

**Credit Insight: 15. Juli 2019 / IST, KUP**

## Pharma – Erodierende Kreditqualität angesichts Akquisitionshunger und Aktionärspflege

### Branchencharakteristik

Im Bereich der Unternehmensanleihen gehört der Pharmasektor mit stabil hohen Margen, starken Cashflows und einer tiefen Verschuldung traditionell zu den defensiven Sektoren. Weitere Stärken der Pharmaindustrie sind die hohen Markteintrittsbarrieren und die Unabhängigkeit gegenüber dem Konjunkturzyklus, was den Unternehmen generell zu hohen Ratingeinstufungen verhilft. Zusätzlich profitiert der Sektor von der demografischen Entwicklung mit der Zunahme von alterstypischen Erkrankungen wie Diabetes, Demenz, Arthrose oder Herz-Kreislauf-Beschwerden.

Die grössten Umsätze und höchsten Margen werden mit patentgeschützten Originalpräparaten erzielt (sog. Blockbuster-Produkte mit Umsätzen USD >1 Mia.). Sobald diese Patente jedoch auslaufen, schrumpfen sowohl Umsatz als auch Marge aufgrund der Lancierung von Nachahmerprodukten (Generika bzw. Biosimilars). Der Rückgang bei Biopharmazeutika ist dabei aufgrund der aufwändigeren Herstellung bzw. Zulassung (Notwendigkeit eigener Studien) weniger stark ausgeprägt als bei traditionellen Arzneimitteln, welche durch «einfach» herzustellende Generika (Nachweis von Bioäquivalenz und pharmazeutischer Qualität) repliziert werden können.

Um diese Rückgänge kompensieren zu können, richten Pharmaunternehmen ihren Fokus vermehrt auf die schnell wachsenden und hochprofitablen Therapiebereiche der Onkologie oder auf die Behandlung seltener Krankheiten, wo vermehrt auch innovative Zell- und Gentherapien zum Einsatz kommen. Zusammen mit steigenden Anforderungen an Medikamente bezüglich Wirksamkeit, Zweckmässigkeit sowie Wirtschaftlichkeit, welche die Forschungsphase verlängern und die Entwicklungskosten erhöhen, führt dieser Trend zu einer zunehmenden M&A-Aktivität (I-CV Sektor-View: Declining). Dabei stehen die Stärkung und Fokussierung der Kernkompetenzen, die Effizienz sowie die Diversifikation im Vordergrund. Dies führt nicht nur zu Grossfusionen, sondern rückt vor allem auch kleinere (Biotech-)Unternehmen in den Fokus, für welche teilweise, im Verhältnis zur Ertragskraft, sehr hohe Übernahmepreise bezahlt werden (Darstellung 1).

**Darstellung 1: Auswahl von angekündigten Übernahmen im Pharmasektor 2019**

| Käufer               | übernommene Unternehmung | Therapiebereich                    | Kaufpreis (USD) | EV / EBITDA | EV / Sales  |
|----------------------|--------------------------|------------------------------------|-----------------|-------------|-------------|
| Bristol-Myers Squibb | Celgene                  | Onkologie, Immunologie             | 93.4 Mia.       | 15.7x       | 6.1x        |
| AbbVie               | Allergan                 | Immunologie, medizinische Ästhetik | 83.9 Mia.       | 12.0x       | 5.3x        |
| Pfizer               | Array Biopharma          | Onkologie                          | 11.1 Mia.       | EBITDA neg. | 63.8x       |
| Eli Lilly            | Loxo Oncology            | Onkologie                          | 7.4 Mia.        | EBITDA neg. | 50.8x       |
| Roche                | Spark Therapeutics       | Gentherapie                        | 4.2 Mia.        | EBITDA neg. | 65.0x       |
| Bigen                | Nightstar Therapeutics   | Gentherapie                        | 0.8 Mia.        | EBITDA neg. | kein Umsatz |
| Amgen                | Nuevolution              | Onkologie                          | 0.2 Mia.        | EBITDA neg. | 132.5x      |

