

## Medicinalsektoren

Vores vurdering af medicinalsektoren:

- Medicinalsektoren har historisk vist en meget stærk indtjeningsstabilitet, hvor omsætningen og driftsindtjeningen er steget næsten alle årene
- En vigtig egenskab i forhold til vores forsigtige investeringsstrategi er, at selskaberne i medicinalsektoren har formået at øge både omsætningen og indtjeningen, selv når der har været recession og lavkonjunktur
- Med et højere absolut afkast end markedet og det bedste risikojusterede afkast både i forhold til markedet og de øvrige sektorer, har det været en god langsigtet investering at have mange medicinal-selskaber i porteføljen
- Der findes dog stadig ingen garantier - hvilket 2016 er et glimrende eksempel på. Her var medicinalsektoren afkastmæssigt den klart dårligst performende sektor
- Vi mener, at de tre megatrends - aldringen i befolkningen, en større middelklasse samt urbaniseringen - vil have en positiv effekt på medicinal-selskabernes fremtidige indtjening. Vi forventer derfor, at indtjeningsstabiliteten kan fortsætte i mange år endnu
- De tre megatrends kan lægge et yderligere pres på de i forvejen høje sundhedsudgifter. Der er derfor igangsat flere initiativer, som skal sænke omkostningerne. Vi vurderer dog, at initiativerne ikke vil have en markant effekt på medicinal-sektorens indtjeningsstabilitet i de nærmeste år
- Vi fastholder vores overvægt i medicinalsektoren, men ud fra sektorens nuværende prisfastsættelse sammenholdt med den nuværende økonomiske aktivitet på globalt plan, sigter vi mod en mere "neutral" overvægt. Tilpasningen vil ske gradvist og i takt med at de høje forventninger til blandt andet industrisektoren falder tilbage til et mere bæredygtigt niveau

► I denne udgave af *Indblik i Porteføljen* har vi valgt at se nærmere på én af porteføljens absolut største sektorer - *medicinalsektoren*. I vores gennemgang af sektoren ser vi nærmere på vores overordnede investeringsstrategi, medicinalsektorens egenskaber og de langsigtede trends som påvirker sektoren, mens vi til slut tager et blik på medicinalsektorens nuværende prisfastsættelse.

### Om denne publikation:

Når vi vælger selskaber til porteføljen skal de altid både bestå en kvantitativ analyse og en kvalitativ analyse - og selskabet skal samtidig passe ind i den samlede portefølje. Den kvantitative analyse tager afsæt i fakta fra selskabets seneste regnskab og sikrer blandt andet, at vi altid kun investerer i selskaber med stabil indtjening og lav gæld og hvor aktiekursen samtidig er væsentligt lavere end vores beregnede fair værdi. Denne publikation handler om den anden del af vores investeringsproces, nemlig den efterfølgende grundige fundamentale analyse af selskabet eller sektoren. Formålet med at offentliggøre analysen er, at give vores kunder og andre interesserede mulighed for at forstå, hvorfor vi synes selskabet eller sektoren er en god langsigtet investering - primært vurderet ud fra de kvalitative forhold.

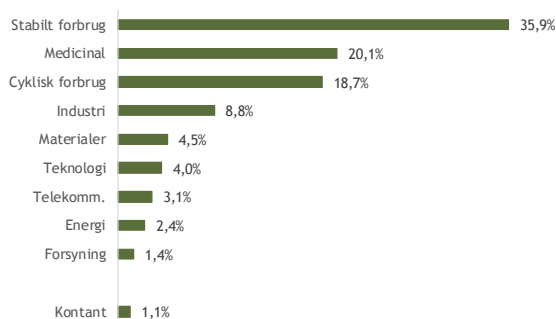
Vi lægger i vores investeringsstil meget vægt på en stabil formueudvikling, hvorfor vi altid vil have en stor andel placeret i defensive sektorer - herunder en overvægt i medicinalsektoren. At have en forsigtig investeringsstil med fokus på stabilitet er ikke ensbetydende med et lavere afkast over tid - faktisk har det været en god langsigtet investering at have mange medicinal-selskaber i porteføljen.

► **Medicinalsektoren - en grundsten i porteføljerne**  
Investeringsstrategien i *Stonehenge* er bygget op omkring mottoet "*hellere langsomt rig end hurtigt fattig*". Det betyder, at vi i vores forsigtige investeringstilgang først og fremmest har fokus på at begrænse risikoen for permanente tab, for dernæst at gå efter fornuftige afkast til vores kunder. Vi investerer derfor udelukkende i virksomheder med en høj indtjeningsstabilitet, lav gæld, lever op til vores etiske krav, er billige ift. vores beregnede fair værdi og som overvejende producerer varer med en stabil efterspørgsel - populært sagt *øl, mad og medicin*. I en lavkonjunktur, hvor flere bliver arbejdsløse og får en lavere indkomst, bliver mennesker stadig syge og har derfor i disse perioder stadig brug for deres medicin. Medicinal-selskaberne kan dermed i høj grad fastholde indtjeningen i de økonomiske lavkonjunkturer - hvilket kan give en større stabilitet i porteføljen.

