

ANALYSE

## Galenica ist die defensive Alternative zu DocMorris

Das Geschäftsmodell des Berner Gesundheitskonzerns ist widerstandsfähig. Gerade Anlegern, die mit Turbulenzen rechnen, bietet der Kursrückgang seit April die Chance, eine Position in diesen Aktien auf- oder auszubauen.

Andreas Kälin

07.09.2023, 05.53 Uhr

Zwar gilt der Apothekenmarkt als eher träge. Aber zurzeit macht er einiges von sich reden. Das hat mit dem Thema der Online-Kanäle zu tun: Der Aktienkurs der in Frauenfeld domizilierten Online-Apotheke DocMorris hat sich, nach vorherigem Absturz, in den letzten drei Monaten in etwa verdoppelt.

Der Grund dafür: Am 13. Juni hatte der deutsche Gesundheitsminister Karl Lauterbach angekündigt, das elektronische Rezept sei «endlich alltagstauglich». Am 1. Januar 2024 soll das E-Rezept in Deutschland verpflichtend werden, ab dann müssen die Ärzte Rezepte elektronisch ausstellen. Auf dieser Digitalisierung im Nachbarland ruhen die grossen Wachstumserwartungen von DocMorris.

## Galenicas Joint Venture mit Redcare

Das Berner Gesundheitsunternehmen Galenica hat ihrerseits am 30. März eine Partnerschaft angekündigt, um die führende Online-Apotheke der Schweiz zu gründen. Zum Partner erkor es die Shop Apotheke Europe, die sich vor kurzem in Redcare Pharmacy umbenannte und im deutschen Markt die grosse Konkurrentin von DocMorris ist.

Redcare und Galenica haben für ihren Zweck ein Joint Venture gegründet, in das die Berner ihre Spezialapotheke Mediservice eingebracht haben und an dem sie nun eine Minderheit von 49% halten; dafür gelangte Galenica in den Besitz eines Aktienanteils von 8% an Redcare.

## **Physische Apotheke bleibt im Zentrum**

Die Situation in der Schweiz und in Deutschland unterscheidet sich dabei deutlich: Das E-Rezept ist im Prinzip hier wie dort ein wichtiger Treiber des Online-Handels. Seit 1. Januar 2020 erlaubt die schweizerische Arzneimittelverordnung (VAM) auch die elektronische Übermittlung von Rezepten. Im Gegensatz zu Deutschland, wo das E-Rezept ab 2024 obligatorisch werden soll, ist es in der Schweiz aber in doppelter Hinsicht freiwillig: Das bedeutet, hierzulande sind weder die Ärzte noch die Patienten verpflichtet, das E-Rezept zu nutzen. Wie ein Galenica-Sprecher auf Anfrage ausführt, seien kurzfristig auch «keine Änderungen an diesem gesetzlichen Rahmen» zu erwarten.

Für den integrierten Gesundheitsdienstleister Galenica, dessen Netzwerk zurzeit 369 Apotheken umfasst, stehe «nach wie vor die physische Apotheke und der persönliche Kundenkontakt im Mittelpunkt», betont der Sprecher: «Wir sind überzeugt, dass die persönliche Beratung auch in Zukunft eine grosse Bedeutung haben wird.» Entsprechend baue man die Beratungsangebote in den Apotheken kontinuierlich aus.

## **Das defensive Profil von Galenica**

Die Sachlage verdeutlicht den Unterschied zwischen DocMorris und Galenica, der gerade aus Perspektive der Anleger besteht: Mit DocMorris verknüpft sich die Hoffnung, dass die bisherigen Hemmnisse wegfallen, damit ein starkes Wachstum einsetzt und sich die Erholung der Aktien auf nach wie vor tiefem Kursniveau in kräftigem Ausmass fortsetzen wird; die Risiken für die Anleger bleiben allerdings hoch, wie die kräftigen Kursausschläge nach unten auch zeigen.

