

Sectorcommentaar

Biotechnologie: verdere groei verwacht

Door Eric de Graaf, analist van het ING Investment Office

De subsector biotechnologie heeft dankzij de snelle groei van het aantal beschikbare medicijnen een bovengemiddelde groei laten zien. Wij denken dat ook de komende jaren het grootste gedeelte van de omzetgroei in medicijnen biotech-gerelateerd zal zijn.

Door twijfel aan de houdbaarheid van de huidige, relatief hoge medicijnprijzen is de gemiddelde waardering van farmaciebedrijven inmiddels uitgesproken laag geworden. We hebben bij ING binnen deze subsector zowel Gilead als Amgen op de aanbevolen lijst staan. De biotech-subsector presteerde de afgelopen jaren goed op de beurs. Het totale rendement per 12 november (in euro, dividend netto herbelegd) sinds het begin van 2013 bedraagt bijna 140%. Dit is een outperformance van ruim 60% ten opzichte van de hele gezondheidszorgsector en ruim 95% meer dan het rendement van de MSCI All Country World Index in dezelfde periode.

Waarom presteert de subsector zo goed?

Het feit dat de subsector het veel beter heeft gedaan dan de gemiddelde markt roept de vraag op: waarom? Met direct daarna de vraag: is er dan nog wel ruimte voor verdere outperformance? Het antwoord op de waaromvraag is: een combinatie van factoren. Namelijk bovengemiddelde groei en winstgevendheid, veel overnameactiviteiten en het vertrouwen dat er nog meer succesvolle (en dus zeer winstgevende) medicijnen aankomen. Gezien de consensusverwachtingen van analisten en de voortgaande ontwikkeling van nieuwe medicijnen is er alle reden om aan te nemen dat de bovengemiddelde groei ook in de komende jaren kan doorzetten. Wij blijven dan ook positief over de toekomstige ontwikkeling van de subsector en de waardering daarvan. De kanttekening is wel dat er bij kleinere bedrijven grotere risico's zijn, omdat door analisten en beleggers vaak al in een vroeg teststadium veel wordt verwacht van nieuwe medicijnen. Als een medicijn niet het gehoopte resultaat laat zien, kan dit tot forse koersdalingen leiden.

Prijsstelling medicijnen ter discussie

Naast de sterke groei zijn de hoge winstmarges (lees: hoge prijzen) van nieuwe medicijnen aantrekkelijk voor beleggers. Maar de hoge prijzen voor nieuwe medicijnen zijn ondertussen wel uitgegroeid tot discussiepunt. Er komt steeds meer druk op farmaceutische concerns om de prijzen van dure medicijnen te verlagen. Onlangs liep deze discussie hoog op door een extreme prijsverhoging (+5000%) van een medicijn na een overname. Daarop volgde een felle reactie van Hillary Clinton, die meedingt naar de Democratische presidentskandidatuur in de Verenigde Staten (VS). Zij gaf aan 'dit soort misstanden' aan te willen pakken. Hoewel de overheid in de VS officieel geen invloed op medicijnprijzen kan en mag uitoefenen, is het wel een negatief signaal, dat op gezette tijden terug zal komen. Wij geloven dat een van de grotere problemen binnen de gezondheidszorg de betaalbaarheid ervan is. Door demografische factoren zal dit probleem alleen maar groter worden. Het is daarbij wel van belang om in het oog te houden dat minder dan 10% van de gezondheidskosten aan medicijnen opgaan. Daarbij is meer dan 80% van de verstrekte medicijnen al 'generiek' (merkloos, patentvrij). Deze hebben veel lagere winstmarges, waar niet veel ruimte

in zit voor verdere prijsdaling. Alle aandacht komt dan te liggen op een beperkt aantal nieuwe medicijnen met hoge prijzen, die (deels) ook nodig zijn om de hoge ontwikkelkosten terug te verdienen. Dit zijn overwegend biotech-medicijnen, waaraan inmiddels al 30% van de Amerikaanse uitgaven aan medicijnen wordt besteed. Dat percentage groeit overigens nog steeds snel.

