et normalt liv.

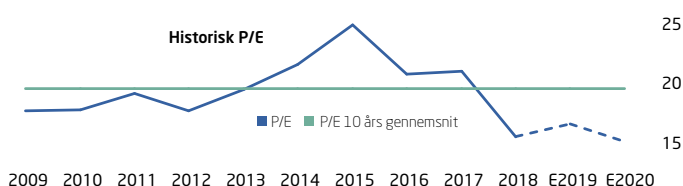
Investeringsrationale

FMC er højt specialiseret og verdensførende inden for behandling af kronisk nyresvigt, der er et attraktivt marked med et betydeligt vækstpotentiale understøttet af den aldrende befolkning i den udviklede verden og stigende velstand i udviklingslandene. FMCs forretningsmodel er meget stabil og ikke-cyklisk, da dialysepatienter følger faste skemalagte behandlingsforløb, der kan være livslange, såfremt transplantation ikke er mulig. Derudover kommer gensalg af dialysefiltere og andet udstyr, der løbende forbruges i behandlingsforløbet. Den vertikale integration, hvor FMC ejer hele værdikæden og leverer stortset alt, hvad der er nødvendigt til dialysebehandling samt FMCs viden og teknologi inden for området, har givet FMC en førende markedsposition og betydelige stordriftsfordele. Alt sammen væsentlige konkurrencemæssige fordele, der kan beskytte og fastholde en høj profitabilitet og sikre et attraktivt afkast på den investerede kapital. Vi vurderer, at FMC har et stort potentiale for fremtidig værdiskabelse, ►

- ▶ hvor vækstmuligheder som hjemmedialyse og geografisk ekspansion giver FMC mulighed for at geninvestere indtjeningen i værdiskabende aktiviteter til et merafkast i forhold til kapitalomkostningerne.

Værdiansættelse

2019 bliver et investeringsår for FMC med hovedvægt på udrulning af hjemmedialyse primært i USA, hvilket kræver investeringer i træningsfaciliteter og distributionsinfrastruktur. FMC vil endvidere investere i at udvide produktionskapaciteten i Kina for at imødekomme efterspørgslen samt ekspansion af klinikker. Disse investeringer vil bremse indtjeningsvæksten på kort sigt, men vi er overbeviste om, at investeringerne skaber et stærkt fundamentet for højere langsigtet vækst.



Kilde: Bloomberg data (P/E for 2019 og 2020 er baseret på konsensusestimater pr. juni 2019).

Den nuværende værdiansættelse af FMC afspejler efter vores mening en overdrevet pessimisme, der er ude af proportion med realiteterne, hvor investorerne måske fortsat er rystede ovenpå det dramatiske kursfald i 2018. Over de sidste 10 år har markedet i gennemsnit været villig til at betale cirka 20x indtjeningen (kurs/indtjening per aktie) for FMC. Baseret på konsensus-estimater for indeværende

Fresenius Medical Care (FMC)

www.freseniusmedicalcare.com

Hjemsted
Tyskland

Etableringsår

1996 (Fresenius SE & Co KGaA ejer 30.7% af FMC)

Antal ansatte

118.000

Produkter

FMC tilbyder det meste inden for medicinaludstyr og -tjenester til behandling af patienter med kronisk nyresvigt. Virksomheden opererer globalt, men USA tegner sig for størstedelen af omsætningen. FMC har 42 produktionsenheder i mere end 20 lande og driver 3.928 dialyseklinikker, hvoraf 1.400 er udenfor USA i omkring 50 lande. I 2018 udførte FMC 50 millioner dialysebehandlinger.

Omsætningen fordelt på segment

Health Care Services (primært dialyse aktiviteter) udgjorde 80% af den samlede omsætning. De resterende 20% kommer fra salg af Health Care



Products (dialysemaskiner, dialysefiltere og andet medicinaludstyr). Geografisk omsætningsfordeling: Nordamerika 70,0%, Europa inklusive Mellemøsten og Afrika 15,6%, Asien-Stillehavsområdet 10,2% og Latinamerika 4,1%.

Styrker

Højt specialiseret og verdensførende inden for dialyseudstyr og -behandling. Vertikale integration er en konkurrencemæssig fordel.

Svagheder

Stor afhængighed af det amerikanske marked.

Muligheder

Global vækst drevet af aldrende befolkning og stigning i livsstilssygdomme. Øget udbredelse af hjemmehæmodialyse.