## DocMorris: Aktienentwicklung seit dem IPO

per 6.7.2017 indiziert



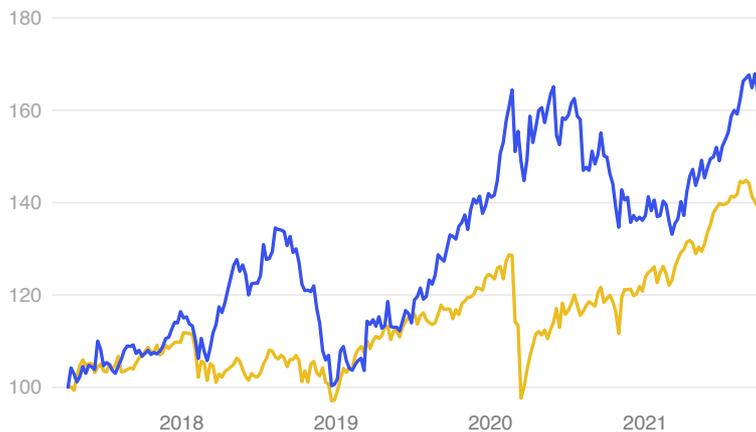
Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Galenica hat ein ganz anderes Profil: Die integrierte Gesundheitsdienstleisterin ist fest etabliert in ihrem Markt. Die Wachstumserwartungen sind wohl begrenzt, aber die Gruppe generiert zuverlässig beträchtliche freie Cashflows. Für Ronald Wildmann, Fondsmanager bei Serafin Asset Management, hat Galenica «ein ausgeprägt defensives Geschäftsmodell». Das heisst, die Risiken für die Anleger sind gering.

## Galenica: Aktienentwicklung seit dem IPO

per 7.4.2017 indiziert

— Galenica — SPI ohne Dividenden



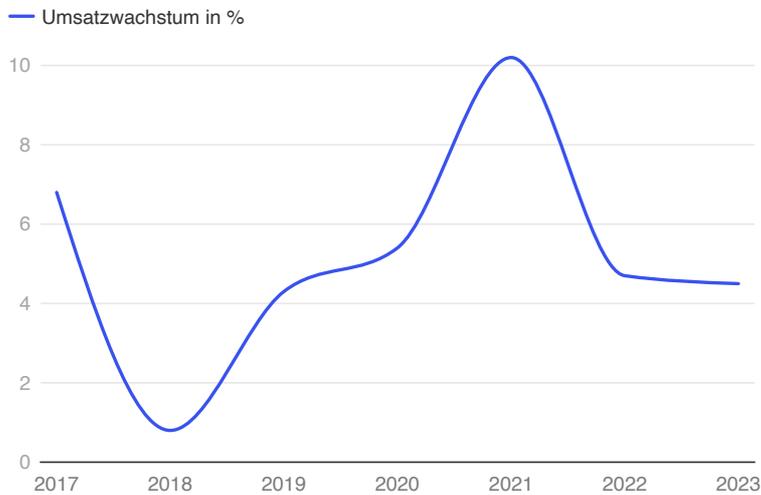
Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

### Stetes Umsatzwachstum

Im ersten Halbjahr 2023 wuchs der Schweizer Pharmamarkt um 6%, wobei das Wachstum getrieben wurde durch den zunehmenden Verkauf hochpreisiger Medikamente. Die verkauften Mengen nahmen 2,3% zu.

Bei Galenica ist zu berücksichtigen, dass die ins Joint Venture mit Redcare eingebrachte Mediservice nicht mehr voll konsolidiert wird und somit im Umsatz nicht mehr enthalten ist. Angepasst um diesen Effekt ist der Umsatz im ersten Halbjahr 5,5% gestiegen, zusätzlich bereinigt um ausserordentliche Verkäufe wegen Covid-19 (Schnell- und Selbsttest sowie Impfungen) resultierte ein Wachstum von 6,6%.

## Umsatzwachstum von im Schnitt mehr als 5%



2023: Mittelwert der unternehmenseigenen Prognose eines Wachstums von 3 bis 6% auf angepasster Basis

Grafik: themarket.ch • Quelle: Galenica

Seit der Loslösung vom Pharmageschäft (Vifor Pharma) und dem Börsengang am 7. April 2017 hat Galenica stetig eine Umsatzzunahme ausgewiesen, im Schnitt 5,4% für die Jahre 2017 bis 2022. Der Gruppe stehen Wege zur Verfügung, um ihr Wachstum zu erhöhen: Wie der Sprecher ausführt, werde neben den bestehenden Kanälen auch das Angebot an Produkten und Dienstleistungen laufend ausgebaut, insbesondere im Bereich Home Care, in dem es darum geht, Patienten daheim zu betreuen: «Es wird volkswirtschaftlich immer notwendiger, diese Dienstleistungen auszubauen und so den Kostenanstieg im Gesundheitssystem zu dämpfen.»

