

Kvalitetselskaber eksponeret mod trends i demografi og sundhedstilstand

I den kommende investeringsforening, Furesø Globale Kvalitetsaktier, investerer vi indenfor 6 udvalgte markeder med gode og gerne strukturelle vækstmuligheder. Et af disse markeder har vi kaldt for "Sundhedssektoren". Indenfor sundhedssektoren er vi blandt andet fokuseret på selskaber, der nyder godt af den forventede demografiske udvikling og livstilsrelaterede sygdomme. Det har vi skrevet om på de følgende sider, hvor du kan læse om:

- De væsentligste demografiske trends
- Udviklingen i sundhedstilstanden globalt og i USA
- Et udpluk af selskaber med eksponering til den aldrende befolkning og livstilssygdomme

Noten er generelt informationsmateriale om den kommende investeringsforening og ikke investeringsrådgivning. **Se venligst ansvarsfraskrivelsen på den sidste side.**

20% flere mennesker på kloden i 2050. Store regionale forskelle:

Tabellen herunder viser ændringen i det forventede antal indbyggere for udvalgte regioner målt imod 2022.

Stigning i indbyggere vs. 2022	Globalt	Afrika	Asien	Europa	Latinamerika	Nordamerika	US	Kina	Japan	Danmark
2030	7%	20%	5%	-1%	6%	4%	4%	-1%	-4%	4%
2040	15%	47%	10%	-3%	11%	9%	8%	-3%	-10%	7%
2050	22%	74%	12%	-5%	13%	12%	11%	-8%	-16%	10%
2100	30%	175%	-1%	-21%	-2%	19%	16%	-46%	-41%	21%

Kilde: UN World Population Prospects 2022, Furesø Kapitalforvaltning

FN forventer, at der i 2050 vil være godt 10 mia. mennesker på kloden. Det er 1,7 mia. mere end i 2022, og 60% af befolkningstilvæksten vil ske på det afrikanske kontinent. Indbyggertallet stiger også i Nordamerika og Asien, men i Europa, Kina og Japan ventes der et lavere indbyggertal.

Udviklingen er bemærkelsesværdig i Asien. 35 år med et-barns politik i Kina har sat sine spor, og indbyggertallet ventes at falde med 8% frem mod 2050 og hele 46% mod år 2100. Ifølge FN skal fødselsraten ligge på 2,1 barn per kvinde for at holde befolkningstallet konstant. Japan og Kina har ligget herunder siden starten af 1990'erne for Kinas vedkommende og siden midten af 70'erne i Japan. Således ventes Japans befolkning at falde med 16% frem mod 2050 og 41% i år 2100.

Økonomisk vækst er bl.a. drevet af en stigende arbejdsstyrke, og dermed bliver betingelserne for vækst sværere i regioner med faldende indbyggertal.

Antallet af ældre fordobles i 2050 og øges med 30% allerede i 2030:

Den naturlige konsekvens af faldende fødselsrater er en aldrende befolkning, og tabellen herunder viser udviklingen i den del af befolkningen, som er over 65 år.

65+ vs. 2022	Globalt	Afrika	Asien	Europa	Latinamerika	Nordamerika	US	Kina	Japan	Danmark
2030	29%	35%	33%	16%	35%	25%	25%	32%	0%	14%
2040	70%	96%	82%	30%	82%	42%	42%	84%	6%	28%
2050	105%	187%	121%	39%	134%	54%	53%	102%	5%	31%
2100	218%	1046%	199%	32%	241%	110%	107%	60%	-23%	79%

Kilde: UN World Population Prospects 2022, Furesø Kapitalforvaltning

Antallet af ældre fordobles i 2050, og allerede i 2030 ventes der at være omtrent 30% flere i aldersgruppen over 65 år. Det svarer til 3,2% vækst p.a. i antallet af ældre imod 0,9% vækst for den samlede befolkning. I grove træk bør virksomheder udelukkende med eksponering til den aldrende befolkning dermed vise en

volumenvækst, der er omtrent 2%-point højere end virksomheder med en bred eksponering. Det lyder ikke af så meget, men på 10 år giver det omtrent 20% mere i omsætning til selskaber som er eksponerede mod den aldrende befolkning.