Wat is biotech?

Het grote verschil tussen traditionele geneesmiddelen en biotech-geneesmiddelen is de complexiteit. Klassieke geneesmiddelen zijn gebaseerd op de chemische reactie van één enkele molecuul. Biotech-geneesmiddelen zijn complexe moleculen die uitsluitend geproduceerd kunnen worden door levende organismen zoals gistcellen of baarmoedercellen van hamsters. Sinds de komst van de recombinante DNA-technieken is de biotechnologie in minder dan dertig jaar een essentiële bron van farmaceutische innovatie geworden. Wereldwijd werden al meer dan driehonderd miljoen mensen geholpen door biotechnologische behandelingen. De tweehonderd nu beschikbare biotech-geneesmiddelen hebben voor een ware revolutie gezorgd bij de behandeling van tal van ziekten. Doelgerichte behandelingen verbeteren de overlevingskansen en de prognoses van patiënten met ernstige aandoeningen zoals kanker omdat ze specifiek inwerken op bepaalde genen of eiwitten. Daarnaast is er, vooral bij zeldzame ziektes ('weesziektes') vaak sprake van een versneld goedkeuringstraject door de Food and Drug Administration (FDA), de Amerikaanse toezichthouder voor de farmaciesector. Dit, omdat deze ziektes zeldzaam dan wel dodelijk zijn en er veelal nog helemaal geen medicijn tegen beschikbaar is. Bijwerkingen zijn dan ook beter te accepteren.

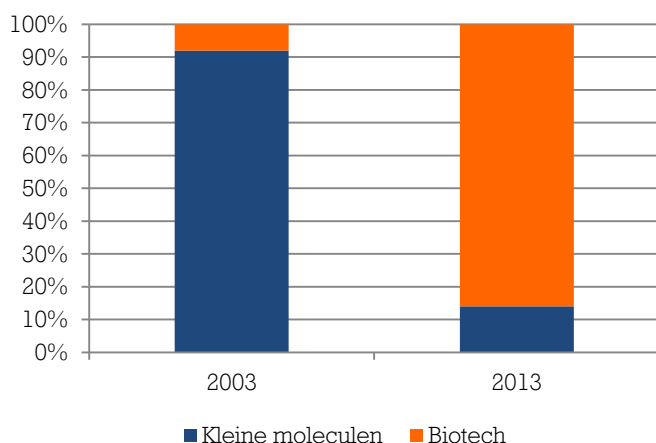
Belangrijkste biotech-bedrijven: Gilead, Amgen, Biogen en Celgene

De belangrijkste ondernemingen op het gebied van biotech vinden wij Gilead (dat zich vooral richt op aids/hiv, leverproblemen en hart- en ademhalingsproblemen), Amgen (specialismen: kanker, reuma, leverziekten en beenmergziektes), Biogen (kanker, multiple sclerose en artritis) en Celgene (kanker en auto-immuunziektes). De grotere concerns, zowel op gebied van biotechnologie als de traditionele farmaciebedrijven, voegen door overnames van, of samenwerking met kleinere biotech-bedrijven, voortdurend nieuwe biotech-producten toe aan hun productenaanbod.

Biotech aanjager van groei, ook binnen grote concerns

De afgelopen jaren zijn de omzetten van de grote medicijnfabrikanten per saldo nauwelijks gestegen. Een aantal jaren geleden begon de doorstroming in de pijplijn van nieuwe producten enigszins te haperen en onderging 'big pharma' (de subsector van grote farmacieconcerns) een aantal slechte jaren doordat de patenten van lucratieve merkmedicijnen afliepen. Veel traditionele medicijnfabrikanten (zoals Roche en Novartis) hebben door overnames en samenwerkingsverbanden nu een productenpijplijn die grotendeels uit medicijnen bestaat die via biotechnologie zijn ontwikkeld. De scheiding tussen gewone en biotechnologiebedrijven in de farmaciesector is dan ook snel aan het verwateren. In de grafiek hieronder komt het toegenomen belang van biotechnologie duidelijk tot uiting.

