



Nyhedsbrev nr. 2

Nyheder siden sidst:

Godkendt af Finanstilsynet

Tegningsperiode i marts/april

Invest Administration som administrationselskab

Deltagelse i Millionærklubben

Tema:

Trends i demografi og sundhed

Kvartalets investeringscase:

Edwards Lifesciences

Ansvarsfraskrivelse:

Alt indhold i dette nyhedsbrev er generelt informationsmateriale om den kommende investeringsforening Furesø Globale Kvalitetsaktier.

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

Nyhedsbrevet 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.

Nyheder siden sidst

I vores andet nyhedsbrev kan du blive opdateret på de vigtigste nyheder for investeringsforeningen Furesø Globale Kvalitetsaktier, læse vores tematiske skriv om trends indenfor demografi og sundhed, samt kvartalets investeringscase. Det amerikanske selskab Edwards Lifesciences. God fornøjelse.

Godkendelse fra Finanstilsynet og forventet tegningsperiode i marts/april 2024.

Furesø Kapitalforvaltning har i starten af januar fået Finanstilsynets tilladelse til at drive virksomhed som investeringsrådgiver. Det er derfor vores forventning, at vi kan køre en tegningsperiode i slutningen af marts eller i april måned. De sidste par bump på vejen der skal forceres er, at vores administrationsselskab skal have godkendt en ny afdeling og der vil også være sagsbehandlingstid hos Nasdaq København. Vi er meget glade for den gode interesse og de tilsagn, som vi har fået indtil videre og ser frem til endnu flere møder med medinvestorer i den kommende tid. Er du også interesseret i Furesø Globale Kvalitetsaktier, kan du kontakte Simon Christensen på simon@furesoekapital.dk eller telefon 30 51 56 69.

Aftale med administrationsselskabet Invest Administration:

I februar 2024 forventer vi at indgå en aftale med Invest Administration om administration af den kommende investeringsforening. Furesø Globale Kvalitetsaktier bliver dermed en afdeling under investeringsforeningen IA Invest, der administreres af Invest Administration. Dette har været planen fra opstarten af Furesø Kapitalforvaltning. 0,15% af vores omkostningsprocent går til administrationsselskabet. Til gengæld håndterer de en række praktiske processer omkring administrationen af foreningen. F.eks. emission og indløsning af investeringsforeningsbeviser, beregning af indre værdi, revision etc. Når administrationen er outsourcet så kan vi frigøre tid til, at koncentrere os endnu mere om porteføljeforvaltningen. Invest Administration har eksisteret siden 1971 og man kan læse mere på www.ia.dk

Deltagelse i Millionærklubben:

Siden sidste kvartalsbrev synes vi det er værd og nævne vores deltagelse i den populære podcast Millionærklubben med værten Bodil Johanne Gantzel og medvært Lau Svendsen. Det var både sjovt, interessant og vi har fået god feedback fra en række lyttere. Podcasten omhandler en af de markeder og temaer som vi investerer indenfor, nemlig sundhedssektoren. Vi har stillet skarpt på udviklingen indenfor demografi og en række kroniske sygdomme. Du kan høre podcasten på dette link og i øvrigt læse meget mere om dette i nyhedsbrevets tematiske del.

<https://www.euroinvestor.dk/podcast/millionaerklubben-paa-forkant-med-fremtiden>



Tema: Kvalitetsselskaber eksponeret til trends i demografi og sundhed

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. Vi skrev om dette tema på vores hjemmeside og talte også om dette i podcasten Millionærklubben.

Vi synes ikke vores læsere af nyhedsbrevet skal snydes og artiklen er gengivet herunder. Ligeledes har vi valgt at gå lidt mere i dybden med et selskab indenfor denne sektor i "kvartalets investeringscase".