Udfordrende udvikling i forholdet mellem arbejdsstyrken og ældrebefolkningen:

Tabellen herunder viser udviklingen i arbejdsstyrken, der ofte defineres som personer fra 15 til 64 år. Den globale arbejdsstyrke stiger med 7% frem mod 2030, svarende til en vækst på 0,9% p.a. Vækstraten for arbejdsstyrken falder jo længere perioder, man måler over. Målt mod år 2100 er væksten 0,2%.

15-64 årige vs. 2022	Globalt	Afrika	Asien	Europa	Latinamerika	Nordamerika	US	Kina	Japan	Danmark
2030	7%	24%	6%	-4%	6%	1%	1%	-1%	-5%	0%
2040	13%	58%	7%	-9%	9%	3%	3%	-12%	-17%	0%
2050	18%	93%	6%	-16%	8%	5%	4%	-22%	-26%	4%
2100	19%	217%	-16%	-34%	-21%	2%	0%	-62%	-49%	5%

Kilde: UN World Population Prospects 2022, Furesø Kapitalforvaltning

Kina og Japans demografiske udfordringer springer igen i øjnene. Arbejdsstyrken falder med ca. 20% frem mod 2050 og udviser et meget markant fald mod år 2100, ca. 60% og 50% for henholdsvis Kina og Japan. Europa med faldende arbejdsstyrke ser også bekymrende ud.

Kombinationen af en faldende arbejdsstyrke og en stigende ældrebefolkning kan være udfordrende. Ældrebefolkningens indtægtskilder er deres offentlige og private pensioner. Samtidig anvender ældrebefolkningen, af åbenlyse årsager, sundhedssystemet i langt højere grad. De årlige sundhedsudgifter for en amerikaner over 65 år, vurderedes i 2021 til omtrent 19.000 USD mod 7.100 USD for personer under 65. Groft sagt anvender ældrebefolkningen næsten tre gange så meget på sundhedssektoren om året.

Problematikken med en arbejdsstyrke, der ikke vokser lige så hurtigt som ældrebefolkningen, er vist nedenfor. Tabellen viser antallet af personer i arbejdsstyrken relativt til antallet af ældre.

	Globalt	Afrika	Asien	Europa	Latinamerika	Nordamerika	US	Kina	Japan	Danmark
2022	6,6	16,2	7,0	3,3	7,3	3,8	3,8	5,0	2,0	3,1
2030	5,5	14,9	5,5	2,7	5,8	3,0	3,1	3,8	1,8	2,7
2040	4,4	13,1	4,1	2,3	4,4	2,7	2,7	2,4	1,5	2,4
2050	3,8	10,9	3,3	2,0	3,4	2,5	2,6	1,9	1,4	2,5
2100	2,5	4,5	1,9	1,6	1,7	1,8	1,8	1,2	1,3	1,8
Ændring 2050 vs. 2022	-2,8	-5,3	-3,6	-1,3	-4,0	-1,2	-1,2	-3,1	-0,6	-0,6
Ændring 2030 vs. 2022	-1,1	-1,3	-1,4	-0,5	-1,6	-0,7	-0,7	-1,3	-0,1	-0,4

Kilde: UN World Population Prospects 2022, Furesø Kapitalforvaltning

I dag er der 6,6 personer i arbejdsstyrken for hver indbygger over 65 år, dette forhold falder til 3,8 personer i 2050. Den langsigtede bevægelse er derfor, ikke overraskende, at der er færre i arbejdsstyrken til at understøtte ældrebefolkningen. Udover flere ældre i sundhedssystemet så er folkesundheden også en vigtig parameter for staternes udgifter men også forretningsmulighederne for nogle af selskaberne i vores investeringsunivers indenfor Sundhedssektoren.