## Dienstleistungen und Übernahmen

Grundsätzlich versuche Galenica, den Anteil an Dienstleistungen am Umsatz zu erhöhen, sagt Fondsmanager Wildmann. So würden die Apotheken zunehmend Leistungen anbieten wie Tests, Impfungen oder Messungen von Puls oder Herzschlag, was auch zu einer Entlastung der Ärzte führt.

Dazu beschleunigt die Galenica-Gruppe ihr Wachstum auf akquisitorischem Weg. Sie verfolgt gemäss ihrem Sprecher das Ziel, ihrem Netz pro Jahr fünf bis fünfzehn neue Apotheken hinzuzufügen, über Akquisitionen, aber auch durch Neueröffnungen. Gleichzeitig optimiere man das Netzwerk, indem auch Standorte geschlossen oder Apotheken zusammengelegt würden: «Netto ergibt sich daraus eher ein einstelliger Zuwachs an Apothekenstandorten.»

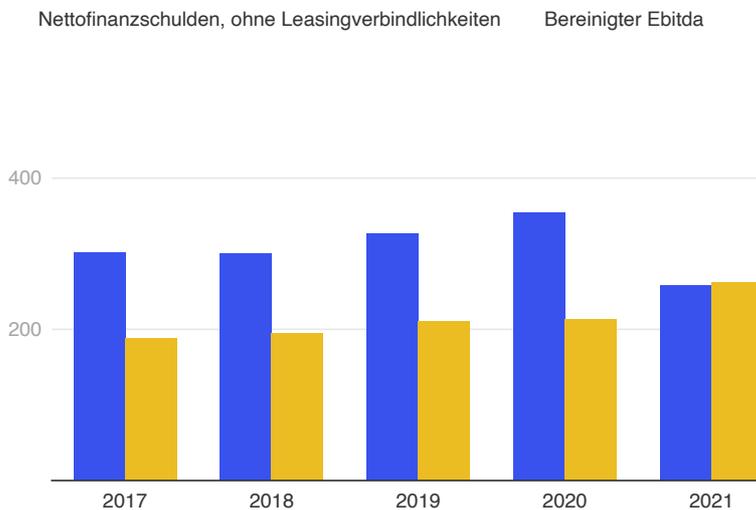
## **Solide Bilanzverhältnisse**

Finanziell hat Galenica genug Spielraum für Investitionen. Die Bilanz ist solide, trotz des jüngsten Schuldenanstiegs. Per Ende Juni wies das Unternehmen eine Nettofinanzverschuldung, ohne Leasingverbindlichkeiten, von 502,5 Mio. Fr. aus, 100,2 Mio. Fr. mehr als vor Jahresfrist. Dieser Anstieg wird vor allem auf den Aufbau der Redcare-Beteiligung, auf Akquisitionen und einen Aufbau von Warenlagern zwecks Gewährleistung der Versorgungssicherheit mit Medikamenten zurückgeführt.

Anzumerken ist noch, dass Galenica die 1,6 Mio. Aktien von Redcare im Zuge einer Kapitalerhöhung zum Ausgabepreis von 72 € erwerben konnte – der Kurs der Redcare-Aktien lag bei Ankündigung der Transaktion bei 81.50 € und ist seither auf rund 108 € gestiegen. Das heisst, der Wert von Galenicas 8%-Aktienpaket an Redcare ist verglichen zum Kaufpreis von 113 Mio. Fr. bereits um mehr als 40% auf über 160 Mio. Fr. gestiegen.

## Solide Bilanz, wachsender Ebitda

in Mio. Fr.



Grafik: themarket.ch • Quelle: Galenica, Marketscreener

Per Ende Juni haben Galenicas Nettofinanzschulden das 2,1-Fache des Betriebsgewinns auf Stufe Ebitda in den vorangegangenen zwölf Monaten betragen. Dieser Wert liegt am oberen Ende des selbst gesetzten Maximums, soll nun aber wieder sinken. Seit dem Börsengang lag das Verhältnis jeweils zwischen 1 und 1,7 – das ist nicht hoch, auch angesichts der Tatsache, dass Galenica den bereinigten Ebitda in diesem Zeitraum relativ stetig mit einer Rate von pro anno gegen 6% erhöht hat.