På de følgende sider, kan du 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

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%

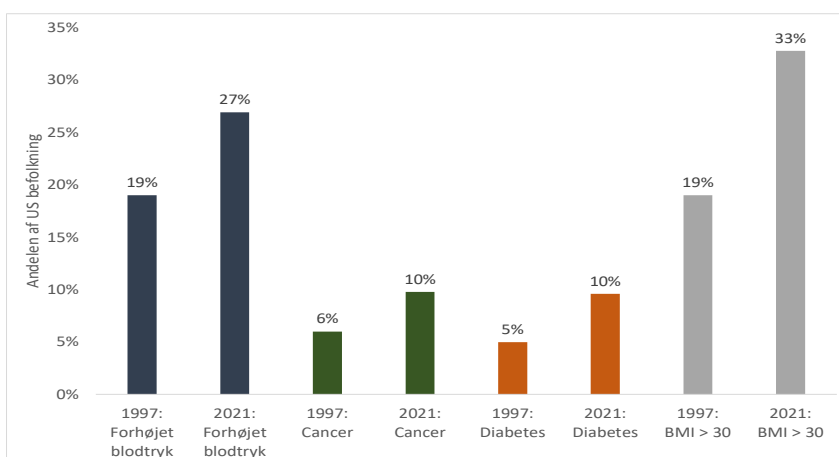
Kilde: WHO, Furesø Kapitalforvaltning

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, langsyn, 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 10% over de næste 3 år. Edwards Lifescience handler til 26x indtjeningen for 2024. Du kan læse mere om Edwards Lifesciences i næste afsnit af nyhedsbrevet, som vi har kaldt for "kvartalets investeringscase".

- 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 kløge 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 9 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 Meditec 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% p.a. over de næste 3 år med en margin omkring de 18%, selskabets egen målsætning er 20% på sigt. Selskabet handler til 29x 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 topinje med 9% p.a. over de næste 3 år med en margin på ca. 19%. Demant og Sonova handler til 23-24x 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 sundhedsforsikringsselskab 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 10% over de næste 3 år, og aktien handler til 20x 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.

Kvartalets investeringscase: Edwards Lifesciences

I forlængelse af den tematiske note om demografi og sundhedstilstanden ovenfor har vi valgt, at skrive et lidt længere skriv om en af selskaberne som passer godt ind i de trends som vi har nævnt. Selskabet er Edwards Lifesciences.

Edwards Lifesciences er et amerikansk Medtech selskab, der er noteret på NYSE med en markedsværdi på 45mia. USD. Edwards sælger systemer til at udskifte og reparere hjerteklapper til patienter der lider af primært to hjertesygdomme. Den mest almindelige hjertelidelse som de er eksponeret imod er aortastenose (AS) hvor hjerteklappen til aorta er beskadiget af forkalkning og den kan derfor ikke åbne og lukke ordentligt. Den anden sygdom som de afhjælper er MR, eller Mitral Valve Regurgitation. Hvis man lider af MR så fungerer "mitral-hjerteklappen" ikke ordentligt, og der flyder blod tilbage hvor det kom fra og det pumpes ikke korrekt videre ud gennem aorta. Mitral-klappen sidder mellem øvre og nedre hjertekammer i venstre side af hjertet. Man kan også have den samme lidelse, bare i højre side. Så hedder lidelsen TR, eller Tricuspid Valve Regurgitation. Edwards produkter anvendes altså primært til patienter med AS, MR eller TR. Alle disse lidelser fører til, at hjertet overbelastes, arbejder hårdere og kan med tiden føre til hjertestop.

	2022	Sidste 5år
Divisionsopdeling	Andel af omsætning	Oms. Vækst
TAVR - Transcatheter Aortic Valve Replacement	65%	12%
TMTT - Transcatheter Mitral and Tricuspid Therapies	2%	n.a.
Surgical structural heart	17%	2%
Critical care	16%	7%
Edwards Lifesciences total	100%	9%

Kilde: Edwards Lifesciences, Furesø Kapitalforvaltning.

Edwards rapporter på 4 divisioner. TAVR, TMTT, Surgical og Critical Care. TAVR produkterne anvendes i patienter med AS, TMTT anvendes i patienter med MR eller TR. Surgical divisionen sælger primært hjerteklapper som anvendes når man behandler ovennævnte sygdomme kirurgisk. Critical Care er overvågningssystemer til hjertepatienter. Selskabets omsætning er i 2022 fordelt med 59% i USA, 22% i Europa, 9% i Japan og 11% i resten af verden. Den primære kundegruppe for Edwards er offentlige og private hospitaler, hvor proceduren udføres af en kardiolog.

