

AktieAnalyse Novo Nordisk



Køb

Uændret

Køb-anbefaling siden 02.02.2012

Analysedato: 30.10.2020

Aktuel kurs kl. 12.48:

419,35 DKK

Begivenhed:

3. kvartalsregnskab

Seneste analyse:

26.10.2020 – Mere kolorit på kvartalsudviklingen i kølvandet på opjusteringen

Kalender:

03.02.21 – Årsregnskab 2020
25.03.21 – Generalforsamling
05.05.21 – 1. kvartalsregnskab
05.08.21 – 2. kvartalsregnskab
03.11.21 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

GLP-1 porteføljen driver væksten i udramatisk kvartalsregnskab

Vi fastholder Køb på Novo Nordisk-aktien. I et relativt udramatisk regnskab viser specielt Novo Nordisks GLP-1 portefølje storform. Novo Nordisks står efter vores vurdering med en stærk produktportefølje og indtjeningspotentialet er fortsat ikke i vores optik afspejlet i den nuværende aktiekurs.

Novo Nordisk gentager som ventet helårsprognosen

En stor del af spændingen om udviklingen i 3. kvartal var på forhånd taget ud af regnskabet med Novo Nordisks offentliggørelse af de foreløbige regnskabstal og opjusteringen af helårsprognosen tidligere i oktober. Omsætningen vokser 7% i lokal valuta, mens en negativ valutaeffekt trækker ned med 5%-point, hvilket er en smule mere negativt end ventet. Resultatet af primær drift (EBIT) stiger som ventet med 7% i lokal valuta, men negative valutaeffekter betyder, at EBIT på 12,8 mia. kr. er 3% dårligere end vores estimat (-2% ift. markedsforsventningerne). Novo Nordisk gentager som ventet 2020-prognosen om en vækst i omsætningen og EBIT i lokal valuta i intervallet 5-8% - umiddelbart et bredt prognoseinterval med to måneder tilbage af 2020, hvilket dog afspejler usikkerheden om effekterne af COVID-19. Novo Nordisk ser nu omsætningen og indtjeningen i danske kroner henholdsvis 3%- og 4%-point lavere end i lokal valuta (tidligere henholdsvis 2%- og 3%-point lavere end i lokal valuta).

GLP-1 porteføljen driver væksten

Vi anser det som positivt, at Novo Nordisks salg vokser 7% i lokal valuta i 3. kvartal. Det er især GLP-1 porteføljen, der bidrager til væksten i kvartalet. Vi hæfter os ved en fortsat stærk udvikling i salget af Ozempic og en acceleration af salget af Rybelsus i USA. Salget af Rybelsus er godt nok lidt svagere end ventet, men afspejler blot den sædvanlige usikkerhed om estimerne i et lanceringsår. Victoza overrasker trods en tilbagegang på 11% positivt i forhold til forventningerne. Den bedre end ventede udvikling er dog drevet af rabatjusteringer i kvartalet. På minussiden hæfter vi os ved en negativ effekt af rabatjusteringer for Novo Nordisks portefølje af langtidsvirkende insulin, hvilket sammen med prispress, ændringer i salgskanalerne og øget finansiering af Medicare Part D coverage gab i USA betyder, at salget er dårligere end ventet. Desuden trækkes omsætningen ned af tilbagegang i salget af fedmemidlet Saxenda som følge af mindre fokus på ikke-akut behandling. Vi fastholder vores estimat om en salgs og indtjeningsvækst på 7% i lokal valuta for helåret. Udviklingen i COVID-19-smitten skaber dog ekstraordinær usikkerhed om udviklingen i 4. kvartal.

Lavere aktivitetsniveau dæmper omkostningerne

Bruttomarginalen stiger 0,1%-point og lander på 83,3% i 3. kvartal, hvilket er som ventet. Fremgangen er primært en konsekvens af produktmix-effekter og et nemmere sammenligningsgrundlag, der mere end modsvarer lavere priser i USA og en negativ valutaeffekt. Desuden er indtjeningsvæksten positivt påvirket af besparelser som følge af lavere aktivitetsniveau i kølvandet på COVID-19. Selvom Novo Nordisk forventer stigende omkostninger til især salg og distribution samt forskning og udvikling i takt med en normalisering af markederne, ser vi gode muligheder for, at Novo Nordisk indfrier den øvre ende af indtjeningsprognosen.