## Defensive sektorer vil udgøre minimum halvdelen af vores investeringer

I vores porteføljer vil der som minimum altid være 50% placeret i de stabile sektorer, og vi har på nuværende tidspunkt omkring 65% placeret i disse sektorer - heraf udgør medicinalektoren aktuelt lidt over 20% af porteføljen (se figur 1). Konjunkturerne og vores positive syn på den globale økonomi favoriserer grundlæggende de cykliske selskaber, men den kraftige sektorrotation som begyndte i andet halvår af 2016 gjorde mange medicinalaktier billige og vi har derfor fastholdt en stor overvægt i sektoren. Som vi argumenterer for senere i artiklen, vil vi dog hen over de kommende måneder gå fra en høj overvægt til en mere "neutral" overvægt. Tilpasningen vil ske gradvist og i takt med at blandt andet de meget høje forventninger til eksempelvis industrisektoren falder til et mere bæredygtigt niveau.

**Figur 1: Sektorfordelingen i Stonehenge Globale Valueaktier (november 2017)**

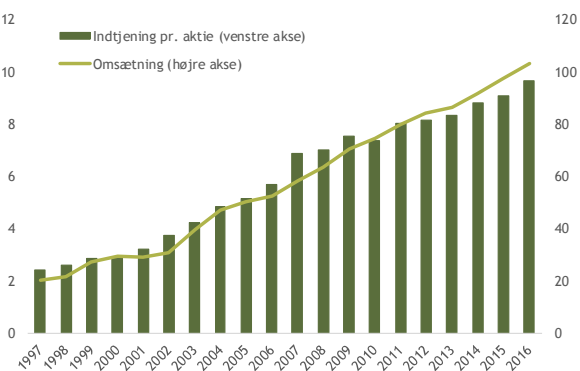


## Medicinalsektorens overordnede egenskaber

### Indtjeningsstabilitet

En af de vigtigste grunde til, at vi har en stor andel investeret i medicinalektoren (og andre defensive sektorer) er indtjeningsstabiliteten over den økonomiske konjunkturcyklus, da medicinal-selskaberne historisk i høj grad har kunnet fastholde indtjeningen under de økonomiske nedture. Det er med til at øge porteføljernes robusthed overfor negative choks til makroøkonomien.

**Figur 2: Udviklingen i omsætning og indtjening for medicinalektoren**

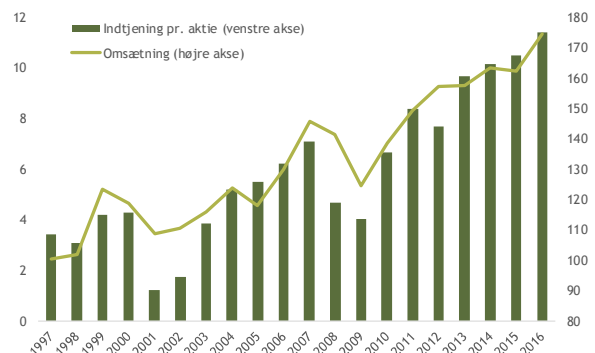


Kilde: Bloomberg, MSCI World Healthcare

I figur 2 har vi vist udviklingen i medicinalektorens omsætning og indtjening i perioden 1997-2016. I den 20-årige periode har medicinal-selskaberne i MSCI World Healthcare indekset formået at øge omsætningen i alle årene, mens indtjeningen har været stigende i stort set alle årene med undtagelse af et enkelt fald i 2010. Selv i periodens tre økonomiske nedture, årene efter IT-boblen i 2000-2002, Finanskrisen i 2008-2009 og Gældskrisen i 2011-2012, har medicinal-selskaberne altså formået at øge både omsætningen og indtjeningen.

For at vise medicinalektorens indtjeningsstabilitet endnu tydelige, kan vi sammenligne medicinal-sektorens udvikling med én af de mere konjunkturfølsomme sektorer udvikling, eksempelvis udviklingen for sektoren cyklisk forbrug.

**Figur 3: Udviklingen i omsætning og indtjening for sektoren cyklisk forbrug**



Kilde: Bloomberg, MSCI World Consumer Discretionary

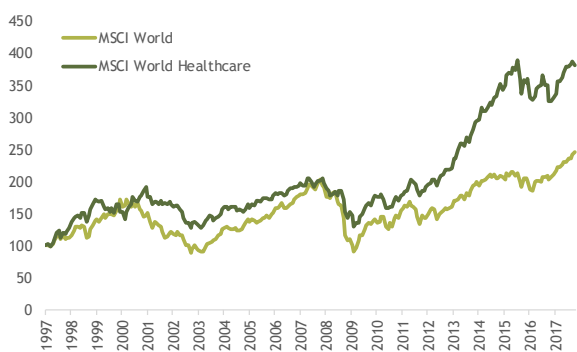
I figur 3 har vi vist udviklingen i omsætningen og indtjeningen for sektoren cyklisk forbrug over den samme 20-årige periode, og her ser vi, hvordan omsætningen og indtjeningen falder i de økonomiske nedture i årene efter IT-boblen, Finanskrisen og Gældskrisen. I de økonomiske lavkonjunkturer prioriterer forbrugerne det nødvendige forbrug såsom mad og medicin, mens de typisk i disse perioder holder igen med at købe dyre ferier, tøj, og smykker.

Udviklingen i de to sektorer illustrerer derfor, hvorfor kernen af vores porteføljer består af de defensive sektorer - når nu vores fokus først og fremmest er på en stabil formueudvikling med en høj grad af sikkerhed.

## Højt risikojusteret afkast

Medicinal-selskabernes store stabilitet i indtjeningen er historisk blevet belønnet af aktiemarkedet og har medført både et højt absolut afkast og en lav risiko set over de sidste 20 år. Vi har i figur 4 sammenlignet kursudviklingen for medicinalektoren med markedets kursudvikling i perioden fra januar 1997 til og med i dag (ultimo oktober 2017). Her har medicinalektoren givet et absolut afkast på hele 282%, mens markedet har givet et absolut afkast på 146%.