Den vigtigste division og forstå er TAVR som står for Transcatheter Aortic Valve Replacement. Når en patient diagnosticeres med alvorlig AS så er sandsynligheden for at dø indenfor 2 år omkring 50% og 80% efter 5år. Til trods herfor, så er det kun 12% af alle der har alvorlig AS som bliver behandlet. Dem der behandles, vil typisk få erstattet den defekte hjerteklap med et implantat. Proceduren udføres ved at indsætte den nye hjerteklap gennem et kateder som føres gennem aorta via lysken. Edwards produkt SAPIEN er markedsledende indenfor TAVR og ved at gå via lysken undgår man en større operation hvor brystkassen åbnes, hjertet sættes ikke i stå, risikoen for patienten er lavere, restitutionstiden er kortere og det samme er operationstiden. Ser man over de sidste 10 år, så har denne mindre invasive behandlingsmetode medført, at de fleste udskiftninger af aorta hjerteklapper nu sker vha. TAVR proceduren i stedet for et kirurgisk indgreb gennem brystkassen.

Billedet herunder viser et udpluk af Edwards produkter indenfor de fire divisioner og du kan se en illustration på YouTube der viser hvordan en TAVR procedure udføres. Linket er herunder:

<https://www.youtube.com/watch?v=LjeTOQ-UmYE>



Kvalitetsanalyse:

Edwards Lifesciences har en stærk markedsposition indenfor behandling af AS, MR og TR. Indenfor TAVR er de markedsledende med markedsandele på mellem 50% og 70% afhængig af hvilket marked man ser på. Edwards konkurrenter er Medtronic der sidder på omkring 25% af markedet, Abott Labs og Boston Scientific.

Edwards har skabt deres position gennem innovativ og succesfuld R&D. De har ca. 1000 aktive patenter og har over de sidste 10 år brugt ca. 6bn USD på R&D, svarende til 17% af omsætningen. Til sammenligning bruger MDT 8% og Abott Labs 6% på R&D. Udover Edwards teknologiske lederskab, så er det væsentligt at der er udført mere end 1mio. TAVR procedurer med Edwards SAPIEN platforme og de har mere end 20 års klinisk erfaring indenfor TAVR.

Edwards Lifesciences		Sidste 5 år	2022	Estimat næste 3 år
Vækst	Omsætningsvækst	9%	3%	10%
	EPS vækst	14%	2%	10%
Rentabilitet	EBIT margin	26%	32%	30%
	Afkast på investeret kapital	27%	27%	28%
	Frit cashflow % omsætning	20%	18%	20%
Kapitalintensitet	Capex i % af omsætning	6,5%	4,5%	5,3%
	Nettoarb.kapital i % af oms.	24%	24%	24%
	Frit cashflow % af resultat	84%	64%	87%
	Inv. Kapital % af omsætning	93%	105%	93%
Risiko	Nettogæld / EBITDA	-0,3	-0,1	-0,3
	Bruttomargin	76%	80%	77%
	Aktiekurs beta	1,05	n.m	n.m.

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning.

Edwards har høje og stabile bruttomarginer på omkring 75% og over de sidste 10 år har de groft sagt ligget mellem 73% og 76%, hvilket indikerer en god pricing power. Driftens rentabilitet målt på EBIT marginen er omkring de 30%, hvilket er 10 %-point højere end selskaber indenfor udstyr til sundhedssektoren, medtech, og endnu højere end sundhedssektoren generelt. Edwards kapitalbinding kunne være en anelse bedre men investeringsbehovet er ikke så højt og derfor kan de levere afkast på den investerede kapital efter skat som er tæt på 30%. Edwards har ingen nettogæld.

Med udgangspunkt i Edwards stærke markedsposition, forretningsmodel og fortsatte R&D lederskab indenfor udskiftning og reparation af hjerteklapper, vurderer vi, at selskabet vil være i stand til at levere en attraktiv rentabilitet også fremadrettet.

Vækstanalyse:

Edwards topline er vokset med 9% p.a. over de sidste 5 år og EBIT med 10%. TAVR produkterne blev introduceret i 2010 og på dette tidspunkt udgjorde Surgical divisionen 50% af omsætningen. I takt med udbredelsen af TAVR proceduren er TAVR divisionen vokset fra 14% af omsætningen i 2010 til 65% i 2022.