Europæere lever 5 sunde år længere end for 20 år siden. Men ingen forbedring i USA.

Den forventede levealder er normalt en af de målestokke, som man betragter, når sundhedstilstanden i en befolkning skal vurderes. Tabellen herunder viser, at den globale befolkning i gennemsnit lever 7 år længere end de gjorde for godt 20 år siden. En stor del af forbedringen skyldes levetidsforbedringer i befolkningstunge Kina, Indien og Afrika, men levetiden er også steget i USA og Europa. Baseret på levetid alene ville man vurdere, at sundhedstilstanden globalt har været stigende.

Forventet levetid	Globalt	USA	Europa	Tyskland	UK	Danmark	Kina	Japan	Indien	Afrika	Brasilien
2000	67	77	73	78	78	77	72	81	62	53	71
2019	73	79	78	82	81	81	77	84	71	64	76
Ændring i levetid	7	2	6	4	4	4	6	3	9	12	4

Kilde: WHO, Furesø Kapitalforvaltning

Man kan også forsøge at medtage kvaliteten af de liv, der leves. Her kan man anvende en justeret levetid fra WHO. Den hedder HALE, eller Health Adjusted Life Expectancy. Her fratrækkes den forventede periode, hvor man ikke er rask. Tabellen herunder viser udviklingen i den forventede raske levetid (HALE).

Forventet rask levetid	Globalt	USA	Europa	Tyskland	UK	Danmark	Kina	Japan	Indien	Afrika	Brasilien
2000	58	66	63	69	68	68	64	72	53	46	62
2019	64	66	68	71	70	71	69	74	60	56	65
Ændring	5	0	5	2	3	3	5	3	7	10	4
Rask levetid i %	87%	84%	87%	87%	86%	87%	88%	88%	85%	87%	86%

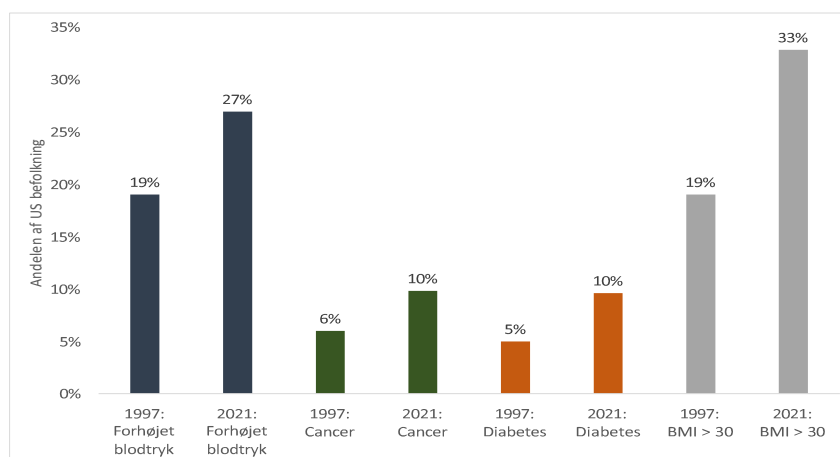
Kilde: WHO, Furesø Kapitalforvaltning

Den globale befolkning lever 87% af deres tid som raske og 13% uden at være raske. Når man er begyndt at leve længere, så bør man forvente, at en større andel af levetiden ikke er som fuldstændig rask. Således er de 7 år i forbedret levetid globalt nu reduceret til 5 år, når man betragter den raske levetid. Det er værd at bemærke, at der i USA ikke er sket en forbedring i den raske levetid over de sidste godt 20 år. Således lever europæere nu to raske år længere end amerikanere, hvor man for 20 år siden levede 3 raske år mindre.

4 mia. overvægtige personer forventes i 2035. Kroniske sygdomme på fremmarch:

USA bruger ca. 4,400 mia. USD på sundhedsudgifter årligt, hvilket udgør 18% af BNP imod 10% i OECD landene. I det perspektiv kan det undre, at USA ligger dårligere på mange målepunkter indenfor sundhed, herunder levetid, andelen af befolkningen med kroniske sygdomme, overvægt osv.