## Steigende Personalkosten

Zuletzt hat sich Galenica allerdings mit deutlichen höheren Personalkosten konfrontiert gesehen: Sie stiegen bereinigt im ersten Halbjahr 2023 verglichen zur Vorjahresperiode um 8,3% und damit deutlich schneller als der Umsatz. Das Unternehmen geht für die zweite Jahreshälfte von weiteren Lohnerhöhungen für die bestehende Belegschaft aus.

Dazu kommt der stete Druck auf die Medikamentenpreise, wie Fondsmanager Wildmann erläutert. Ein Faktor wird diesbezüglich auch die OTC-Liberalisierung sein: Bis anhin muss in der Schweiz auch für nicht verschreibungspflichtige Arzneimittel nämlich ein Rezept vorliegen, damit sie versandt werden dürfen. Eine Liberalisierung dieser Praxis, die nicht vor 2025 und eventuell erst für 2027 zu erwarten ist, wird für die gemeinsame Online-Apotheke von Galenica und Redcare zwar von hoher Bedeutung sein. Aber sie werde auch den Effekt haben, dass die Medikamentenpreise weiter sinken, meint Wildmann. Preisreduktionen müsse die Galenica-Gruppe jeweils über höhere Absatzvolumen und Effizienzsteigerungen kompensieren, «was ihr bislang gut gelungen ist».

## **Eine seltene Warnung**

Dass Galenicas Management am 25. Juli eine Gewinnwarnung herausgeben musste, wurde vorab mit Sonderfaktoren in Höhe von fast 10 Mio. Fr. erklärt: Erstens hat die Wettbewerbskommission (Weko) eine Galenica-Tochter im Juni zur Zahlung einer Sanktion von 3,8 Mio. Fr. verpflichtet. Dieser Betrag musste als Aufwand erfasst werden, auch wenn die Berner glauben, das hängige Verfahren vor dem Bundesgericht zu gewinnen.

Zweitens wurde der Betriebsgewinn auf Stufe Ebit im ersten Halbjahr durch Wertberichtigungen in Höhe von 6 Mio. Fr. belastet: Im Rahmen einer Wachstumsstrategie hatte Galenica verschiedene Ärztezentren unterstützt. Einige davon haben sich aber vorab wegen des Mangels an Ärzten und Fachpersonal nicht wie erwartet entwickelt und kämpfen mit finanziellen Engpässen, sodass Galenica Forderungen wertberichtigen musste.

Infolge der Sonderfaktoren hat das Management den Ausblick für den Betriebsgewinn 2023 gesenkt: Für den Ebit wird statt eines Wachstums von 4 bis 7% nun ein Wert in etwa auf Vorjahresniveau prognostiziert (auf angepasster Basis bzw. bereinigt um den Konsolidierungseffekt durch das Joint Venture mit Redcare).

## Management verdient Vertrauen

Fondsmanager Wildmann wertet die Senkung des Ausblicks «als Ausrutscher». Das Führung von Galenica sei eigentlich dafür bekannt, dass sie konservative Prognosen abgebe, und zuvor habe es seit dem Börsengang noch keine Enttäuschung gegeben: «Das Management macht einen sehr guten Job.» Auch deshalb stellt der Kursrückgang seit April, als die Aktie mit 82.20 Fr. ihr Allzeithöchst erreichte, für Wildmann eher eine Kaufgelegenheit dar. In dem von ihm geführten Fonds AMG Substanzwerte Schweiz bildet Galenica eine Kernposition.