Omzetaandeel biotech-medicijnen in 10 bestverkopende medicijnen wereldwijd



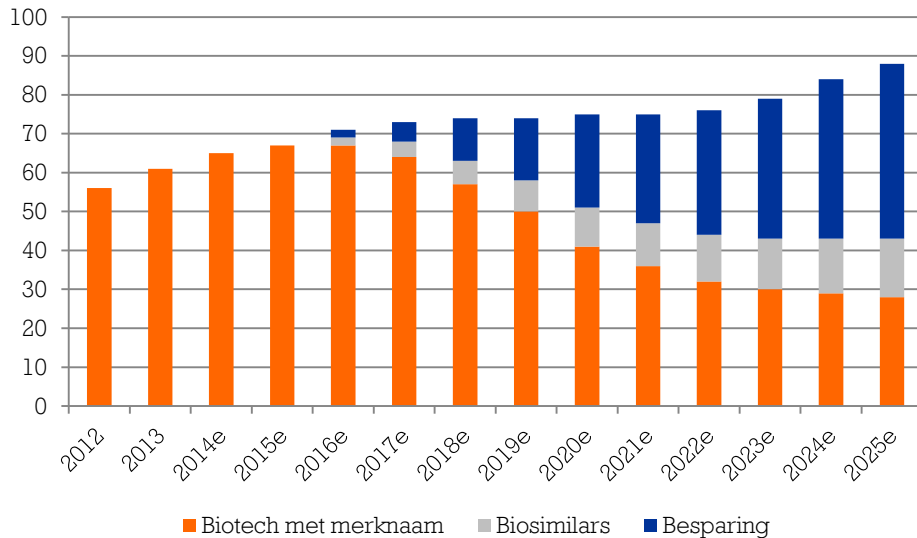
Bron: IMS Health, juni 2014

Wat zijn biosimilars?

Als het patent van een klassiek geneesmiddel verloopt na 10-20 jaar, komt er vrijwel onmiddellijk een generieke versie van dat geneesmiddel beschikbaar. Dat is chemisch exact hetzelfde als het originele geneesmiddel, maar wel 80-90% goedkoper omdat er geen ontwikkelkosten meer hoeven te worden doorberekend. Bij biotech-geneesmiddelen is er een soortgelijke verschuiving naar 'biosimilars' aanstaande. De complexiteit is echter veel hoger want een biosimilar is een biologisch geneesmiddel met een actief bestanddeel dat vergelijkbaar is met het actieve bestanddeel van een

origineel biotech-product ('referentiegeneesmiddel'). Omdat een biosimilar niet identiek is aan zijn referentiegeneesmiddel, kan de keuze tussen het referentiegeneesmiddel en de biosimilar alleen gemaakt worden op basis van het advies van een arts. Het goedkeuringsproces voor een biosimilar duurt bovendien ook jaren omdat er uitgebreid getest moet worden. Uiteindelijk zal een biosimilar normaal gesproken zo'n 40-60% lager geprijsd kunnen worden. De mogelijke besparingen op de uitgaven van zorgverleners (en patiënten) zijn naar verwachting fors, zoals zichtbaar is in de grafiek hieronder. Vanaf 2014 betreft het taxaties.

Biosimilars kunnen medicijnbudgetten fors verlichten vanaf 2018 (\$ mld.)