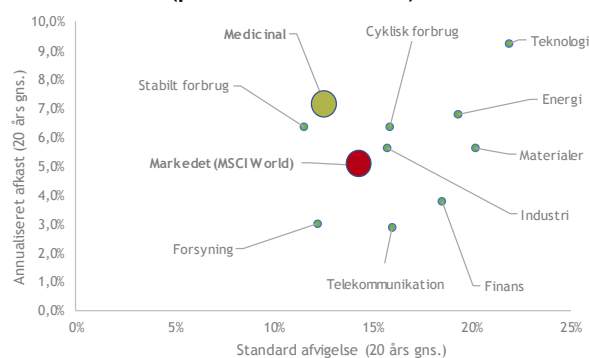
**Figur 4: Kursudviklingen over medicinalektoren og markedet (indeks=1997)**



Kilde: Bloomberg samt egne beregninger

Det har dermed været tæt på dobbelt så god en langsigtet investering at have medicinalaktier i porteføljen. Det højere afkast er endda skabt ved en lavere risiko, hvor det årlige risikojusterede afkast (afkast/standard afvigelse) i perioden 1997-2016 er over 60% højere end markedets årlige risikojusterede afkast (se figur 5).

**Figur 5: Afkast og risiko for hver enkelt sektor og hele markedet (perioden 1997-2016)**



Kilde: Bloomberg samt egne beregninger

Også når vi sammenligner medicinalektorens afkast og risiko på tværs af sektorerne, har medicinalektoren leveret det højeste risikojusterede afkast - skarpt efterfulgt af vores største sektor, *stabilt forbrug* (se figur 5). Til trods for, at den 20-årige periode blandt andet indeholder IT-boblen i starten af det nye årtusinde, har sektoren teknologi faktisk leveret det højeste gennemsnitlige afkast, mens medicinalektoren har leveret det næsthøjeste gennemsnitlige afkast. Teknologi har dog, når vi tager højde for risikoen, kun givet det tredje bedste risikojusterede afkast. Over den 20-årige periode har aktiemarkedet således belønnet medicinalektorens indtjeningsstabilitet med det højeste risikojusterede afkast sammenlignet med de øvrige sektorer og markedet. Vores store eksponering mod blandt andet medicinalektoren har udover stabiliteten i indtjeningen over den økonomiske cyklus altså også haft en positiv effekt på porteføljernes risikojusterede afkast.

### Der findes ingen garantier

Til trods for, at medicinalektoren historisk har vist en stærk indtjeningsstabilitet findes der stadig ingen garantier i finansverdenen - hvilket 2016 er et glimrende eksempel på. I 2016 var medicinalektoren den klart dårligst performende sektor med et negativt afkast tæt på 8%, hvilket skete selvom medicinalektoren i 2016 endnu engang formåede at tjene flere penge end året før. I 2016 steg omsætningen således 6,6%, mens indtjeningen pr. aktie steg tæt på 10%. Alligevel faldt aktiekurserne for medicinalektoren, hvilket i høj grad kan tilskrives den store opmærksomhed medicinpriserne fik i den amerikanske præsidentvalgkamp, som dermed skabte usikkerhed omkring medicinalsekskabernes fremtidige indtjening. Særligt blev præsidentkandidaten *Hillary Clinton* af markedet set som værende negativ for medicinalektoren med hendes retorik omkring de høje offentlige udgifter til sundhedssektoren og et proklameret opgør med de (iflg. hende) eksploderende medicinpriser. Som bekendt tabte hun valget til Donald Trump, hvilket dermed blev taget positivt op af markedet, og MSCI World Healthcare er siden valgdagen i november 2016 steget over 16% (i dollars).

### Indtjeningen understøttet af langsigtede, strukturelle trends

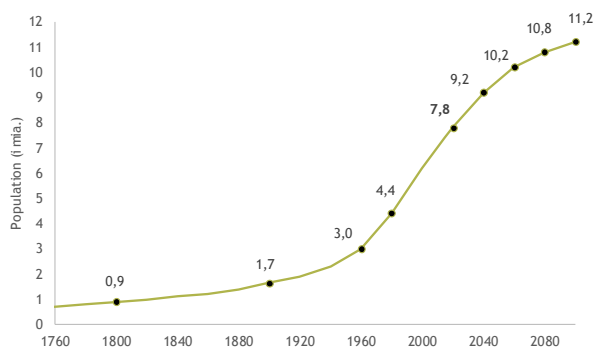
Spørgsmålet er om medicinalektorens indtjeningsstabilitet kan fortsætte i de næste mange år - og om medicinalektoren således også fremover vil være en attraktiv sektor for os at have en stor eksponering mod. Vi mener, at blandt andet den demografiske udvikling med de tre megatrends - aldringen i befolkningerne, større middelklasse og urbaniseringen - vil give medicinalsekskabernes en positiv underliggende trend mange år ud i fremtiden, som dermed kan give medvind til den tålmodige investor med en langsigtet investeringshorisont.

