

HEALTHCARE

# La salute che non delude

*Dopo un 2018 mediamente positivo, i titoli farmaceutici e biotecnologici possono dare soddisfazioni anche nell'anno appena iniziato. E gli Usa la fanno da padroni*

di Fausto Tenini

**D**ifficile identificare settori ad alto valore aggiunto nell'attuale contesto di mercato. Ma la fusione annunciata a inizio gennaio che interesserà i titoli **Bristol-Myers Squibb** e **Celgene** ha immediatamente riaperto i riflettori su un comparto che viene guardato dagli investitori anche per le forti possibilità di m&a: il biomedicale. Il vasto mondo dell'healthcare può a sua volta essere suddiviso in aziende più vicine al concetto **salute-beni di consumo** contrapposte a società ad alto tasso di crescita, come il **biotech**.

Nel primo caso ci si riferisce a società che offrono beni e servizi di massa, nel contesto medicale e farmaceutico, caratterizzate da una dinamica relativamente stabile dei prezzi delle azioni nel tempo; nel secondo caso ad aziende che lavorano a volte su progetti specifici e con volatilità dei prezzi molto elevata, spesso soggetti ad acquisizioni da parte di competitor, fattore che ne determina molte volte l'appetibilità da parte degli investitori in cerca di elevate performance. E **tra i pochi segni positivi** del 2018 spiccano proprio i titoli di questo settore allargato, in grado di evidenziare una forza relativa crescente rispetto al mercato per tutto l'anno, che solo nel mese di dicembre ha

evidenziato segnali contrastanti. Ma, come sempre, non si può fare di tutta l'erba un fascio, e all'interno di una offerta di società così elevata è necessario identificare le migliori opportunità ed evitare i cavalli che ormai hanno già corso troppo. *Patrimoni* ha selezionato un panel di gestori specializzati per capire come posizionarsi al meglio nel 2019 su questo asset. Per **Paul Vrouwes**, senior portfolio manager di NN Investment Partners, «il settore è ancora sottovalutato ed è quindi attraente, sia storicamente sia rispetto ad altri settori. Troppe incertezze a livello globale favoriscono comparti difensivi rispetto a quelli più ciclici. Cosa ancor più importante, il settore riporta una crescita positiva degli utili e la manterrà nel prossimo futuro. La crescita a lungo termine del comparto dovrebbe essere sostenuta da alcuni forti trend demografici globali: una popolazione mondiale in aumento e più vecchia nonché un'assistenza sanitaria nei mercati emergenti più accessibile a fasce più ampie della popolazione». **Aneta Wynimko**, gestore del fondo FF Global Demographics Fund, è a sua volta convinta che «l'inasprimento della politica monetaria da parte della Fed ha fatto percepire i suoi effetti sugli asset dei mercati emergenti, e il clima d'incertezza creato da dazi, Brexit e sviluppi



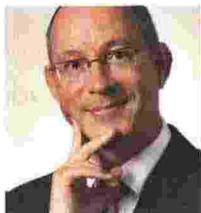
**Paul Vrouwes,**  
senior portfolio  
manager  
di NN Investment  
Partners

politici in Italia hanno aggiunto preoccupazioni. In tale contesto, è probabile che l'healthcare sarà difensivo rispetto al mercato. La crescita del settore si è dimostrata strutturale e di lungo termine per alcuni fattori, come l'invecchiamento della popolazione, la crescente diffusione di malattie e le nuove tecnologie, e resta relativamente immune alle fluttuazioni macroeconomiche. Ci aspettiamo che continuino i timori sui prezzi dei farmaci e che il dibattito rispetto a questo tema aumenti man mano che ci si avvicina alle elezioni presidenziali del 2020 negli Stati Uniti. Di conseguenza, sebbene i farmaceutici siano un sotto-settore piuttosto difensivo, i crescenti punti interrogativi rispetto alla sostenibilità della crescita all'interno del sotto-settore potrebbero emergere nel breve termine. Ciò detto, vi sono molte opportunità di investimento nel settore stesso e l'outlook complessivo è relativamente positivo».