Novo Nordisk-aktien ser fortsat attraktiv ud – vi fastholder Køb på Novo Nordisk

Novo Nordisk leverer et relativt udramatisk kvartalsregnskab, hvor især GLP-1 porteføljen viser storform. Selvom COVID-19 fortsat kan drille Novo Nordisk de kommende kvartaler og skabe usikkerhed om estimerne på kort sigt, anser vi fortsat Novo Nordisks særdeles stærke produktportefølje som en solid indtjeningskatalysator på længere sigt. Efter vores vurdering er indtjeningspotentialet fortsat ikke indregnet i Novo Nordisk-aktien.

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	3K 2019	3K 2020	2019	2020E	2021E
Omsætning	30.277	30.927	122.021	126.931	135.575
EBIT (primær drift)	12.919	12.808	52.483	54.043	57.693
Ordinært resultat før skat	12.107	12.691	48.553	52.643	57.593
Nettoresultat	10.194	10.298	38.951	41.588	45.498
Egenkapital forrentning (%)	-	-	71,2%	69,4%	69,0%
Soliditet (%)	-	-	45,8%	46,9%	48,1%
EPS - udvandet	4,28	4,37	16,37	17,63	19,46
P/E	-	-	23,6	23,8	21,5
EV/EBITDA	-	-	16,1	17,0	16,0
Indre værdi	-	-	24,3	26,5	29,8
Yield	-	-	2,2%	2,1%	2,4%

Markedsværdi :	1.027 mia. kr.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	6053491
Seneste udbytte :	3,25 kr. pr. aktie	Reuterkode :	NOVOB.CO



Forretningsområde

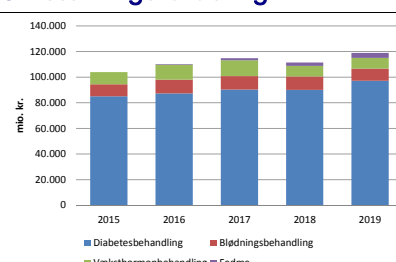
Novo Nordisk er et specialiseret farmaselskab. Med en omsætning på over 112 mia. kr. i 2018 (84% af den samlede omsætning) er Novo verdens førende inden for diabetes-behandling med en markedsandel på 46% af det globale insulinmarked. Andre forretnings-områder er klimakteriepræparater (1%), humant væksthormon (6%) samt hæmofilpræparatet (9%). De primære konkurrenter på insulinmarkedet er Sanofi og Eli Lilly.

Risici

En stigende konkurrence inden for insulinområdet fra Sanofi og Eli Lilly og deraf stigende pris-press. Set-backs i udviklingen af nye midler til behandling af diabetes og lav markedspenetrering for nylancerede midler. Høj valutakurseksponering – en svækkelse på 5% af henholdsvis USD og CNY vil reducere primær drift med 1.950 mio. kr. og 450 mio. kr. i 2020.

Lav

Omsætningsfordeling



USD-følsomhed: Høj
Rentedækning: 28,1

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling 2019

Europa: 19% USA: 47% Japan & Korea: 5% Kina: 11%

Simpel DCF-model til illustration af kursfølsomhed

	Lavvækstscenarior	Aktuel kurs	Højvækstscenarior
Fair værdi	358,7	419,3	490,2
Omsætningsvækst i forecastperiode	5%	7%	9%
Overskudsgrad i forecastperiode	43,6%	44,6%	45,6%
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	6,7%	6,7%	6,7%
Kurspotentiale	-14,4%	-	16,9%

Forudsætninger og kommentarer:

Simpel DCF-model. **IKKE kursmål**.
10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimeret
Overskudsgrad år 1-10.
Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Afvigelser ift. aktuel anbefaling kan forekomme

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,6

Selskabets forventninger

Leverandører

De fleste råmaterialer sælges som bulk – Novo Nordisk adskiller sig ikke væsentligt fra sektoren på dette område.