Edwards har estimeret at deres samlede marked er omkring 10bn USD i 2022. Dette marked forventes at være 20bn USD i 2028. Det svarer til en vækst på omkring 12% om året og svarer nogenlunde til toplinevæksten over de sidste 10 år på 11%. Vi mener de væsentligste vækst drivere fremadrettet skal findes i:

- Den aldrende befolkning i Edwards hovedmarkeder vokser med ca. 2,5% p.a. frem mod 2030
- Folk lever længere og risikoen for AS er markant højere for folk over 75.
- På trods af den høje dødelighed, er det kun 13% af dem der lider af alvorlig AS, som behandles. Der er derfor gode vækstmuligheder i øget diagnosticering og behandling af alvorlige AS tilfælde.
- Der er dobbelt så mange mennesker med en moderat udgave af AS som dem med alvorlig AS. Symptomerne og skaderne på hjertet forværres over tid og vi tror at Edwards på længere sigt vil få væsentlig indtjening også fra denne population af potentielle patienter.
- Der er p.t. 4mio. mennesker i USA med MR eller TR og mindre end 2% behandles. Dette er den langsigtede vækst driver for TMTT divisionen.
- Edwards sælger primært i USA, Europa og Japan. Derfor er det også et markedspotentiale i primært Asien.

Alt i alt vurderer vi, at vækstudsigterne for Edwards er gode og strukturelle. På den baggrund estimerer vi, at toplinevæksten indenfor overskuelig fremtid vil være omkring 10%. For 2023 har Edwards guidet for 11-13% vækst og for 2024 regner de med en vækst på 8-10%.

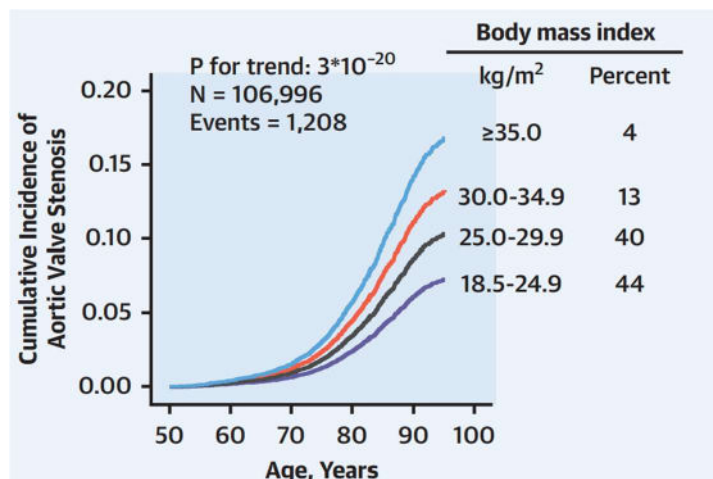
Risikoanalyse:

De væsentligste strukturelle risici for lavere vækst eller rentabilitet mener vi kan relateres til følgende.

Massiv udbredelse af fedmemedicin:

En række af selskaberne indenfor medtech er blevet ramt af hvad man kan kalde for en omvendt Novo Nordisk. Hermed ment at markedet er blevet bekymret for, at en bred udbredelse af fedmemedicin globalt og i USA i særdeleshed kan få negative konsekvenser for efterspørgslen efter andre selskabers produkter. Eksempelvis skal der foretages færre knæoperationer, der vil være en mindre population af folk der lider af søvnapnø og SELECT studiet fra Novo viste en 20% reduktion i det man kalder for MACE. MACE står for Major Adverse Cardiovascular Event og dækker over ikke dødelige blodpropper i hjernen eller kranspulsårerne, samt død forårsaget af kardiovaskulær sygdomme.

Aorta stenose eller indsnævring af aorta hjerteklappen skyldes som regel alderdom og aldersrelateret åreforkalkning. Et studie publiceret af 3 danske forskere viser, at der er en højere sandsynlighed for at få aorta stenose hvis man lider af overvægt. Det er især gældende for meget gamle personer og kan ses i figuren herunder.



Kilde: Journal of the American College of Cardiology, 2020.

