

Novo Nordisk

Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Novo Nordisk – vækker ny interesse som investeringsmulighed

Historien bag Novo Nordisk går næsten 100 år tilbage med grundlæggelsen af Nordisk Insulinlaboratorium og Novo Terapeutisk Laboratorium i henholdsvis 1923 og 1925, hvor de to virksomheder begyndte at producere stoffet insulin, der var blevet opdaget på Toronto Universitet i 1921.

➔ I 1989 besluttede de to konkurrerende virksomheder at fusionere til det selskab, vi i dag kender som Novo Nordisk, et selskab med en førende position inden for behandling af diabetes, væksthormonforstyrrelser, fedme og hæmofili. Fremadrettet er fedtlever tilføjet som et af selskabets fokusområder.

Diabetes opstår enten, når bugspytkirtlen ikke producerer tilstrækkeligt insulin, eller når kroppen ikke effektivt omsætter det insulin, den producerer. Type 1-diabetes er en kronisk sygdom, der indebærer komplet mangel på insulin pga. nedbrydning af betacellerne i bugspytkirtlen, mens type 2-diabetes er kendetegnet ved en vis grad af insulin-resistens og mangel. Insulinet er således medvirkende til at lette optagelsen af blodsukker i cellerne og hæmme glukosefrigivelsen fra leveren med det formål at genskabe en normal blodinsulinprofil.

Novo Nordisk er opdelt i to forretningsdivisioner: Diabetes- og fedmebehandling og Biopharmaceuticals, som hver tegner sig for henholdsvis ca. 80% og 20% af selskabets salg. Biopharmaceuticals omfatter behandling af hæmofili og væksthormonforstyrrelser. Det amerikanske marked tegner sig for lidt over 50% af selskabets samlede salg. Novo Nordisk har sit hovedkvarter i Danmark. Desuden har selskabet 156 kontorer, 15 produktionsanlæg og 5 forsknings- og udviklings-

centre i hele verden. De største produktionsanlæg er beliggende i Danmark og resten i USA, Kina, Brasilien og Frankrig. Med hensyn til forskning og udvikling har Novo Nordisk to centre i Danmark og to i USA, mens det femte ligger i Kina.

Nøglen til Novo Nordisks nuværende markedsposition inden for diabetes er branchens bredeste produktsortiment og en omfattende pipeline. Selskabets førende position inden for diabetes forstærkes yderligere ved ændringer i den globale demografi, der afspejler fortsat vækst i byområderne (urbanisering), en højere andel af ældre og stabil vækst i antallet af personer med fedme-problemer. Dette har medført en historisk stigning i diabetestilfælde. Fremadrettet forventer Novo Nordisk en mere afdæmpet salgs- og indtjeningsudvikling i et prismiljø, der generelt er udfordrende, hvor især det amerikanske marked er hovedårsagen til denne usikkerhed.



Brancheperspektiv

Salget af diabetesprodukter forventes at udvise solid underliggende vækst i de kommende år, hvilket understøttes af følgende:

- 642 millioner mennesker forventes i 2040 at have fået stillet diagnosen diabetes, en stigning fra 415 millioner i 2015, svarende til 55% vækst i perioden. Denne fremskrivning svarer til en årlig vækst på ca. 2%
- Én ud af elleve voksne havde i 2015 diabetes, hvilket forventes at stige til én ud af ti i 2040
- I byområderne forventes antallet af diabetestilfælde at stige fra 270 millioner i 2015 til 478 millioner tilfælde i 2040; en stigning på 77%. Væksten i diabetestilfældene i landdistrikterne forventes at være mere afdæmpet med en stigning på 13% til 164 millioner tilfælde i 2040
- 5 millioner mennesker døde i 2015 af diabetes, mens "kun" 1,5 mio. døde af HIV/AIDS, 1,5 mio. af tuberkulose og 0,6 mio. af malaria (de tre sidstnævnte tal fra 2013)
- De samlede udgifter til diabetes-relaterede sundhedsudgifter forventes at udgøre 802 mia. USD i 2040 mod 673 mia. USD i 2015. 12% af de globale sundhedsudgifter anvendes på diabetes.

>>



» Diabetesmarkedet

Det globale marked for diabetesplejeprodukter udgør 450 mia. DKK, hvoraf Novo Nordisk produkter tegner sig for ca. 27%. Markedet er vokset med ca. 10% årligt i det sidste årti. Ifølge Novo Nordisk peger alt på, at denne udvikling vil fortsætte på grund af det stigende antal diabetestilfælde og behovet for bedre behandlinger. Af dette globale marked (2015-tal) udgør insulin 56%, orale diabetesprodukter (tablet-baseret medicin) 37% og GLP-01-produkter (hormon) 7% målt i værdi.

Væksten i det globale hæmofili marked ligger på ca. 5%, hvor antallet af personer med hæmofili A udgør ca. 350.000, mens tallet for hæmofili B er ca. 70.000. Af det samlede antal hæmofilitilfælde er kun 15% under behandling. Generelt set er hæmofili en sjælden sygdom med et udækket medicinsk behov. I løbet af de sidste 5 år er markedet for humant væksthormon årligt steget med 4,3% målt i volumen og 1,9% målt i værdi.