Substitut

Der findes ikke i dag noget alternativ til insulin. Oral behandling med f.eks. metformin, DDP-4-hæmmere kan udskyde tidspunktet, men de fleste diabetikere vil med tiden havne på insulin.

Indgangsbarrierer

Pharmaceutiske produkter har generelt 20 års patentbeskyttelse, hvilket fører til høje adgangsbarrierer i sektoren. Novo er ikke truet af patentudløb på væsentlige produkter de næste år.

Kunder

Insulin- og væksthormonområdet rammes af de japanske myndigheders obligatoriske nedsættelser af medicinpriserne hvert andet år. Også sundhedsreformen i Tyskland vil påvirke Novo.

Intensitet

Stigende konkurrence på diabetesområdet fra såvel Sanofi som Eli Lilly. Biosimilars er kommet på markedet inden for insulinområdet og væksthormoner.

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

"Novo Nordisk forventer både en salgsvækst og en vækst i resultat af primær drift på 5-8% i 2020 opgjort i lokale valutaer".

"Novo Nordisk forventer, at salgsvæksten og væksten i resultatet af primær drift er henholdsvis 3%-point og 4%-point lavere i danske kroner end i lokal valuta".

Ændring i EPS

	Før	Nu	Ændring
2020E	17,77	17,62	-0,8%
2021E	19,65	19,44	-1,1%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-2,5%	-2,1%	-8,6%

Novo Nordisk - OVERBLIK

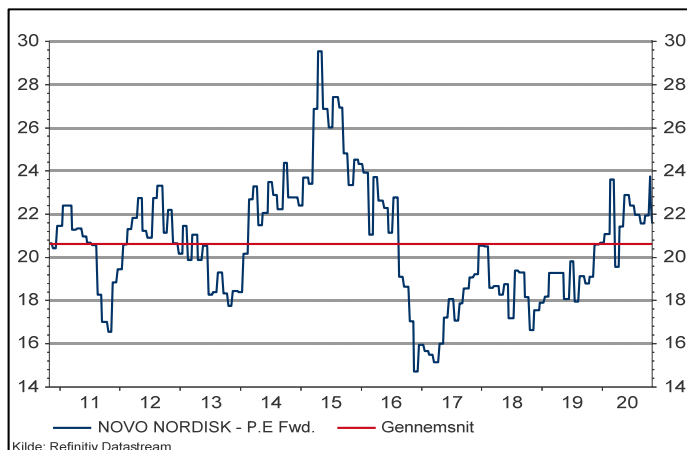
Hvad kan flytte Novo Nordisk-aktien?

Kurstriggere	Kurstrykkere
Bedre end ventet markedsadgang og salg af Rybelsus	COVID-19 effekt
Bedre end ventet salg af Ozempic	Større prispres end ventet
Godkendelse af semaglutid til behandling af fedme	Skuffende salg af især nyere midler som Rybelsus, Ozempic, Saxenda og Tresiba
Bedre end ventet regnskaber	Politisk fokus på høje amerikanske medicinpriser

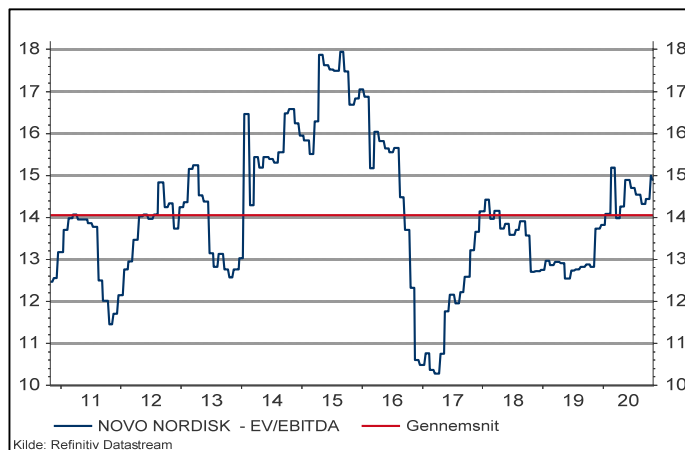
Anm.: Listen er ikke udtømmende. (Mange) andre forhold end de angivne kan betyde, at aktien stiger/falder.