For en normalvægtig person på 80 år er risikoen for AS ca. 3% og for en person med BMI på 30-35 er den omkring 5%. Hvis der i en (usandsynlig?) fremtid ikke findes overvægtige mennesker fordi de alle behandles med fedmemedicin, så er vores meget usikre vurdering, at populationen af personer med aorta stenose vil falde med omkring 30%. Det er ikke billigt at uddele fedmemedicin til hele verden eller bare alle amerikanere. Antager man en 50% rabat på Wegovy i forhold til listepriisen og at 20% af amerikanerne med BMI over 30 skal behandles, så vil det koste patienter, forsikringselskaber og det offentlige i omegnen af 160mia. USD per år. I dette scenarie vil vi vurdere at det samlede marked for Edwards indenfor AS vil blive reduceret med omkring 6%.

Selvom udrulningen af fedmemedicin godt kan påvirke risikoappetitten i en sektor og en aktie som Edwards, så vurderer vi, at den langsigtede risiko for en markant reduktion i markedspotentialet er acceptabel. Vi læner os især op ad de mange andre muligheder for at øge forretningsomfanget som der er nævnt ovenfor og de væsentlige udgifter der er forbundet med masseanvendelse af fedmemedicin.

Væksten i TMTT har initialt været lidt lavere end ventet:

TMTT divisionen er en lille andel af Edwards koncernen i dag, men en vigtig del af den fremtidige vækst. Edwards produkt Pascal er basalt set en avanceret klemme som sættes på mitral hjerteklappen og dermed afhjælper den lidelse der hedder MR, hvor der løber blod tilbage gennem mitral klappen. Systemet har vist gode resultater også lidt bedre end Abbott Labs konkurrerende produkt. I 2024 og 2025/26 venter man at Edwards produkter til at udskifte mitral og tricuspid hjerteklapperne godkendes i USA, de resultater der har været annonceret hidtil har set lovende ud og Edwards er first mover, ligesom de var i TAVR for mere end 10 år siden. Timingen for omsætningen er dog svær at spå om.

I forbindelse med Edwards kapitalmarkedsdag i 2022 fortalte selskabet at de mener markedet for TMTT kunne være omkring 5bn USD i 2028. På den seneste kapitalmarkedsdag i december 2023, mener de stadig at markedet for TMTT kan være over 5bn USD, men sætter ikke årstal på længere. I vores optik skyldes det formentlig at den initiale penetration af markedet med Pascal har været langsommere end selskabet havde håbet på.

Selvom TMTT er en mindre andel af selskabet idag, så er der over de næste 5 år formentlig lagt omkring 1-2mia. USD ind i ekstra omsætning fra divisionen i analytikernes estimater. Vores fortolkning af

kommunikationen på kapitalmarkedsdagen er, at Edwards er mere positive på TAVR og lidt mere usikker på den hastighed hvormed TMTT divisionen kan udvikle sig.

Boston Scientific kommer tilbage på markedet i 2024:

I april 2019 fik konkurrenten, Boston Scientific godkendelse af de amerikanske sundhedsmyndigheder til at sælge deres TAVR produkt kaldet Lotus. Mindre end 2 år senere, november 2020, tilbagekalder Boston Lotus platformen på grund af problemer med det udstyr som anvendes til at indsætte hjerteklappen. Boston kommer dog tilbage på markedet i 2024 med en ny platform og man kan være bekymret for at de vil tage markedsandele fra Edwards og Medtronic. Indtil videre har vi ikke set resultater der peger i retning af, at Bostons nye platform viser bedre resultater i form af lavere dødelighed, mindre sandsynlig for senere brug af pacemaker etc. Man skal altid tage sine konkurrenter seriøst, men for nærværende virker det ikke som en gamechanger for industrien.

Spinoff af Critical Care:

Critical care divisionen udgør 16% af omsætningen og har vokset fornuftigt over de seneste år. I forbindelse med Edwards kapitalmarkedsdag annoncerede man et spin-off af critical care divisionen. Det skyldes at patientgrupperne i Critical Care og resten af koncernen er blevet mere heterogene samt et ønske om og fokusere Edwards kapitalallokering og ledelsestid endnu mere på hjerteklapper og hjerterelaterede sygdomme. Critical care divisionen bliver udskilt af Edwards og børsnoteres selvstændigt. Sådan noget koster altid cashflow men man kan også overveje om Edwards har forsøgt at sælge Critical Care divisionen, inden de melder et spin-off ud. Det har de sikkert, eller også regner de med at kunne lokke eventuelle købere ud af busken med denne udmelding. Under alle omstændigheder er det noget der skaber lidt usikkerhed og som aktionær i Edwards ville man formentlig foretrække at Critical Care blev solgt og man dermed ikke får tildelt aktier i det selvstændige Critical Care selskab. Der kan nogle gange være et vist (kortsigtet) pres på aktierne i sådanne spinoffs.