Figuren herunder viser, at den amerikanske befolkning i stigende grad lider af kroniske sygdomme, såsom forhøjet blodtryk, kræft og diabetes. De vigtigste årsager til kroniske sygdomme er rygning, alkohol, dårlig kost og mangel på fysisk aktivitet. Dårlig kost og mangel på fysisk aktivitet medfører overvægt, og i dag er 43% af den voksne amerikanske befolkning overvægtige (BMI>25). Ser man på overvægtige med BMI over 30, er denne andel steget fra 19% i 1997 til 33% i 2021.



Kilde: National Center for Health Statistics, Furesø Kapitalforvaltning

Den kedelige udvikling har store konsekvenser, idet livskvalitet og levetiden for de ramte reduceres. En person med forhøjet blodtryk lever i gennemsnit 6 raske år mindre, og har man diabetes, vil man forventeligt leve 10 raske år mindre.

De økonomiske konsekvenser er også markante. I 2020 estimerede den amerikanske tænketank, Milken Institute, at de økonomiske konsekvenser relateret til overvægt i USA androg 1.400 mia. USD. Udover direkte omkostninger, såsom medicin, lægebesøg og hospitalsophold, så indeholder estimatet også tabte arbejdsdage og må formodes at være meget usikkert.

Det globale perspektiv kan illustreres i tabellen herunder.

Globalt	2020	2025	2030	2035	Vækst 2020-2035
Personer med BMI over 25, mio. personer	2.603	3.041	3.507	4.005	2,9%
Personer med BMI over 30, mio. personer	988	1.249	1.556	1.914	4,5%
Andel af befolkning med BMI >25	38,0%	42,0%	46,0%	51,0%	-
Omkostninger ved overvægtige, USD mia.	1.960	2.470	3.223	4.320	5,4%

Kilde: World Obesity Federation, Furesø Kapitalforvaltning

Antallet af overvægtige ventes at stige fra 2,6mia. mennesker til 4mia. i 2035, hvilket er mere end halvdelen af klodens befolkning, som er 5 år eller ældre. World Obesity Federation estimerer, at omkostningerne ved overvægt globalt er omkring 2.000 mia. USD i 2020 og mere end 4.000 mia. USD i 2035 svarende til næsten 3% af det globale BNP.

Hvilke selskaber, kunne være godt positioneret?

De demografiske forhold og udviklingen indenfor kroniske sygdomme, som vi har gennemgået ovenfor, bør medføre gode betingelser for strukturel vækst indenfor sundhedssektoren. Amerikanske CMS forventer, at udgifterne til det amerikanske sundhedsvæsen vil stige fra 4.500 mia. USD i 2022 til 6.700 mia. USD i 2030, svarende til en stigning på 4,6% om året, hvilket er et fint udgangspunkt for værdiskabelse. Nogle af de vigtigste investeringsmæssige muligheder kan i vores optik kredse om:

- Antallet af ældre stiger med 30% og skaber øgede sundhedsudgifter og aldersrelateret forbrug.
- Efterspørgslen stiger efter forebyggelse og behandling af alders- og livsstilsrelaterede sygdomme.
- Behovet for opsparing stiger pga. længere levetider og større finansieringsbyrde på arbejdsstyrken.
- Stigende behov for sundhedsforsikringer hvis det offentlige har svært ved at opretholde kvaliteten.

Tabellen herunder viser hvilke kroniske sygdomme, som personer i USA over 65 år lider af:

Kroniske sygdomme (Medicare) personer >65 år	Gnst. andel 2007-2018
Forhøjet blodtryk	60%
Forhøjet kolesterol	48%
Åreforkalkning	31%
Leddegigt	31%
Diabetes	27%
Kronisk nyresygdom	18%
Hjertefejl	16%
Depression	13%
Alzheimers/Demens	12%
Kronisk obstruktiv lungesygdom	11%

Kilde: CMS, Furesø Kapitalforvaltning

Udover ovenstående kroniske sygdomme, så nævner WHO følgende som nogle af de væsentligste tilstande, som ældre oplever: Tab af hørelse, grå stær og nærsynethed, kroniske ryg- og nakkesmerter samt slidgigt.