Quelle: Reuters, I-CV

### Finanzprofile

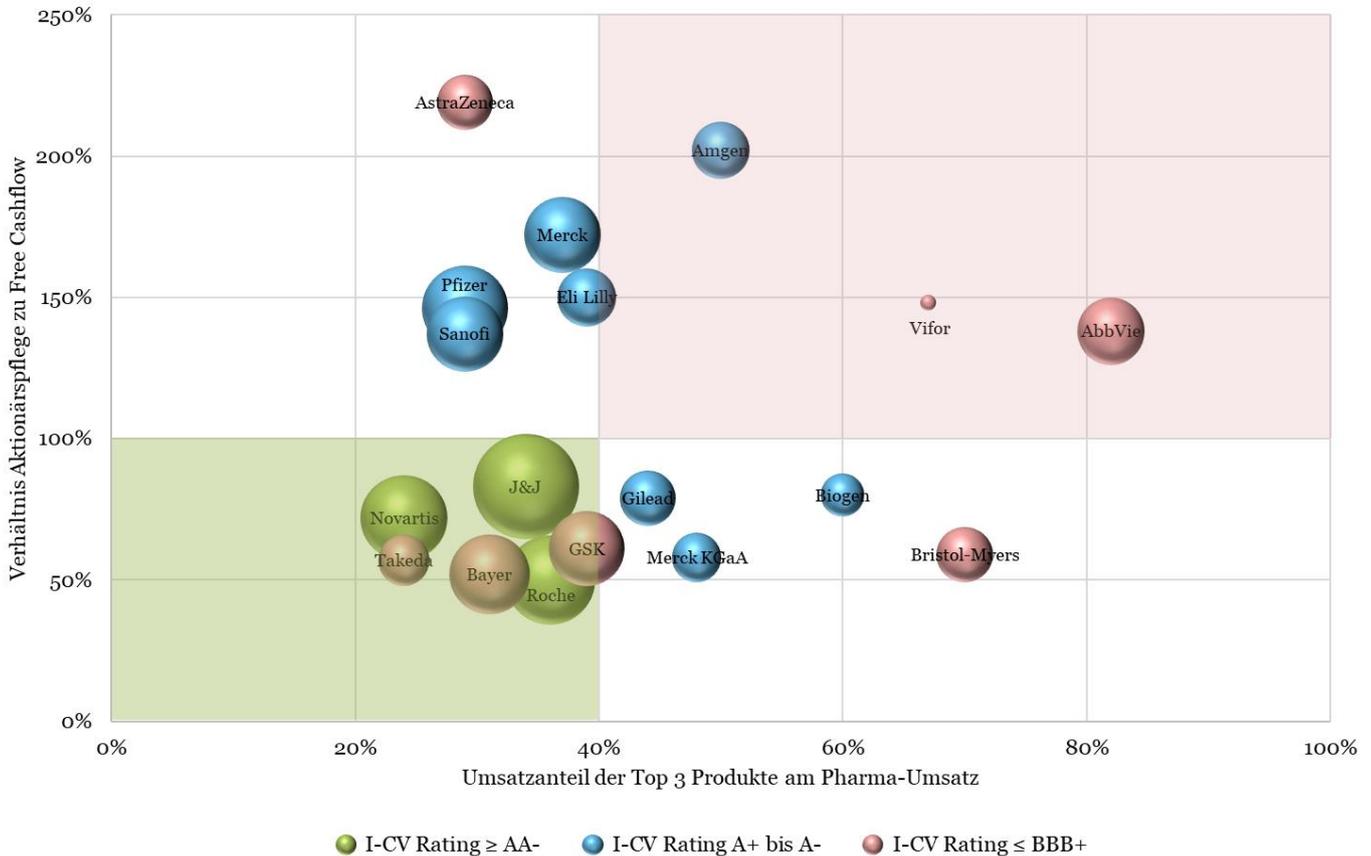
Die Finanzprofile von grossen Pharmaunternehmen waren traditionell von einer tiefen Verschuldung im Verhältnis zur operativen Ertragskraft geprägt, wobei die hohen Cashflows in erster Linie jeweils dazu verwendet wurden, zukünftige Erträge sicherzustellen (Investitionen in Forschung & Entwicklung sowie Akquisitionen).

Die in den letzten Jahren zu beobachtende Entwicklung hingegen zeigt ein etwas anderes Bild. Einerseits ist die Angst vor einer Patentklippe oder der Konkurrenzkampf um innovative Therapien (v.a. im Onkologie-Bereich) so gross, dass teilweise exorbitante Prämien für Start-Up Unternehmen bezahlt werden, auch wenn diese noch gar keine Produktzulassungen vorweisen können. Die Ratingerosion beim Generikahersteller Teva hat gezeigt, dass solche Übernahmen nicht immer von Erfolg gekrönt sind. Aufgrund der schuldenfinanzierten Akquisition von Actavis bei praktisch zeitgleichem Patentverlust auf dem Ertragsträger Copaxone (50% vom Gewinn) wurde das Finanzprofil überstrapaziert und führte zu einem Downgrade in den Non-Investment Grade Bereich.

Andererseits werden Barmittel vermehrt für aktionärsfreundliche Massnahmen verwendet, was aus Gläubigersicht aufgrund des ausbleibenden Langzeitnutzens (Substanzverlust) negativ zu beurteilen ist. So haben die 20 von I-CV eingestufteten Pharmaunternehmen 2018 rund USD 72 Mia. für Dividenden sowie USD 73 Mia. für Aktienrückkaufprogramme aufgewendet, was rund 50% bzw. 51% des freien Cashflows ausmachte (Darstellung 2). Zusammen mit den getätigten Akquisitionen von USD 132 Mia. (inkl. USD 53 Mia. für Bayer/Monsanto und USD 27 Mia. für Takeda/Shire) wurde kumulativ fast doppelt so viel ausgegeben wie operativ erwirtschaftet wurde. Vor allem das Ausmass an Aktienrückkäufen sticht ins Auge, wurden 2017 noch lediglich 25% der kumulierten freien Cashflows dafür aufgewendet.