### Vi bliver flere og flere

Som det er illustreret i figur 6, bliver vi flere og flere mennesker på kloden. Faktisk er der iflg. FN sket mere end en fordobling af befolkningen siden 1960, hvor befolkningen på de omkring 3 mia. mennesker er steget til 7,8 mio. mennesker i 2017. Befolkningstilvæksten begyndte for alvor i midten af det 18. århundrede i Europa, hvor øget fokus på blandt andet personlig hygiejne var medvirkende til at der blev længere mellem dødelige epidemier. Samtidig var opfindelsen af koppevaccinen tilbage i det 19. århundrede medvirkende til, at kopper blev udryddet i Europa, hvilket fik overlevelsensraten for børn til at stige. Den faldende dødelighed og den uændrede fertilitetsrate resulterede således i en høj vækst i befolkningstallet i Europa. Først i midten af 1900-tallet steg populariteten for 'kun' at få to børn i Europa, hvilket resulterede i faldende fertilitetsrate og aftagende befolkningstilvækst. I udviklingslandene begyndte befolkningstilvæksten først for alvor i anden halvdel af det 20. århundrede, og som i den grad har bidraget til den nærmest eksponentielle vækst i den globale befolkning siden 1960. Den kraftige

befolkningstilvækst forventes dog at aftage i årene fremover, og sker som følger af lavere fertilitetsrater. I de senere år er fertilitetsraten faldet i stort set alle regioner i verden - selv i Afrika, hvor fertilitetsraten stadig er høj men faldet fra 5,1 fødsler pr kvinde i 2000-2005 til 4,7 i 2010-2015. Europa er som eneste region gået mod strømmen, og har faktisk oplevet en lille stigning fra 1,4 fødsler pr. kvinde i 2000-2005 til 1,6 fødsler pr. kvinde i 2010-2015. Flere og flere lande på verdensplan ligger dog markant under det anbefalede niveau på 2,1 fødsler pr kvinde, og har gjort det i flere årtier.

**Figur 6: Udviklingen i den globale befolkning**

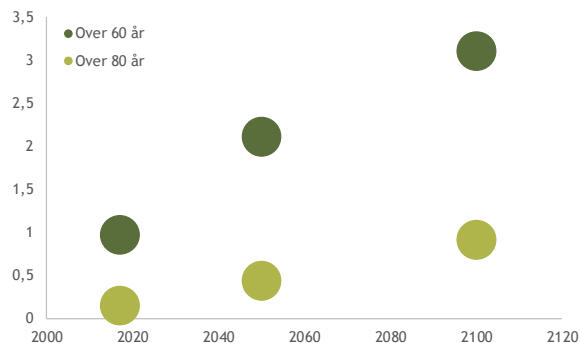


Kilde: FN, World Population Prospects

### » Aldrende befolkninger

Faldet i fertilitetsraten resulterer ikke kun i en aftagende befolkningstilvækst, men betyder samtidig, at befolkningerne rundt omkring i verden bliver ældre. Allerede i år 2020 forventer WHO, at antallet af personer over 60 år for første gang overstiger antallet af børn under 5 år. Udover faldet i fertilitetsraten sker aldringen i befolkningen, fordi vi lever længere, og den forventede levetid på verdensplan er således steget fra 65 år for mænd og 69 år for kvinder i 2000-2005 til 69 år for mænd og 73 år for kvinder i 2010-2015. Der er dog stadig stor forskel landene i mellem.

**Figur 7: Antallet af personer over hhv. 60 og 80 år**



Kilde: FN, World Population Prospects

På verdensplan er der i 2017 mere end 900 mio. mennesker på over 60 år, og tallet forventes ifølge FN at stige til hhv. 2,1 mia. i 2050 og 3,1 mia. i år 2100 (figur 7). Der kommer altså over de næste 30 år til at ske en mere end fordobling af antallet af 60-årige, som samlet set vil udgøre over 21% af den samlede

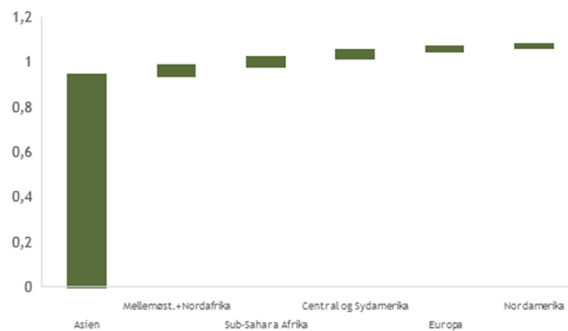
befolkning i 2050. Samtidig forventes der over de næste 30 år en stigning i antallet af 80-årige på over 220%, og som i år 2050 vil udgøre over 4% af den samlede befolkning.

Stigningen i antallet af ældre, hvor der ifølge WHO stadig er meget lille bevis for at ældre i dag er sundere end deres forældre, kan resultere i en højere efterspørgsel efter medicinalsekskabernes produkter i fremtiden. Det kan især blive positivt for de medicinalsekskaber, som har produkter inden for de typiske sygdomme i alderdommen, som er hjerte-kar-sygdomme, gigt, kræft, forskellige luftvejssygdomme, demens herunder den hyppigste form Alzheimers, diabetes, fedme og depression. Derudover får ældre mennesker typisk problemer med hørelsen, knæ og hofterne. Samtidig oplever ældre mennesker ofte flere af de før nævnte tilstande på samme tid. Aldringen i befolkningerne er således en af de globale trends, som vi forventer vil give medicinalsekskaberne en positiv underliggende trend, og derigennem medvirke til, at medicinalektoren også fremover vil vise en stærk indtjeningsstabilitet.

### » Flere i middelklassen

Udover aldringen i befolkningen, kan den forventede stigning i middelklassen ligeledes bidrage positivt til medicinalsekskabernes indtjening i fremtiden. Det forventes, at mellemindkomstgruppen vil stige med i gennemsnit 160 mio. mennesker om året til et niveau på omkring 5,4 mia. i år 2030. Middelklassen vil dermed udgøre over 60% af hele verdens befolkning i år 2030. Det største bidrag til den næste milliard i middelklassen forventes at komme fra Asien, primært fra Kina og Indien som vil stå for knap 78% af stigningen i Asien (se figur 8).