Mentre **Rudi Van Den Eynde**, head of thematic global equity di Candriam, pone l'accento sulle potenzialità del m&a



Aneta Wynimko,  
gestore  
del fondo FF Global  
Demographics Fund



Van Den Eynde,  
head of thematic  
global equity  
di Candriam



Gianpaolo Nodari,  
amministratore  
delegato  
di J. Lamarck

del biotech. Infatti, «a metà dicembre la Fda aveva approvato 56 nuovi farmaci (contro i 46 di tutto il 2017), e nonostante questo il settore biotech ha leggermente sottoperformato il mercato in generale, per via di diversi fattori. Innanzitutto, i mercati azionari in generale, ma soprattutto i titoli growth, hanno avuto un quarto trimestre più difficile. Essendo il biotech un settore assolutamente growth non è sfuggito a questa correzione, con valutazioni a livelli molto bassi. Nel lungo periodo ci aspettiamo che prevalga la logica, dato che lo sviluppo e la vendita dei farmaci non sono ovviamente legati al commercio globale, ai tassi di interesse o allo slancio economico. Un secondo fattore è il persistente dibattito sui prezzi dei farmaci, che sembra improbabile che scompaia nel breve termine. Tuttavia, dovremmo tenere in considerazione che la spesa farmaceutica rappresenta solo il 10% circa di quella sanitaria totale. Le aziende che propongono soluzioni innovative per la salute degli esseri umani dovrebbero avere un futuro roseo. Infine, il facile accesso al capitale ha reso molte piccole aziende del settore del biotech resistenti alle acquisizioni, disposte a lanciare i farmaci per conto proprio, cosa che si è rivelata difficile senza un partner farmaceutico con esperienza commerciale e presenza globale. Il risultato è stato una performance debole delle società commerciali early stage sul mercato azionario. Con l'azzeramento delle valutazioni, esse diventano obiettivi interessanti per le aziende farmaceutiche. In conclusione, l'm&a dovrebbe sostenere il settore nel 2019».

**Gianpaolo Nodari**, amministratore delegato di **J. Lamarck**, ritiene che «aumentare ora, gradualmente, l'esposizione del portafoglio a questo tema potrebbe consentire di acquisire a buon prezzo aziende i cui multipli sono divenuti eccezionalmente attraenti. La fine del ciclo elettorale unita ad alcune misure di sollievo relative al recente, seppur temporaneo, accordo tariffario con la Cina, sono fattori che riteniamo possano

consentire un discreto recupero e un rafforzamento del settore. La situazione del mercato rimane tuttavia sensibile alle speculazioni e alle azioni della politica monetaria che deciderà di perseguire la Fed anche se riteniamo che il settore abbia tutte le caratteristiche per resistere alla correzione attuale visto che oggi la maggior parte delle aziende biotecnologiche è ben finanziata attraverso i mercati pubblici e privati. La biotecnologia continua a essere una fonte chiave di prodotti per l'industria sanitaria. I produttori farmaceutici hanno più opzioni che mai per accelerare il trasferimento di tecnologia, il che aiuta a introdurre nuovi trattamenti sul mercato molto più rapidamente che in passato».

### LA CRESCITA DEL SETTORE SI È DIMOSTRATA STRUTTURALE E DI LUNGO TERMINE

Infine **Vinay Thapar**, gestore del fondo AB International Health Care di AllianceBernstein, pensa che la performance delle aziende healthcare «dipenda in maniera specifica dalle loro opportunità di investimento e potenziale redditività. È vero che ci sono state scoperte fondamentali nel ramo dell'oncologia e della genetica, soprattutto per società di piccola e media capitalizzazione, ma è importante sottolineare che i grandi gruppi di tecnologia medica hanno saputo dare prova di essere in grado di combinare in maniera virtuosa elementi come innovazione, crescita e redditività. Siamo convinti che le società in grado di innovare e abbassare i propri costi siano le meglio posizionate per una sovraperformance di lungo periodo. Il fattore politico, infine, non è una fonte di particolare preoccupazione all'interno del comparto. Ritengo infatti che le politiche perseguite da Trump e Obama siano in realtà abbastanza allineate. Obama ha lavorato per estendere l'accesso alle cure sanitarie, mentre le politiche dell'attuale presidente Usa si stanno focalizzando

nel contenimento dei costi, un'iniziativa che tradizionalmente appartiene più ai democratici che ai repubblicani. Abbiamo disegnato la nostra strategia di portafoglio in modo che sia immune da qualsiasi cambiamento del contesto macroeconomico o politico. Cerchiamo società che operano in un ecosistema virtuoso, ovvero che sviluppano prodotti che sono molto buoni per i pazienti, che abbassano i costi per la sanità e che permettono all'azienda di crescere».