### Galenica N (/aktien/no-region/no-list/36067446-4-1)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/36067446-4-1](#))



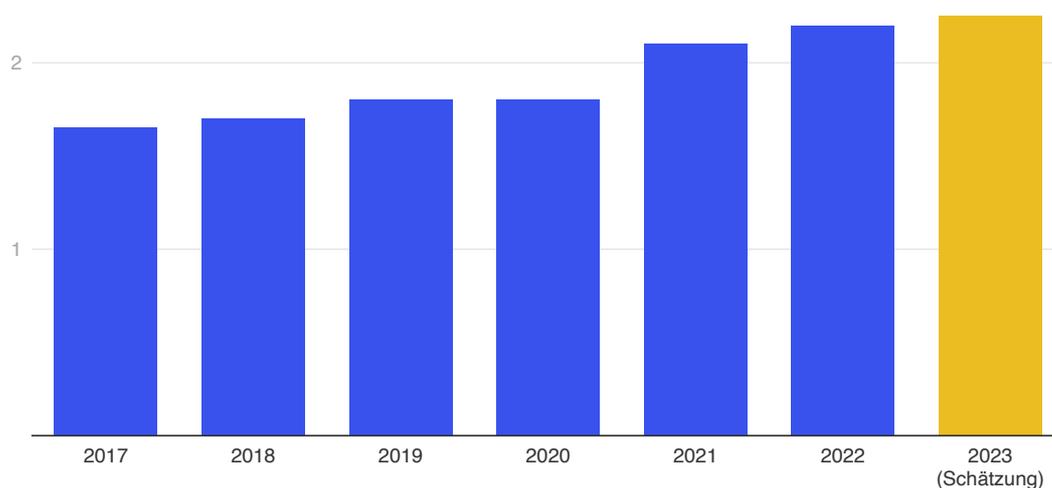
## Preiswerte Aktien

Skeptiker wenden ein, dass die Galenica-Aktien recht hoch bewertet seien. Wildmann hält dagegen, dass die Titel verglichen zu ihrer Bewertung in früheren Jahren heute eher günstig zu haben seien. Nach seiner Berechnung beträgt der Free Cashflow Yield, also der freie Cashflow gemessen am Unternehmenswert, gut 5%. «Das ist nicht viel, wenn man die hohe Qualität von Galenica, ihr sehr defensives Geschäftsmodell und die starke Position als führendes Gesundheitsunternehmen im Schweizer Markt berücksichtigt.»

Ein Vorteil des Geschäftsmodells von Galenica sei, dass sich damit stetig beträchtliche freie Cashflows generieren lasse, sagt der Fondsmanager. Das sichert auch eine stetige Dividendenpolitik: Seit dem Börsengang 2017 hat Galenica die Dividende mindestens gehalten, meistens aber erhöht. Für das laufende Geschäftsjahr soll, so das Versprechen des Unternehmens, die Dividende «mindestens auf Vorjahreshöhe» gehalten werden. Auf Basis einer geschätzten leichten Erhöhung auf 2.25 Fr. je Aktie errechnet sich aktuell eine ansehnliche Dividendenrendite von 3,2%.

## Gesicherte und stetig steigende Dividende

Dividende je Aktie, in Fr.



Grafik: themarket.ch • Quelle: Galenica, ZKB

The Market empfiehlt, die defensiven Galenica-Aktien einem Schweizer Aktienportfolio beizumischen – das gilt insbesondere im aktuellen Umfeld, das von Rezessionsorgen belastet wird und in dem mit Börsenturbulenzen zu rechnen ist.



#### ANALYSE

### DocMorris bietet auf tiefem Niveau eine neue Chance

Zweierlei bewegt die Titel der Online-Apotheke: Die verbindliche Einführung des E-Rezepts in Deutschland und die Frage, ob das Geld bis dahin reicht. Ein frischer Blick auf diese Faktoren gibt Anlass zu Zuversicht.

Andreas Kälin 14.06.2023



#### MR MARKET

### Galenica sticht Zur Rose aus

Lange Zeit sah die Onlineapotheke an der Börse wie die klare Gewinnerin aus. Doch während sie ins Schlingern kommt, kann die Konkurrentin nun die Stärken des traditionellen Geschäftsmodells ausspielen – in der Krise kommt das besonders zum Tragen.

Gabriella Hunter 22.06.2022



#### INTERVIEW

### Galenica-CEO: «Der Online-Kanal nimmt bei Galenica ganz klar an Bedeutung zu»

Marc Werner, seit Anfang April CEO des Apothekenbetreibers Galenica, sagt, weshalb der Online-Kanal bei seinem neuen Arbeitgeber wichtiger wird, wie er auf den Preisdruck im Markt reagieren will und warum Galenicas Rentabilität trotz Akquisitionsstrategie hoch bleiben wird.

13.08.2020



---

Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung,  
Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne  
vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.