**Figur 8: Bidraget til den næste mia. i middelklassen**



Kilde: Global Economy and Development, Homi Kharas

At gå fra lavindkomstgruppen til mellemindkomstgruppen kan dermed give et enormt boost til forbruget samtidig med, at man ændrer sine forbrugsvaner til den nu højere indkomst. Den stigende indkomst i primært udviklingslandene kan i højere grad give mulighed for en mere vestlig levestil, og derigennem forventes flere mennesker at blive ramt af livsstilssygdomme såsom diabetes, fedme, hjerte-kar-sygdomme og kræft. Dette giver et stort potentiale for de medicinalsekskaber som har produkter inden for disse sygdomme. Stigningen i middelklassen er således



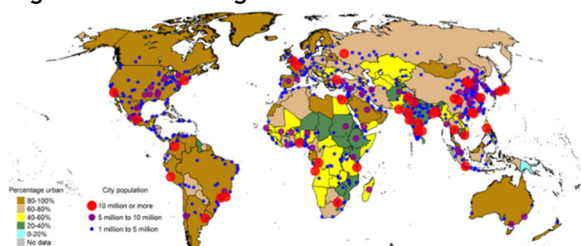
også én af de globale trends, som vi forventer kan medvirke til at medicinalsektoren også i fremtiden vil vise en stærk indtjeningsstabilitet.

### Urbaniseringen

Ligesom den aldrende befolkning og den stigende middelklasse er urbaniseringen en af de globale trends, som har stor indflydelse på sundheden. Mere end halvdelen af verdens befolkning lever iflg. WHO i byerne i dag, og det forventes at andelen vil vokse til 70% i år 2050 - hvilket vil svare til omkring 6,9 mia. mennesker. Mere end 90% af stigningen forventes at komme fra Asien og Afrika, hvor den største vækst ifølge FN forventes at komme i Indien (+404 mio. i 2050), Kina (+292 mio. i 2050) og Nigeria (+212 mio. i 2050).

Samtidig forventes det, at storbyerne med mere end 10 mio. indbyggere vil stige yderligere. I 1990 var der ifølge FN ti storbyer med mere end 10 mio. indbyggere, mens antallet i 2014 var steget til 28 byer (16 i Asien, 4 i Latinamerika, 3 i Afrika, 3 i Europa og 2 i Nordamerika). Det forventes, at antallet af de enorme storbyer vil vokse yderligere over de næste 13 år, til i alt 41 byer med mere end 10 mio. indbyggere i år 2030.

Figur 9: Urbaniseringen i år 2030



Kilde: FN

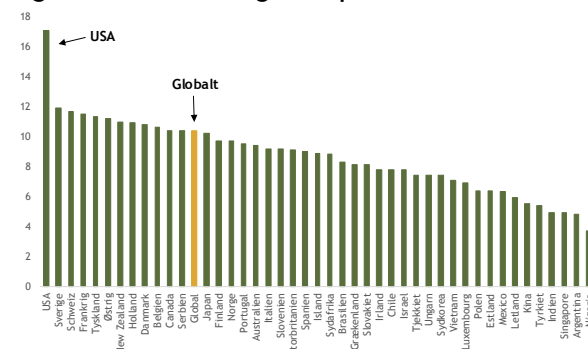
At leve i byerne kan iflg. WHO medføre en lang række af sundhedsrisici, herunder blandt andet luftforurening, øget risiko for trafikulykker, mindre fysisk aktivitet og en mere usund levestil. Samtidig vil en stor del af byboerne blandt andet bo i slumkvarterer, som vil mangle adgang til de mest basale fornødenheder såsom rent vand, hygiejne og bortskaffelsen af affald.

WHO forventer, som følger af urbaniseringen, en øget risiko for flere tilfælde af smitsomme sygdomme såsom HIV/AIDS, Tuberkulose, lungebetændelse og diarré, samt flere tilfælde af ikke-smitsomme sygdomme såsom astma, hjerte-kar-sygdomme, kræft, fedme og diabetes. Særligt kan medicinalsektorerne med produkter inden for disse sygdomme blive påvirket positivt. Urbaniseringen er dermed ligeledes en af de store trends, som vi forventer vil give medicinalsektorerne en positiv underliggende trend, og derigennem påvirke medicinalsektorens indtjeningsstabilitet positivt i årene fremover.

### Presset på de offentlige sundhedsbudgetter

De tre megatrends kan dog også medvirke til langt flere tilfælde af både smitsomme sygdomme (HIV/AIDS, tuberkulose, mfl.) og ikke-smitsomme sygdomme (kræft, diabetes mfl.), hvilket kan lægge yderligere pres på de offentlige sundhedsbudgetter rundt omkring i verden. Sundhedsudgifterne på globalt plan udgør allerede i dag mere end 10% af det globale bruttonationalprodukt (BNP), og tallet forventes at stige yderligere over de næste år. Ifølge Deloitte, svarer det til, at de globale sundhedsudgifter i 2015 udgjorde hele 7 billioner dollars (7.000.000.000.000), og de i forvejen store summer forventes at stige yderligere til mere end 8,7 billioner dollars i 2020. Selvom det forventes, at sundhedsudgifterne i procent af BNP vil stige hurtigere i lav- og mellemindkomst landene, vil det største bidrag stadig komme fra de udviklede lande. USA ligger med en procentdel af BNP på over 17% helt i front over landene som bruger flest penge på sundhedssektoren (se figur 10), og det er derfor ikke den store overraskelse, at sundhedsudgifter og medicinpriser har et stort politisk fokus - hvilket vi også så i den amerikanske præsidentvalgkamp i 2016. Med en procentdel af BNP langt foran det globale gennemsnit, vil det formegentligt heller ikke være sidste gang, at der kommer et stort politisk fokus på netop denne problemstilling. Et øget fokus på de høje og stigende sundhedsudgifter, kan dermed (ligesom i 2016) skabe en enorm usikkerhed omkring medicinalsektorerne fremtidige indtjening. For at dæmpe presset på de stigende sundhedsudgifter, har flere og flere lande valgt at indføre det værdibaserede system, priskontrol samt et større fokus på at forebygge sygdomme.