Den finansielle og operationelle risiko Edwards er lav. De har ingen gæld og høje bruttomarginaler. Under antagelse af acceptable fremtidige kliniske resultater, mener vi ikke at ovenstående risici vil påvirke Edwards omsætningsvækst eller rentabilitet i væsentlig negativ retning.

Værdiansættelse:

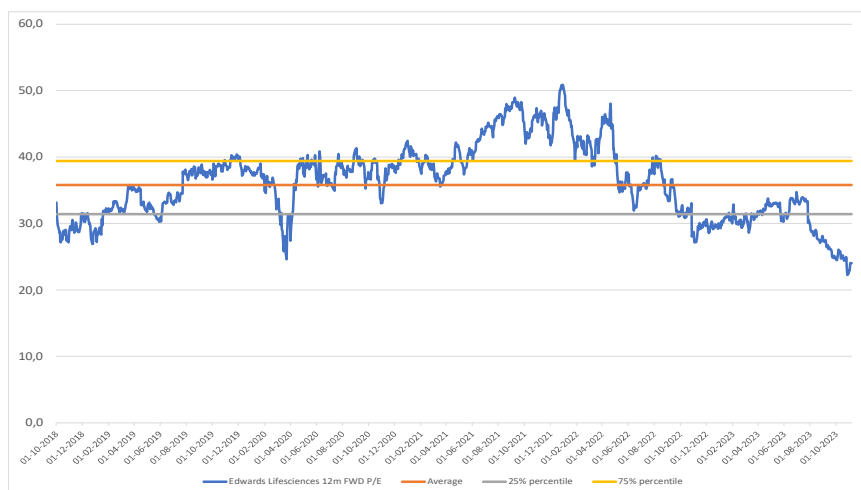
Når vi værdiansætter selskaber så gør vi det normalt ud fra en såkaldt discounted-cashflow-model (DCF). Her estimerer man de forventede fremtidige pengestrømme og diskonterer dem tilbage til nutiden. Vi supplerer som regel også med værdiansættelse baseret på multipler og andre metoder, hvor det giver mening. I tabellen herunder kan du se vores estimerede fair værdi på Edwards Lifesciences når man varierer afkastkravet, samt den forventede omsætningsvækst over de kommende 10 år. Vi antager desuden at den langsigtede EBIT margin er 30%.

	Omsætningsvækst, næste 10 år				
Afkastkrav	7%	8%	9%	10%	11%
6,5%	96	104	114	124	135
7,0%	84	91	99	108	117
7,5%	74	81	88	95	104
8,0%	67	73	79	86	93

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning

De grønne områder viser alle niveauer for fair værdi, som ligger over den nuværende aktiekurs på 74 USD per aktie. Husk på at værdiansættelse ikke er en eksakt videnskab, der er mange forudsætninger der vælges når man estimerer pengestrømme og når man laver DCF modeller. Med et afkastkrav på 7,5%, så skal man op at regne med en omsætningsvækst over de næste 10 år på mellem 9 og 10% for at selskabet er ca. 15% undervurderet.

Over de sidste 5 år har Edwards Lifesciences handlet til omkring 36x den forventede indtjening over de næste 12 måneder. I skrivende stund handler den omkring 27x og dermed godt 25% lavere end hvad markedet har betalt for selskaber over de sidste 5 år.



Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning

Konklusion på værdiansættelse:

Edwards er et selskab af høj kvalitet og de sidste 5 år har selskabet vokset med 9%. Det er nogenlunde også hvad vi forventer selskabet skal vokse med de kommende 5 år. Med udgangspunkt i de risikofaktorer vi har nævnt under risikoafsnittet, vil vi dog mene, at væksten er en anelse mere usikker end den har været hidtil. Vi synes der er en udmærket balance mellem kvalitet, vækst, risiko samt værdiansættelse og Edwards kunne godt være en kandidat til porteføljen, hvis vores kommende analysearbejde gør os endnu mere komfortable med de nævnte risici.