I vores investeringsunivers indenfor Sundhedssektoren er der en række selskaber, der har en god eksponering mod ovenstående trends og sygdomme. Herunder vil vi nævne nogle af disse:

- Vi vil starte med at nævne det amerikanske medtech selskab Edwards Lifescience, der producerer udstyr til behandling af hjertesygdomme. Når man bliver ældre, har man højere risiko for, at hjerteklappen ikke kan åbne ordentligt, og hullet i hjerteklappen er indsnævret. Edwards Lifescience

er markedsledende indenfor behandling og erstatning af hjerteklapper. Hvis man ser i tabellen ovenfor, vil man også lægge mærke til hvor stor en andel af personer over 65 år under Medicare, som lider af en eller anden form for hjertesygdom. Hjertekarsygdomme er faktisk den hyppigste dødsårsag på globalt plan. Edwards er også et selskab af høj kvalitet, med fine marginer på omkring de 30% og konsensus forventer, at de skal vokse med 11% over de næste 3 år. Edwards Lifescience handler til 24x indtjeningen for 2024. I denne sammenhæng er det værd at nævne, at "fedmeselskabernes" succes også har påvirket kurserne negativt i andre selskaber, der nyder godt af fedme. Eksempelvis er aktiekursen for amerikanske ResMed faldet 35% i år, blandt andet fordi sandsynligheden for at lide af søvnapnø er næsten dobbelt så høj hos overvægtige som hos andre. ResMed sælger udstyr til personer, der lider af søvnapnø. Edwards aktiekurs har også klaret sig mindre godt i år, -7% i skrivende stund, og man kan nok heller ikke komme udenom, at potentialet for Edwards er mindre, hvis fedmemedicin bliver vidt udbredt. Det vil dog koste voldsomt mange penge, hvis fedmemedicin skal være bredt tilgængeligt.

- Det leder os til "fedmeselskaberne", og indenfor pharma kan man ikke undgå at nævne Novo Nordisk og Eli Lilly, der, som de fleste ved, har stor eksponering mod diabetes og fedme. Man kan hurtigt drømme vilde scenarier frem for begge selskaber, hvis World Obesity Federation har ret i, at der i 2030 er 1,6 mia. mennesker med et BMI over 30. Listepriisen for et års forbrug af Wegovy er ca. 16.000 USD i USA. Hvis alle amerikanere med et BMI over 30 kommer på Wegovy til 40% rabat, så vil det koste ca. 1.000 mia. USD. Antager man, at 10% af amerikanerne med et BMI over 30 kommer på et fedmemiddel til rabatprisen. Ja, så er markedspotentialet i USA alene 100mia. USD om året. Vi vil ikke kloge os på den rette kombination af pris vs. tilgængelighed og fedmemarkedets størrelse, udover at konkludere at markedspotentialet er meget væsentligt. Det er dog "kun" knap 400mia. USD som anvendes på receptpligtig medicin i USA om året. Fedmemedicin vil derfor udgøre en væsentlig forøgelse af de samlede medicinudgifter hvis markedspotentialet skal lande på 100mia. USD. Hvorvidt det kan retfærdiggøres af de sundhedsmæssige – og økonomiske gevinster ved de forventede vægttab kan vi ikke svare på. Novo Nordisk SELECT studie er dog et vigtigt argument i den debat og mon ikke der er gang i lommeregneren hos sundhedsforsikringselskaberne og de offentlige myndigheder. Baggrunden for at nævne Novo Nordisk i dette skriv er åbenlys, men deres forretningsmæssige succes eksemplificerer samtidigt hvor vigtigt det er at have styr på de strukturelle muligheder for et selskab. Det kendetegner også, hvor vi som investor lægger vores tid og fokus i arbejdet med vores investeringsunivers.
- Vi vil også nævne et mindre selskab, nemlig det tyske medtech-selskab Carl Zeiss Meditec. Carl Zeiss Meditec har en markedsværdi på 6,8 mia. EUR og laver primært udstyr til diagnosticering og behandling af øjensygdomme, eksempelvis med udstyr indenfor laserkirurgi. Sygdomme som grå stær, langsynethed og alderspletter er aldersbetinget og Type-2 diabetikere har op til 3x så stor risiko for et nedsat syn. Antallet af personer med stærk nærsynethed ventes også at stige med godt 120 mio. mennesker frem mod 2030, og analysebureauet Marketscope forventer, at avancerede IOL-operationer, hvor øjets linse udskiftes med et implantat, vil vokse med ca. 10% om året. Her har Carl Zeiss væsentlig eksponering. Aktiekursen har være plaget af Covid-nedlukning i Kina, knas i forsyningskæderne og i takt med genåbningen har der været behov for, at lagrene nedbringes hos deres distributører i Kina. Carl Zeiss Meditech er 59% ejet af Carl Zeiss AG, der tænker meget langsigtet og prioriterer forskning og udvikling meget højt. Det kan vi godt lide, fordi det sikrer den fremtidige vækst og konkurrenceevne. Det betyder også, at rentabiliteten ligger under, hvad selskabet formår på længere sigt, og det koster på marginerne på den kortere bane. Carl Zeiss Meditec har nogle fine

