

Analyse, 30 september 2022

Sartorius AG

Bedrijfsactiviteiten

Sartorius AG is een Duitse onderneming die apparatuur en artikelen levert aan bio-farmaceuten, zoals Pfizer en GSK. De onderneming is in 1870 opgericht door Florenz Sartorius. Het bedrijf is genoteerd aan de Duitse beurs en maakt met een beurswaarde van circa 23 miljard deel uit van de DAX-index. Via diverse trusts heeft de familie Sartorius nog steeds de meerderheid van de stemrechten in handen.

De klanten van Sartorius produceren medicijnen met behulp van biologische processen. Hierbij kan gebruik worden gemaakt van bacteriën, virussen, gisten of levende cellen. Voorbeelden van biologische geneesmiddelen zijn insuline en antilichamen die worden gebruikt voor de behandeling van kanker. Ook coronavaccins hebben een biologische basis. Biologische medicijnen zijn dus anders van samenstelling dan traditionele geneesmiddelen, die worden gemaakt van chemische stoffen. Van belang is dat het produceren van biologische geneesmiddelen vele malen complexer is dan de productie van chemische medicijnen.

Sartorius is als één van de weinige spelers in staat om haar klanten van alle benodigde productiemiddelen voor biologische medicijnen te voorzien (one-stop shop). Van ontwerpadvies in het beginstadium van projecten tot de installatie van grootschalige productielijnen. Zulke productielijnen bestaan onder andere uit bioreactoren, fermentoren, systemen voor vloeistoffenbeheer, cel-analysesystemen en chromatografie systemen. Als de productielijn eenmaal operationeel is, levert Sartorius jarenlang de zakken, filters et cetera die hierin gebruikt worden. Deze verbruiksartikelen beslaan maar liefst 60% van de totale omzet van Sartorius. Het grote voordeel hiervan is dat het een stabiele, terugkerende omzetstroom is.

Overzicht van de scores op de selectiecriteria

In de volgende tabel staan de scores van Sartorius op de criteria die het Major Oak Fund hanteert bij de selectie van aandelen.

| Selectiecriteria | Score | Korte toelichting |
|-----------------------------------|-------|--|
| 1. Redelijk geprijsd | = | Redelijke waardering, gezien de vele groeimogelijkheden. |
| 2. Sterke concurrentiepositie | ✓ | Strengere regelgeving en hoge overstapkosten voor klanten. |
| 3. Veel groeipotentie | ✓ | Meerdere structurele groeitrends. |
| 4. Weinig schulden | ✓ | Het schuldenniveau is laag. |
| 5. Goede investeringsbeslissingen | ✓ | Kleine overnames met duidelijke focus. |

1. Redelijk geprijsd =

De koers-winstverhouding van Sartorius is 40. Deze vrij hoge ratio weerspiegelt het groeipotentieel van de onderneming. In vergelijking met de historie is sprake van een acceptabele waardering.

2. Sterke concurrentiepositie ✓

Sartorius is volledig gericht op het leveren van apparatuur en verbruiksartikelen aan bio-farmaceuten. Deze duidelijke focus heeft ervoor gezorgd dat de onderneming zich de afgelopen jaren sneller heeft ontwikkeld dan veel concurrenten. Dit zijn vaak veel grotere ondernemingen, met meer uiteenlopende activiteiten zoals Danaher en Thermo Fisher.

Sartorius heeft gespecialiseerde kennis in huis om klanten met 'raad en daad' bij te staan. De onderneming zit vrij diep in de processen van klanten en heeft hierdoor een goed beeld van de klantbehoeften. Dit stelt het management in staat om gericht te investeren in innovatie en overnames. Hierin is Sartorius de afgelopen jaren zeer succesvol geweest, waardoor klanten steeds beter bediend kunnen worden. Deze zichzelf versterkende cyclus helpt Sartorius om de leidende positie te kunnen behouden.

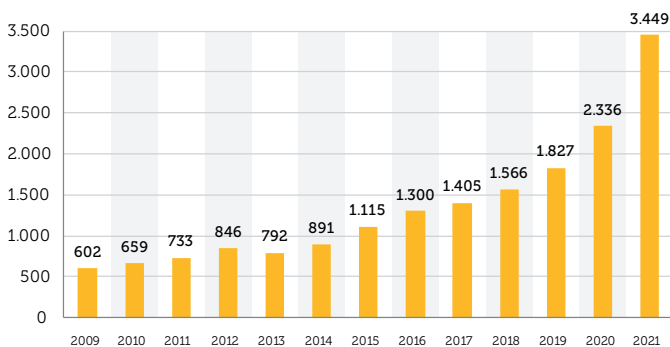
Verder wordt de concurrentiepositie van Sartorius beschermd doordat de productie van medicijnen aan streng toezicht is onderworpen. Dit toezicht richt zich

niet alleen op het geneesmiddel, maar ook op het onderliggende productieproces. Als hierin aanpassingen worden doorgevoerd, zal dat voor de betreffende klant leiden tot extra kosten in verband met de benodigde certificering. Daarnaast ervaren klanten een groot overstaprisico. Dit komt doordat de productie van biologische geneesmiddelen complex is. Er bestaat altijd een risico op fouten en vervuiling (contaminatie) bij de productie van biologische geneesmiddelen. Daarom zal een klant bij goede ervaringen met de apparatuur van Sartorius niet snel overstappen naar een concurrent. Een productielijn die door Sartorius is geleverd, genereert hierdoor vaak gedurende tientallen jaren aan omzet uit de verkoop van verbruiksartikelen (zakken, filters et cetera).