Vrouwes ritiene così che «il processo d'investimento dovrebbe adottare sia fonti di alpha fondamentali sia comportamentali. Ci adattiamo alle circostanze di mercato, usiamo big data e tecnologie innovative oltre che personalizzate su ciò che funziona meglio per le aziende dell'healthcare. La costruzione del portafoglio si concentra sulla **selezione di società** in modo da consentire di essere esposti alle fonti di alpha desiderate applicando al contempo una rigorosa gestione del rischio. Esempi di fonti di alpha sono **quality, momentum, value e sentiment**, mentre la localizzazione geografica non è un criterio. È probabile che molte società genereranno elevati livelli di free cash flow che si tradurranno in una qualche forma di impiego di capitale (o una combinazione): maggiori dividendi cash, maggiori buy back, consolidamento. Ci concentriamo sulle società la cui valutazione non è ancora equa secondo modelli di valutazione e assessment proprietari. I **farmaci generici** in segmenti di mercato competitivi negli Stati Uniti e in Giappone dovrebbero registrare la maggiore pressione sui prezzi. I segmenti di **apparecchiature, servizi e strutture mediche** dovrebbero essere quelli più stabili all'interno del più ampio comparto sanitario. Le **scorte** di apparecchiature mediche beneficiano in particolare di cicli di vita dei prodotti relativamente più lunghi, di una minore concorrenza a causa delle maggiori barriere all'ingresso e delle tendenze demografiche globali positive».

Anche Wynimko preferisce adottare ►►

HEALTHCARE

un **approccio bottom-up**, con scarsa influenza dell'aspetto geografico. Abbiamo un sovrappeso strutturale nei mercati emergenti, dato che molte aree sono ben posizionate per trarre benefici dai trend di lungo termine legati alla demografia. Negli Stati Uniti abbiamo investito in numerose società: attrezzature mediche e fornitura di servizi per l'healthcare rappresentano aree chiave. In Europa abbiamo invece investito in aziende che producono **beni di marca**, che beneficiano del cambiamento degli stili di consumo nei mercati emergenti. Quando prendiamo in considerazione potenziali opportunità di investimento, cerchiamo titoli dove i **trend demografici** sono il fattore più importante per la crescita dei profitti. Ci concentriamo su società che sono ben posizionate per guadagnare quote di mercato e per ottenere rendimenti sostenibili nel lungo periodo. Le valutazioni devono essere allettanti per offrire un rischio/rendimento favorevole. Il fondo investe quindi tenendo conto di **tre temi principali**: la crescita della popolazione, la crescita della classe media e l'invecchiamento della popolazione. La crescita della classe media, soprattutto nei mercati emergenti, dovrebbe avere significativi effetti economici e demografici, come, ad esempio, una crescente domanda di **beni secondari** e una conseguente maggiore spesa per il tempo libero, l'e-commerce e i viaggi. Infine, a causa dell'invecchiamento della



Vinay Thapar,  
gestore del fondo  
AB International  
Health Care di  
AllianceBernstein

popolazione, maggiori risorse dovranno essere destinate alla sanità, data la crescente diffusione di malattie croniche». Van Den Eynde guarda invece in primis agli Usa, in quanto «si ritiene che il settore sarà ancora **dominato dalle società americane** nel futuro prossimo, poiché la maggior parte delle innovazioni origina negli Stati Uniti. Il fondo Candriam Equities Biotechnology punta a capitalizzare dai grandi miglioramenti della ricerca farmaceutica e dallo sviluppo che deriva da una migliore comprensione dell'eziologia e della patofisiologia delle malattie. La strategia investe in un range globale di grandi e piccole capitalizzazioni, basando il processo di investimento e la selezione dei titoli su un'attenta **analisi di dati clinici e pre-clinici**. Adottiamo un processo di investimento bottom-up costruito su un'analisi completa e su una profonda comprensione dei dati clinici. Il fondo investe sia in grandi aziende redditizie a uno stadio commerciale sia in società più piccole ancora in una fase investigativa, più volatili ma potenzialmente più performanti.