vækstudsigter og er på vores radar. Det virker dog som en case, hvor det godt kan blive lidt dårligere inden bunden på marginerne er set, og analytikerne får tilpasset estimaterne fuldt ud. Refinitiv konsensus regner p.t. med, at Carl Zeiss Meditec vokser 9% om året over de næste 3 år med en margin omkring de 18%, selskabets egen målsætning er 20% på sigt. Selskabet handler til 24x indtjeningen for 2024.

- Vi vil også nævne selskaber som Demant og Unitedhealth Group. Demant og deres konkurrent Sonova sælger, som de fleste ved, høreapparater. De har en fornuftig vækstprofil drevet af en aldrende befolkning, og de rapporterer fornuftig rentabilitet. Konsensus (Refinitiv) forventer Demant skal øge sin topline med 9% p.a. over de næste 3 år med en margin på 19%. Demant og Sonova handler til 19-20x 2024 indtjeningen for 2024. Unitedhealth Group er også et interessant selskab der har en stærk markedsposition som er central i den amerikanske sundhedssektor. De driver USA's største sundhedsforsikringselskab og gennem selskabet Optum, er de også en af landets største pharmacy benefit managers (PBM) med årlige lægemiddelindkøb for mere end 120 mia. USD og 67,000 apoteker i deres netværk. Unitedhealth Group har en målsætning om at øge indtjeningen per aktie med 13-16% om året, deres marginer er ikke så høje (ca. 8-9%), men de binder ikke så meget kapital og kan derfor levere et afkast på den investerede kapital på ca. 20%. Konsensus (Refinitiv) forventer at Unitedhealth øger omsætningen med 9% over de næste 3 år, og aktien handler til 19x indtjeningen for 2024.

Ovenstående selskaber er blot et udpluk af vores investeringsunivers indenfor markedet, vi har kaldt for Sundhedssektoren, og vi håber, du synes det har været spændende at læse lidt mere om udviklingen i den globale demografi og sundhedstilstand.

Ansvarsfraskrivelse:

Alt indhold i denne note er generelt informationsmateriale om den kommende investeringsforening.

Det er ikke et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller de enkeltaktier der nævnes.

Noten er ikke investeringsrådgivning og kan indeholde udsagn om fremtiden. Udviklingen i fremtiden kan være væsentlig forskellig fra disse udsagn.

Historiske afkast er ikke garanti for fremtidige afkast.