Figur 10: Sundhedsudgifter i procent af BNP i 2014



Kilde: Verdensbanken, 2014

### Det værdibaserede system

Med udsigterne til et forsat pres på de offentlige sundhedsbudgetter, er der kommet et langt større fokus på at nedbringe udgifterne til sundhedsvæsenet. Her er ét af de tiltag som flere og flere lande begynder at anvende, det værdibaserede "reimbursement-system" fremfor det tidligere volumenbaserede system. Helt simpelt betyder det, at i stedet for at sundhedsudbydere (sygehuse, læger m.fl.) får betaling for antallet af ydelser såsom antallet af konsultationer, behandlinger osv., vil udbydere i fremtiden i højere grad få betaling for kvaliteten og

effekten af deres ydelser. Samtidig skal resultaterne ses i forhold til de omkostninger, som er blevet brugt til at opnå resultaterne. Med det nye system er der således skabt et incitament til at tage højde for omkostningerne, hvilket forventes (med tiden) at have en positiv effekt på de høje sundhedsudgifter og/eller kvaliteten af sundhedsydelserne. Vejen mod det nye system vil dog kun ske gradvist og i små skridt, hvorfor en eventuelt negativ nettoeffekt på medicinalsektorens indtjeningsstabilitet også kun forventes at ske gradvist.

#### ► Priskontrol

I skiftet mod det værdibaserede system har flere lande, ifølge Deloitte, valgt ligeledes at indføre en priskontrol på lægemidler. Fokus er at se på produkternes effekt i forhold til prisen. Medicinalsekskaberne skal således for at kunne retfærdiggøre en højere pris på deres produkter, vise en langt bedre effekt på deres produkter sammenlignet med lignende produkter som allerede er på markedet. Medicinalsekskabernes fremtidige indtjening vil dermed i høj grad afhænge af selskabernes evne til at skabe langt bedre produkter end de nuværende produkter, som derigennem kan retfærdiggøre den højere pris. Medicinalsektorens fremtidige indtjeningsstabilitet vil således afhænge af virksomhedernes evne til at skabe nye og mere innovative produkter.

#### ► Et proaktivt sundhedsvæsen

Livstilssygdomme er med mere end 40 mio. dødsfald om året ifølge WHO allerede i dag den hyppigste dødsårsag. Her udgør hjerte-kar-sygdomme 44%, mens blandt andet kræft, forskellige former for luftvejssygdomme og diabetes udgør hhv. 22%, 10% og 4%. Langt hovedparten af dødsfaldene sker i lav- og mellem-indkomstlandene. De tre megatrends, flere ældre, større middelklasse samt urbaniseringen, kan resultere i flere tilfælde af blandt andet ikke-smitsomme sygdomme, som i fremtiden dermed kan lægge yderligere pres på de globale sundhedsudgifter.

Mange tilfælde af ikke-smitsomme sygdomme kan dog ifølge WHO undgås, og det skal blandt andet ske gennem et øget fokus på risikofaktorerne, såsom brugen af tobak, højt alkoholforbrug, lav fysisk aktivitet og usund kost. At mange tilfælde af livstilssygdomme kan undgås har ifølge Deloitte skabt et større fokus på at være proaktiv frem for reaktiv, hvor man har fokus på forebyggelse og at holde borgerne sunde og raske fremfor at have fokus på sygdommene. Det kan være alt fra at forbyde rygning på fx skoler, kampagner mod højt alkoholforbrug, høje skatter og afgifter på tobak og alkohol, til forskellige former for applikationer til smartphones og andre elektroniske enheder (fx skridttæller, smartwatches) som kan give brugeren et indblik i sit daglige aktivitetsniveau. Især i fremtiden kan brugen af forskellige apps, indopereret chips under huden, andre elektroniske enheder og selv sociale medier give en enorm mængde data, som kan blive bearbejdet og give brugbar information omkring den enkelte borgers

sundhed og give advarsler om tegn på sygdomme og epidemier allerede i de tidlige faser (big data). Det er svært at spå om effekten af det ændrede fokus på sundhed fremfor sygdom og hvordan den teknologiske udvikling og big data vil påvirke sektoren i fremtiden. Big data skal dog for at virke så optimalt som muligt have adgang til alle datakilder herunder adgang til private sundhedsdata og opdateringer på sociale medier, hvilket er en problemstilling der først skal løses. Derudover er der stadig lang vej for mange lav- og mellem-indkomstlande, hvor der er betydelig mindre adgang til medicin og behandlingsmuligheder end i de udviklede lande. Der ligger således stadig et højt og i stor udstrækning uforløst potentiale for medicinalsekskaberne i mange af disse lande, som kan have en positiv effekt på medicinalsektorens indtjeningsstabilitet i mange år fremover. I de udviklede lande er udviklingen mod forebyggelsen af sygdomme stadig i sin begyndelse, hvorfor en markant effekt ikke forventes inden for de nærmeste år.