Bron: Citi Research

Marktontwikkelingen: sterke groei, beperkte waardering

De afgelopen vijf jaar is de omzet van de grotere biotech-bedrijven (gemeten in \$) gemiddeld met ruim 15% per jaar gestegen. De gemiddelde winst per aandeel is in die periode in een vergelijkbaar tempo gestegen, waarbij het grootste gedeelte pas in het afgelopen jaar werd gerealiseerd omdat er in eerste instantie veel werd geïnvesteerd in nieuwe producten. Op basis van de consensusverwachtingen van analisten zal de winstgroei in de komende vier jaar toenemen naar gemiddeld 20% per jaar. Het succes van productintroducties heeft tot forse koersstijgingen geleid in de afgelopen jaren. Omdat ook de winsten fors zijn gestegen zijn de waarderingen per saldo slechts beperkt opgelopen. Werd in 2010 nog 10 x de winst van het jaar daarna betaald, in november 2015 was dit ongeveer 16,5x de winst van het volgende jaar. Dit is zo'n 25% onder de gemiddelde waardering van grote biotech-bedrijven in de afgelopen 20 jaar. De kanttekening die we plaatsen is wel dat door het volwassen worden van de sector een verschuiving heeft plaatsgevonden van te verwachten winst naar gerealiseerde winst. De waardering zal daardoor normaalgesproken structureel lager komen te liggen dan in het verleden.

Onze sub-sectorfavorieten

Gilead

- Wereldmarktleider op het gebied van hiv- en hepatitis-C-medicijnen; sterke marktpositie, maar de groei van de hepatitis-C-markt lijkt grotendeels voorbij
- Explosieve toename van omzet en winst in 2014, met ook in 2015 nog forse groei. Een sterke kasstroom moet financiële armslag bieden om het productenpalet uit te breiden en eigen aandelen in te kopen
- De koers-winstverhouding op basis van de gemiddelde analistentaxaties voor 2015 staat nu op 9, duidelijk onder het gemiddelde van de grote biotech bedrijven van 16,5.

Amgen

- Het grootste deel van de omzet betreft producten tegen bloedarmoede en aantasting van de weerstand als gevolg van chemokuren; ook produceert Amgen geneesmiddelen tegen gewrichtsontsteking en aantasting van het bot door uitzaaiing van prostaatkanker
- Amgen heeft een al wat oudere patentenportefeuille en zal daardoor eerder last krijgen van biosimilars; het bedrijf is ook zelf biosimilars aan het ontwikkelen ter vervanging van producten van concurrenten
- De koers-winstverhouding op basis van de gemiddelde analistentaxaties voor 2015 staat op 16, iets onder het gemiddelde van de grote biotech bedrijven van 16,5.

Disclaimer

Deze beleggingsaanbeveling is opgesteld door het ING Investment Office en behelst geen individueel beleggingsadvies maar slechts een algemene aanbeveling waarop beleggers hun beleggingsbeslissingen mede kunnen baseren en vormt geen uitnodiging tot het aangaan van welke overeenkomst of verbintenis dan ook. Aan deze beleggingsaanbeveling kunnen geen rechten worden ontleend. ING Bank N.V., noch enig andere rechtspersoon die of onderdeel dat tot de ING Groep behoort, aanvaardt enige aansprakelijkheid voor schade in welke mate dan ook, voortvloeiend uit het gebruik van de bovenstaande beleggingsaanbeveling of de daarin opgenomen of verwerkte informatie. Ontwikkelingen die zich na het opstellen van deze beleggingsaanbeveling hebben voorgedaan kunnen van invloed zijn op de juistheid van de in deze beleggingsaanbeveling gestelde feiten en verstrekte opinies. De Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam is de bevoegde toezichthouder ten aanzien van beleggingsaanbevelingen. Voor meer informatie kijkt u op www.afm.nl.

Deze beleggingsaanbeveling is opgesteld door IIO-analist Eric de Graaf en is uitgebracht door ING Bank N.V. De beloning van de analist is niet afhankelijk van specifieke aanbevelingen of standpunten in deze aanbeveling. De beleggingsaanbeveling is gebaseerd op betrouwbare bronnen.

Meer weten?

Kijk op www.ing.nl/beleggen

**of volg ons op Twitter via
[@INGnl_IO](https://twitter.com/INGnl_IO)**