Diese aggressiv betriebene Aktienkurs-Pflege, aber auch die teuren (z.T. noch zu erwartenden) Akquisitionen führten im Rahmen unserer periodischen Überprüfung zu einigen Rating-Downgrades (Darstellung 3). Allerdings weisen die meisten der von uns eingestufteten Pharma-Konzerne aufgrund der überdurchschnittlich hohen Profitabilität und Cash-Generierung nach wie vor eine sehr hohe Bonität auf.

Darstellung 2: Produktkonzentration und Aktionärspflege (Grösse der Blase stellt den Konzernumsatz dar)



Quelle: Geschäftsberichte, I-CV

### Konklusion / Empfehlung

Der im Pharmasektor beobachtbare Trend steigender Event-Risiken (vermehrte Aktionärspflege; risikoreiche, jedoch essentielle Akquisitionen zur Ergänzung der eigenen Produktpipeline; Druck auf die Medikamentenpreise seitens der Gesundheitsbehörden sowie potenzielle Rechtsrisiken im Zusammenhang mit Bussgelder oder Schadenersatzzahlungen) führt kurz- bis mittelfristig zu einer Abschwächung der Finanzprofile der betroffenen Unternehmen. Weiter interessant zu beobachten ist, dass Unternehmen, welche eine hohe Produktkonzentration ausweisen, vermehrt zu transformatorischen Zukäufen tendieren: Bristol-Myers Squibb mit einer Umsatzkonzentration von 70% in den drei meistverkauften Produkten (GJ18) lancierte die Übernahmewelle 2019 mit dem Kauf von Celgene für USD 93 Mia. und AbbVie mit einer Produktkonzentration von über 80% gab kürzlich den Kauf von Allergan für USD 84 Mia. bekannt. Die Wahrscheinlichkeit, dass Biogen (Konzentration von 60%) ebenfalls eine grössere Akquisition anstrebt, ist mit dem Abbruch eines sich in Phase III befindenden Alzheimermedikaments Anfang des Jahres ebenfalls erheblich gestiegen. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen bevorzugen wir Unternehmen mit einer breiten Produktdiversifikation sowie konservativer Finanzpolitik wie Johnson & Johnson, Roche, Novartis oder auch Bristol-Myers Squibb, wo wir nach dem Zusammenschluss mit Celgene eine positive Entwicklung des Finanzprofils sowie eine Abnahme der Produktkonzentration erwarten.

Darstellung 3: Ausgewählte Sektorübersicht

| Schuldner             | Kennzahlen 2018       |                  |                           | I-CV          |                     | I-CV            |                       |
|-----------------------|-----------------------|------------------|---------------------------|---------------|---------------------|-----------------|-----------------------|
|                       | Umsatz in<br>Mia. USD | EBITDA-<br>Marge | Net<br>Leverage<br>(adj.) | Rating<br>neu | Fundamentals<br>neu | Rating<br>zuvor | Fundamentals<br>zuvor |
| Johnson & Johnson     | 81.6                  | 38%              | 0.4                       |               |                     |                 |                       |
| Roche                 | 58.1                  | 41%              | 0.3                       |               |                     |                 |                       |
| Novartis              | 53.6                  | 30%              | 1.1                       |               |                     |                 |                       |
| Pfizer                | 53.6                  | 48%              | 1.0                       |               |                     |                 |                       |
| Merck & Co.           | 42.3                  | 45%              | 0.9                       |               |                     |                 |                       |
| Sanofi                | 42.1                  | 27%              | 1.9                       |               |                     |                 |                       |
| Eli Lilly             | 24.6                  | 33%              | 0.7                       |               |                     |                 |                       |
| Amgen                 | 23.7                  | 53%              | 0.4                       |               |                     |                 |                       |
| Gilead                | 22.1                  | 49%              | net cash                  |               |                     |                 |                       |
| Merck KGaA            | 17.5                  | 28%              | 1.8                       |               |                     |                 |                       |
| Biogen                | 13.5                  | 56%              | 0.2                       |               |                     |                 |                       |
| GlaxoSmithKline       | 41.1                  | 33%              | 2.3                       |               |                     |                 |                       |
| Bristol-Myers Squibb* | 22.6                  | 32%              | net cash                  |               |                     |                 |                       |
| AstraZeneca           | 22.1                  | 33%              | 1.8                       |               |                     |                 |                       |
| Bayer/Monsanto        | 46.8                  | 26%              | 3.7                       |               |                     |                 |                       |
| AbbVie**              | 32.8                  | 47%              | 2.2                       |               |                     |                 |                       |
| Takeda/Shire***       | 18.9                  | 22%              | 6.0                       |               |                     |                 |                       |
| Mylan                 | 11.4                  | 33%              | 3.8                       |               |                     |                 |                       |
| Vifor                 | 1.7                   | 25%              | 0.7                       |               |                     |                 |                       |
| Teva                  | 18.9                  | 29%              | 5.1                       |               |                     |                 |                       |

**I-CV Kunden vorbehalten.  
Interessenten melden sich  
bitte über [info@i-cv.ch](mailto:info@i-cv.ch).**

\*) ohne Celgene, \*\*) ohne Allergan, \*\*\*) GJ19

Quelle: Geschäftsberichte, Bloomberg, I-CV

**Disclaimer**

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.