#### ► Vi sigter mod en mere neutral overvægt i medicinalsektoren

Ud fra ovenstående forventer vi, at medicinalsektoren også fremover vil vise en stærk indtjeningsstabilitet, hvorfor vi også stadig holder fast i vores store eksponering mod medicinalsektoren. Når det så er sagt, kigger vi stadig på en række faktorer for at beslutte om vi inden for vores rammer skal have en undervægt, neutralvægt eller overvægt i den enkelte sektor - eksempelvis om vores overvægt i medicinalsektoren skal være lav, neutral eller høj. I øjeblikket sigter vi mod en mere neutral overvægt.

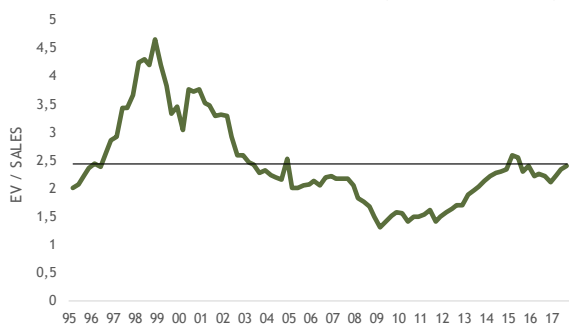
#### ► Medicinalsektorens nuværende prisfastsættelse

I vores beslutningsproces kigger vi, i kraft af vores investeringsfilosofi, i høj grad på prisfastsættelsen i den enkelte sektor både set i forhold til sit historiske niveau (absolut) og set i forhold til de andre sektorer (relativt). Vores prisfastsættelsesmodel har primært til formål objektivt at måle, om markedet i øjeblikket prisfastsætter medicinalsektoren på et ekstremt højt/lavt niveau i forhold til medicinalsekskabernes nuværende indtjening. Er forventningerne til fremtidige produkter skruet for højt op, eller har præsidentvalgekampen skabt en ekstrem pessimisme til medicinalsekskabernes fremtidige indtjening, som dermed gør at medicinalsektorens prisfastsættelse afviger fra sit normalniveau? Vi anvender som oftest Enterprise Value (EV) set i forhold til hhv. omsætningen og driftsindtjeningen. Én af fordelene ved at anvende lige netop Enterprise Value er blandt andet, at den tager højde for kapitalstrukturen, og dermed giver det i vores optik et mere retvisende billede, når vi sammenligner sektorer og virksomheder med hinanden.

I figur 11 har vi illustreret den absolutte prisfastsættelse ved hjælp af EV / Omsætning. Her kan vi se, at medicinalsektoren i øjeblikket handler til en multiple svarende stort set til det historiske gennemsnit. Da en multiple på knap 2,5x ligger inden

for det vi kalder normalintervallet tilsiger den absolutte prisfastsættelse en mere neutral overvægt i medicinalektoren. Medicinalektoren er altså hverken ekstrem billig eller ekstrem dyr.

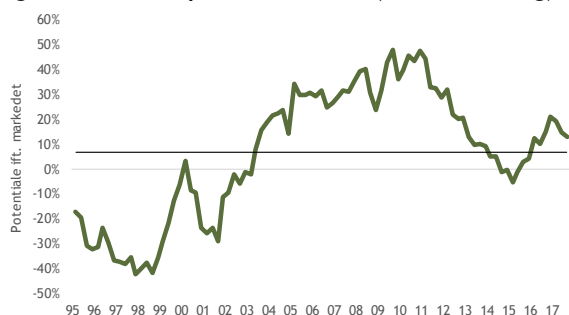
**Figur 11: Absolut prisfastsættelse (EV/Omsætning)**



Kilde: Bloomberg samt egne beregninger

Ser vi i stedet på den relative prisfastsættelse, kan vi se at medicinalektoren i øjeblikket handler med en rabat på omkring 13% ift. markedet (se figur 12). Rabatten ligger dog stadig inden for vores normalinterval, hvilket - ligesom den absolutte prisfastsættelse - tilsiger en mere neutral overvægt i sektoren. Den samme konklusion (både absolut og relativ) gør sig gældende, når vi kigger på EV set i forhold til driftsindtjeningen (er ikke illustreret her).

**Figur 12: Relativ prisfastsættelse (EV/Omsætning)**



Kilde: Bloomberg samt egne beregninger

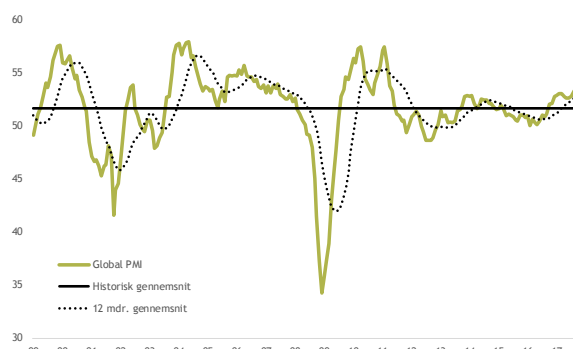
### Den økonomiske aktivitet taler for flere cykliske aktier