Prisfastsættelse

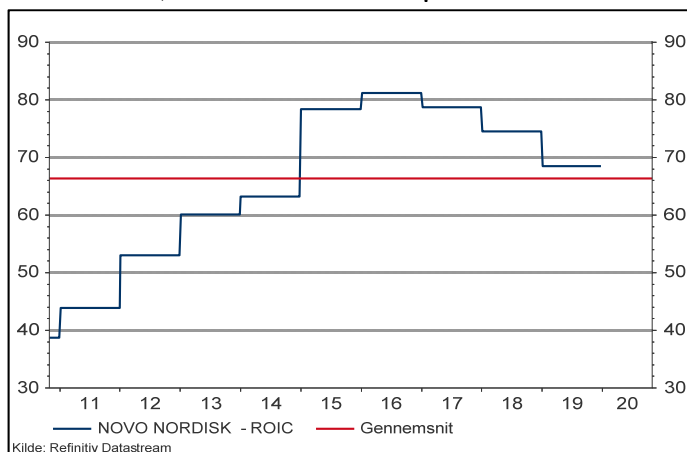
Novo Nordisk, P/E fwd.



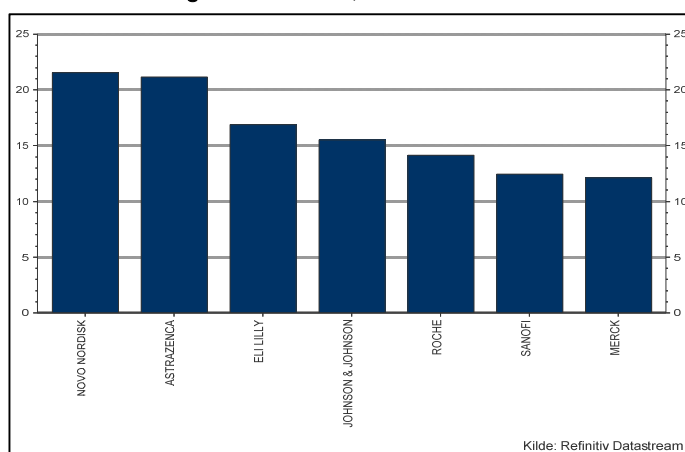
Novo Nordisk, EV/EBITDA



Novo Nordisk, Return on invested capital



Novo Nordisk og konkurrenter, P/E fwd.



Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbanks kapitalforvaltning, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group multipel analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater (markeret med E efter det angivne årstal) er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der blandt andet højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger. Analysen er udarbejdet på grundlag af information fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Primære kilder: Novo Nordisk, Eli Lilly, Sanofi, Astra Zeneca, ThompsonReuters, Bloomberg.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte AktieAnalyse på dette selskab, der kan findes på <http://www.sydbank.dk/investorplus>. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Interessekonflikter. Denne investeringsanalyse har ikke været forelagt det omhandlede selskab forud for analysens offentliggørelse.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Sydbank har aktuelt investeringsanbefalinger på 26 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	50,0%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	23,1%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	26,9%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at vi forventer, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at vi forventer, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalinger i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	Danske Bank DSV Panalpina FLSmidth Nordea Pandora Vestas	A. P. Møller Mærsk Jyske Bank Rockwool	SAS
Defensive aktier	ALK-Abelló Bavarian Nordic Carlsberg Genmab GN Store Nord Novo Nordisk Ørsted	Ambu Demant ISS	Chr. Hansen Coloplast H. Lundbeck Novozymes Topdanmark Tryg

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskaberne henviser vi til www.sydbank.dk/investorplus.

Denne investeringsanalyse udgør ikke en personlig anbefaling (investeringsrådgivning) i forbindelse med finansielle instrumenter.

Anbefalinger i analysen er udtryk for Sydbanks generelle holdning, og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Ved konkrete investeringstiltag anbefaler Sydbank altid, at der søges særskilt, individuel rådgivning. Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Historiske afkast, kursudvikling eller prognoser for fremtiden kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger. Analysen må ikke uden bankens udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen. Søren Løntoft Hansen ejer ikke aktier i Novo Nordisk.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, DK-6200 Aabenraa, CVR-nr. DK 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, DK-2100 København Ø.