Geografisk ekspansion i takt med at sundhedsvæsenet udvides i udviklingslandene

og flere får adgang til dialysebehandling.

Trusler

Regulatoriske risici såsom ændring af refusionsmodel for Medicare/Medicaid i USA. Faldende andel af privat forsikrede i USA.

Omsætning 2018

EUR 16.546.873.000

↓ -7% i forhold til 2017

Markedsværdi inkl. gæld

EUR 32.120.154.153

Forventet driftsresultat (EBIT) 2019

EUR 2.151.718.560

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed

6,7% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾

1,3%

Merafkast for virksomhedsejeren

5,4% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj



Nyrerne - kort fortalt

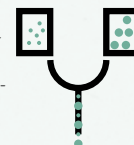
Nyrerne, de to bønneformede organer, der er placeret dybt inde i bughulen på hver side af rygsøjlen, spiller en central rolle for vores velbefindende og udfører mange livsvigtige funktioner for kroppen.

Det er nyrerne, der renser blodet, så kroppen ikke forgiftes af ophobede affaldsstoffer. Desuden tilpasser nyrerne væskemængden i kroppen og danner vigtige hormoner som erythropoitin (EPO), der medvirker til at danne røde blodlegemer, der transporterer ilt rundt i kroppen, og renin, der hjælper med at regulere blodtrykket. Nyrerne gennemstrømmes af mere end 1 liter blod i minuttet, og på et helt døgn filtreres og renses omkring 180 liter væske fra blodet, hvoraf det meste af væsken via nyrerne føres tilbage i blodet, og resten udskilles fra kroppen som urin.



Nedsat nyrefunktion kan være aldersbetinget eller forårsaget af diabetes og forhøjet blodtryk, og i få tilfælde kan det udvikle sig til kronisk nyresvigt. Nyresvigt kan være akut og kun midlertidigt, men hvis nyrerne derimod holder op med at fungere, så skal patientens blod renses via livslang kunstig dialyse, eller indtil en eventuel nyretransplantation kan finde sted. Der er to former for dialyse; peritonealdialyse og hæmodialyse, hvor sidstnævnte er den mest anvendte.

Ved **peritonealdialyse** eller bughuledialyse føres en dialysevæske ind i bughulen, hvor bughinden (peritoneum), den tynde hinde, der omgiver organerne, fungerer som et filter, og blodet forlader derfor ikke patienten. Dialysevæsken trækker affaldsstoffer og overskydende væske ud af kroppen og kræver normalt udskiftning af væske 4 gange i døgnnet eller kan foretages om natten, mens man sover. Typisk vil de fleste patienter efter nogle år i peritonealdialyse overgå til hæmodialyse som følge af forandringer i bughinden og i de tilfælde, hvor patienten mister restnyrefunktionen.



Den mest anvendte dialyse form **Hæmodialyse** eller bloddialyse er en kunstig filtrering, hvor der via en vene udføres blod, der sendes igennem en dialysemaskine og et dialysefilter, der fjerner affaldsstoffer og overflødig væske fra blodet, hvorefter ledes blodet tilbage til kroppen. Hæmodialyse kræver normalt 3 ugentlige behandlinger på sygehus eller dialyseklinik, og hver behandling tager typisk 4 timer og er derfor tidsmæssigt en stor belastning. Det er muligt at foretage hæmodialyse i hjemmet, men indtil videre er det kun en meget lille andel, der har mulighed for eller valgt dette.

år er denne multipel faldet til blot 16,6x; et udtryk for at markedet endnu ikke tør give FMC kredit for fremtidig vækst. Baseret på Value-Invests konservative indtjeningsestimater for indeværende år handles FMC til en Earnings Yield på 6,7%, lidt lavere end tilsvarende for de Globale porteføljer, men det skyldes, at vi for FMC har medregnet leasingforpligtelser i gælden. Uden denne justering stiger Earnings Yield til 7,4% og er på niveau med de Globale porteføljer.

Baseret på vores analyser er FMC betydeligt undervurderet, men selv uden en re-rating vil aktien kunne give et fornuftigt afkast drevet af indtjeningsvækst og ved udlodning af overskudslikviditet i form af udbytte. Hvis vi f.eks. antager, at FMC på længere sigt kan vækste indtjeningen med 5% - 6% årligt og med et direkte afkast på 1,7% (udbytte/kurs), vil man opnå et årligt afkast på mellem 6,7% og 7,7%.

(1) Global vægтет 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægтет ift. landefordelingen i MSCI Verden.