Nodari si focalizza su un portafoglio che «predilige un'esposizione maggiore in aziende Usa, visto che gli Stati Uniti sono un'autentica culla per le biotecnologie; insieme a diverse partecipazioni in aziende europee, soprattutto **danesi e svedesi** visto che questi paesi sono molto innovativi in termini di investimenti nel settore. Il nostro focus è sulle aziende biofarmaceutiche mature e sulle società con prodotti in fase di sviluppo, privilegiando quelle impegnate nella lotta alle **patologie più complesse**. Altre chiavi di scelta sono il livello del management, le alleanze e le relazioni strategiche con il mondo accademico che garantisce l'accesso in anteprima alle scoperte scientifiche, senza dimenticare la presenza di alti tassi di crescita e di un'ampia piattaforma tecnologica che potrebbe far diventare i soggetti scelti leader del settore. Normalmente più del 50% del portafoglio viene allocato fra aziende che hanno **caratteristiche da top tier** e cioè con alta capitalizzazione e ampio fatturato, a cui si aggiungono posizioni in aziende con **elevati tassi di crescita**. Attualmente i nostri investimenti sono principalmente concentrati nell'oncologia, nelle malattie metaboliche, nella terapia genica ed antivirali. La popolazione mondiale sta invecchiando e questo comporterà un aumento della domanda di prodotti e servizi sanitari».

Infine Thapar segnala che «il portafoglio investe soprattutto in titoli statunitensi. Noi preferiamo concentrarci sul **ritorno sul capitale investito (Roic)** e sul **tasso di reinvestimento**, una metrica sottovalutata nella valutazione dei fondamentali di business. Crediamo inoltre sia importante avere una **visione olistica** del comparto sanitario piuttosto che adottare focus specifici (come le biotecnologie, i dispositivi medici, ecc). Una delle aree che vediamo molto positivamente è quella del **telehealth**, la distribuzione di servizi sanitari e informazioni attraverso tecnologie di telecomunicazione. Quest'area cerca di diminuire drasticamente i costi collegando i pazienti e i dottori al di fuori delle strutture ospedaliere. Un esempio all'interno del nostro portafoglio è Teladoc, una società di telehealth che ha un network di dottori al quale il paziente può accedere tramite smartphone o tablet. I dottori possono fare una diagnosi rapida e inviare la prescrizione, abbassando così il conto a carico del paziente». (riproduzione riservata)

FONDI E SALUTE

Fondo	Isin	Categoria	Dev. Std	1 Anno	3 Anni	5 Anni
AB - International Health Care Portfolio	LU0251853072	Azionari Settore Salute	11,11	9,5%	6,6%	14,1%
Selectra J. Lamarck Biotech	LU0574993464	Azionari Settore Biotecnologia	25,8	-3,2%	5,2%	11,7%
NN (L) Health Care	LU0341736642	Azionari Settore Salute	11,58	8,3%	4,6%	11,8%
Polar Capital Biotechnology	IE00BF23BV98	Azionari Settore Biotecnologia	21,32	-0,5%	4,3%	19,1%
BlackRock World Healthscience	LU0122379950	Azionari Settore Salute	12,89	8,0%	4,0%	12,5%
Polar Capital Healthcare Blue Chip	IE00BPRBXW35	Azionari Settore Salute	11,24	2,3%	1,9%	-
Raiffeisen HealthCare Aktien	AT0000712716	Azionari Settore Salute	12,46	4,6%	1,8%	9,2%
Fidelity Global Health Care	LU0261952419	Azionari Settore Salute	11,95	8,2%	1,5%	10,7%
Wellington Global Health Care Equity	IE00BF2ZV854	Azionari Settore Salute	16,94	-0,1%	0,6%	-
Zeus Capital DNA Biotech	LU1023363994	Azionari Settore Biotecnologia	24,85	-4,5%	0,4%	-
JPMorgan Global Healthcare	LU0880062913	Azionari Settore Salute	14,36	6,7%	0,3%	9,0%
Candriam Biotechnology	LU1269736838	Azionari Settore Biotecnologia	24,46	-2,4%	-1,4%	-
UBS (Lux) Biotech	LU0069152568	Azionari Settore Biotecnologia	23,47	-4,5%	-2,2%	10,4%
Pictet Biotech	LU0255977372	Azionari Settore Biotecnologia	23,39	-8,3%	-5,6%	7,0%
Franklin Biotechnology Discovery	LU0109394709	Azionari Settore Biotecnologia	24,41	-7,8%	-5,6%	7,7%
SEB Concept Biotechnology	LU0385485148	Azionari Settore Biotecnologia	18,3	-5,5%	-8,2%	6,2%

dati Morningstar aggiornati al 7-1-2019