3. Veel groeipotentie ✓

In onderstaande grafiek is de omzetgroei weergegeven, die Sartorius in de afgelopen jaren heeft gerealiseerd.

Operationeel resultaat (EUR miljoen)



Sinds 2009 is de omzet van Sartorius bijna met een factor 6 gestegen. Hieraan liggen diverse structurele groeitrends ten grondslag. In de eerste plaats neemt de vraag naar medicijnen al jaren toe, onder andere door de vergrijzing. In de tweede plaats groeit de markt van biofarma sterk. Van slechts enkele miljarden dollars in 1990 naar meer dan USD 300 miljard in 2021. Ten derde richt Sartorius zich volledig op het zogenaamde single-use segment. Dit betekent dat de zakken, filters etc. die in de apparatuur zitten, maar één keer worden gebruikt. Het grote voordeel hiervan is dat het risico op vervuiling van een medicijn een stuk lager is dan bij multi-use (veelal RVS). En ook

qua kosten is single-use interessant. Hierdoor wordt single-use steeds meer toegepast. Ten vierde heeft de omzet in 2020 en 2021 een impuls gekregen door het uitbreken van de coronapandemie.

Bovenstaande groei is voor een belangrijk deel gerealiseerd door het plegen van veel relatief kleine overnames. Hierdoor is Sartorius steeds beter in staat geworden om aan klanten een totale oplossing te bieden voor de productie van biologische medicijnen.

Voornoemde groeitrends zullen ook de komende jaren nog aanhouden. Hierbij is de verwachting dat corona ook in de toekomst een rol zal blijven spelen, vergelijkbaar met het griepvirus. Verder zal Sartorius waarschijnlijk nog de nodige overnames kunnen plegen. De onderneming heeft dan ook veel groeipotentie.

4. Weinig schulden ✓

Sartorius financiert voornoemde (relatief kleine) overnames uit de bedrijfswinsten en met langlopende schulden. De schulden zijn in relatie tot de omvang en stabiliteit van de bedrijfswinsten niet te hoog.

5. Goede investeringsbeslissingen ✓

Sartorius keert slechts een klein deel van de winst uit als dividend. Het overgrote deel van de winst wordt gebruikt voor de financiering van autonome groei (investeringen in productiefaciliteiten) en gerichte overnames.

Het productieproces van biologische geneesmiddelen bestaat in hoofdlijnen uit twee gedeeltes. Het eerste deel betreft de productie van het biologische materiaal (upstream). Het tweede gedeelte heeft betrekking op de purificatie van dit materiaal naar een zuiver medicijn (downstream). Sartorius had van oudsher al een sterke positie in de upstream fase. Hier wordt veel gebruik gemaakt van filtratie door middel van membranen. In de downstream fase vindt scheiding van biologisch materiaal vaak plaats met behulp van chromatografie technieken. Sartorius had op dit gebied geen sterke positie. Omdat het een meerwaarde heeft om klanten met betrekking tot het hele proces te kunnen bedienen, heeft de Joachim Kreuzberg (CEO)

enkele jaren geleden de strategische beslissing genomen om extra te investeren in het downstream proces. Dit heeft sindsdien geresulteerd in diverse overnames. Een doorslaggevende stap was de overname in 2020 van bepaalde downstream activiteiten van Danaher voor € 750 miljoen. Deze activiteiten moest Danaher na de overname van GE Biopharma afstoten, om goedkeuring van de mededingingsautoriteiten te kunnen krijgen.

Waarschijnlijk zal het management ook in de komende jaren nog de nodige waarde kunnen creëren met (kleine) overnames.

Belangrijkste risico's

Sartorius scoort goed op de selectiecriteria, maar elke onderneming heeft te maken met risico's. Het belangrijkste risico voor Sartorius is dat zij actief is in een zeer aantrekkelijke markt, met veel groei en

terugkerende omzet. Dit trekt concurrenten aan die door middel van innovatie zullen proberen 'een stuk van de taart' te bemachtigen. Verder is in de aandelenkoers van Sartorius al de nodige groei ingeprijsd. Als de werkelijke winstgroei achterblijft, kan dat leiden tot een flinke koersdaling. Om de mogelijke impact van dergelijke risico's op het fondsrendement te beperken, past het Major Oak Fund een goede spreiding van de beleggingen toe. Op 30 september 2022 was de weging van Sartorius in de totale portefeuille 2,7%.

Jan-Gerben Postma
Beheerder Major Oak Fund