Udover selve prisfastsættelsen på den enkelte sektor, ser vi blandt andet også på den nuværende økonomiske aktivitet i samfundet. Da vi har et globalt investeringsunivers (dog ikke Emerging Markets) anvender vi det globale PMI-indeks til at måle den økonomiske aktivitet. Her bliver over 12.000 indkøbschefer i industrien fordelt over 40 lande spurgt om den nuværende aktivitet i deres virksomheder - herunder udviklingen i ordrer, indkøbs- og salgspriser samt beskæftigelsen. Er indekset over 50 er der flere indkøbschefer som melder om fremgang end tilbagegang. USA udgør med en vægt på omkring 22% den største andel i indekset, efterfulgt af Kina med en vægt på knap 12%, Japan knap 8%, Tyskland omkring 5%, Frankrig og Storbritannien knap 4% osv. For at vurdere, hvor den økonomiske aktivitet i samfundet befinder sig i øjeblikket, inddeler vi PMI-

indekset i fire faser. Vi ser på om det globale PMI-indeks er højt eller lavt (over/under det historiske gennemsnit), og om indekset er stigende eller faldende (3mdr. gennemsnit over/under 12 mdr. gennemsnit).

Den globale økonomiske aktivitet er således i vores optik i øjeblikket højt og samtidig stigende (se figur 13). Dette er typisk en situation som favoriserer de mere cykliske sektorer såsom industri fremfor de mere stabile sektorer såsom stabilt forbrug og medicinalektoren. I den nuværende fase tilsiger modellen dog en neutral overvægt i medicinalektoren.

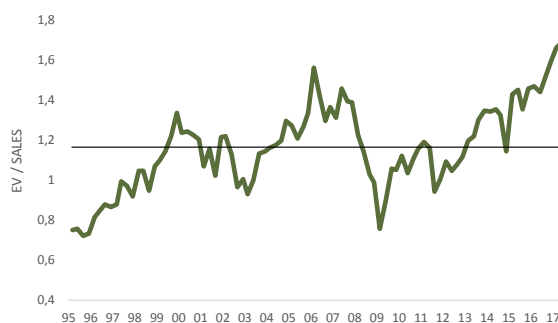
**Figur 13: Indikator for den globale aktivitet**



Kilde: Bloomberg samt egne beregninger

Selvom den økonomiske aktivitet tilsiger en højere vægt i de mere cykliske sektorer, særligt industri, kan vi dog i vores prisfastsættelsesmodel se, at forventningerne til industrisektoren er kommet langt foran de realiserede regnskabstal. I figur 14 har vi netop vist denne tendens. Ikke nok med at Enterprise Value set i forhold til omsætningen i den absolutte prisfastsættelse ligger uden for vores normalinterval, det nuværende niveau har krydset det vi kalder euforigrænsen. Heller ikke i den relative prisfastsættelse er der meget at hente i industrisektoren. Her er der et negativt potentiale på hele 21%, hvilket gør at denne også ligger uden for normalintervallet - dog endnu ikke helt ude i ekstremerne.

**Figur 14: Absolut prisfastsættelse for industrisektoren**



Kilde: Bloomberg samt egne beregninger

## Konklusion

Vi forventer, at medicinalsekskabernes indtjeningsstabilitet også vil fortsætte i årene fremover, og derfor fastholder vi vores overvægt i sektoren. Her kan de tre megatrends, aldringen i befolkningen, større middelklasse samt urbaniseringen, få en positiv effekt på medicinalsekskabernes fremtidige indtjening. De tre megatrends kan dog lægge et yderligere pres på de i forvejen høje sundhedsudgifter. Flere nye initiativer, herunder kvalitet fremfor kvantitet, priskontrol og et større fokus på sundhed frem for sygdom, har dog til formål at afhjælpe de pressede sundhedsudgifter. Initiativerne er kun i sin begyndelse, hvorfor vi ikke forventer en markant effekt på medicinalsekskabernes indtjening lige foreløbig. Samtidig er adgangen til avanceret medicin og behandlinger betydeligt lavere i lav- og mellem-indkomstlandene i forhold til de udviklede lande, hvilket stadig giver medicinal-

selskaberne et stort potentiale. Ud fra medicinalsekskabernes nuværende prisfastsættelse sammenholdt med den nuværende økonomiske aktivitet i samfundet, vil vi her på den korte bane sigte mod en mere neutral overvægt (fra høj overvægt). Tilpasningen vil ske gradvist, og i takt med at forventningerne til nogle af de mere cykliske sektorer - eksempelvis industri - vil falde tilbage til et mere bæredygtigt niveau.

**Figur 15: Fair værdier og afkastpotentialet for vores medicinalsekskaber**

VIRKSOMHED	LAV NETTOGÆLD / EBITDA	POSITIV OG STABIL INDTJENING	SAMFUNDS-ANSVARLIG (ETIK)	FAIR VÆRDI	AFKAST POTENTIALE
BAYER	Ja	Ja	Ja	254	134%
GLAXOSMITHKLINE	Ja	Ja	Ja	42	220%
MERCK KGAA	Ja	Ja	Ja	208	129%
PFIZER	Ja	Ja	Ja	86	144%
ROCHE HLD.	Ja	Ja	Ja	701	207%
SANOFI	Ja	Ja	Ja	191	150%
NOVO NORDISK	Ja	Ja	Ja	607	92%

Kilde: Bloomberg samt egne beregninger

### Ansvarsfraskrivelse

Denne publikation er udgivet af Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S som markedsføringsmateriale og kan ikke anses som investeringsanalyse eller som en opfordring til at købe eller sælge det pågældende værdipapir. Stonehenge påtager sig ikke rådgiveransvar for dispositioner foretaget på baggrund af materialet. Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Stonehenge anser for at være pålideligt samt egne beregninger. Stonehenge tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.