Fedme og diabetes



- Det globale marked for fedmebehandling vurderes til 600 millioner USD
- Over 600 millioner voksne over hele verden er klinisk overvægtige, idet deres BMI-tal (Body Mass Index) er 30 eller derover
- I 2014 var ca. 13% af verdens voksne befolkning overvægtig (11% af mændene og 15% af kvinderne)
- Den globale forekomst af fedmetilfælde er mere end fordoblet mellem 1980 og 2014
- Overvægt og fedme (BMI-tal på 25-30) blev før i tiden betragtet som et problem i lande med høj indkomst, men ses nu i stigende grad i lav- og mellemindkomstlande i byområderne
- Mere end én ud af tre voksne i USA eller næsten 79 millioner voksne lever med fedme, og de årlige fedme-relaterede omkostninger i USA lå i 2012 på 190 mia. USD. Forskningen peger på en 33% stigning i fedmeudbredelsen i USA i løbet af de næste to årtier
- Over 20 millioner mennesker i USA har et BMI-tal på mere end 35 og enten forstadier til diabetes eller hjertekar-relaterede sygdomme
- Ifølge Novo Nordisks estimater modtager kun 10 millioner mennesker i hele verdenen i øjeblikket farmakologisk behandling for fedme
- Statistikken er overvældende, selvom potentialet er meget usikkert på grund af lægernes skepsis over for at behandle fedme som en sygdom, forsikringssekskabernes tilbageholdenhed med at inkludere fedme i deres dækningsomfang samt nuværende fedmeprodukters ineffektivitet.

Sammenfatning

Med en solid historisk baggrund udviser diabetesbranchen lavere udsving i indtjeningen end det globale marked samt rekord i at opnå et merafkast i forhold til de risikostregerede kapitalomkostninger, selvom dette har været noget lavere på det seneste på grund af patentudløb, hvilket sætter indtjeningen under pres. Denne nedadgående tendens kan forklares af en enorm mængde patenter, som om et par år vil påvirke medicinalvirksomhedernes salg og indtjenings-evne. Det faktum, at branchen har udvist lavere udsving i indtjeningen kan imidlertid være relateret til fænomenet "need to have", hvad produkterne angår.

"Med en solid historisk baggrund udviser diabetesbranchen lavere udsving i indtjeningen end det globale marked samt rekord i at opnå et merafkast i forhold til de risikostregerede kapitalomkostninger"

Selskabets position i branchen

Diabetesbranchen er præget af få store spillere og tæller følgende aktører rangeret fra højeste til laveste markedsandel: Novo Nordisk 27%, Sanofi og Eli Lilly henholdsvis ca. 20%, Merck 13-14 %, Astra-Zeneca ca. 6% og endelig Novartis, Takeda og GSK, der hver især tegner sig for små enkeltcifrede markedsandele.

Denne struktur har været uforandret i årevis uden udbud af generiske produkter (kopi-produkter), der således kunne sætte branchens priser under pres, og diabetesbranchen har derfor været opfattet som noget af et nicheområde inden for medicinalindustrien. Denne situation er potentielt under forandring, idet Eli Lillys produkt Besegler er gået fra at være en direkte konkurrent til nu at være det bedst sælgende diabetesprodukt i verden, efter at Lantus fra Sanofi mistede sit patent.



Ikke desto mindre anses diabetesbranchen stadig for at være et rimeligt sikkert og velordnet segment inden for medicinalindustrien. Fokus på segmentet er imidlertid tiltaget, idet omkostningerne til diabetesbehandling udgør en stadig stigende andel af sundhedsudgifterne på grund af den forhøjede pris på diabetesprodukter, men også på grund af en stigende udbredelse af sygdommen.

Nøglepunkter

- Fremadrettet forventes et stigende antal personer med diabetes og fedme
- Innovationer, herunder især Novo Nordisks nye produkt Semaglutide, der blev indleveret i december 2016
- Aftagende prispres på det amerikanske diabetesmarked
- M & A aktivitet med tilkøb af mindre selskaber
- Mere aggressive omkostningsreduktioner end de nuværende

Investeringsrationale

Prissat til perfektion er Novo Nordisk et selskab, der er blevet ramt af en negativ prisdynamik inden for det amerikanske diabetesmarked samt usikkerhederne omkring det amerikanske sundhedssystem generelt. Denne "cocktail" har tvunget selskabet til at erstatte sit langsigtede mål om 15% indtjeningsvækst med et vækstmål på 5%, og Novo Nordisks markedsværdi er i løbet af denne fase faldet med 35-40%.

Selskabet, der tidligere har været en del af vores portefølje, har på grund af det massive kursfald og efterfølgende ændring i værdiansættelsen på ny vækket vores interesse som investeringsmulighed.

Selv om prispresset på diabetesmarkedet og markedet inden for behandling af hæmofili og væksthormonforstyrrelser vil være på dagsordenen fremover, ser vi flere positive aspekter ved Novo Nordisk, der er global markedsleder inden for diabetes-, væksthormon- og fedmebehandling og indtager en andenplads inden for hæmofili.

Antallet af aktører i branchen er begrænset, idet de fire største spillere (Novo, Sanofi, Lilly og Merck) samlet repræsenterer en markedsandel på 75-80% af det globale diabetesmarked, der forventes at vokse ca. 2% om året frem til 2040.

"Novo Nordisk er underkastet høje adgangsbarrierer som følge af patenter på produkter og penne-systemer, men drager fordel af et bredt produktsortiment og en omfattende pipeline af diabetes- og fedmeprodukter"

Værdiansættelse

Sammenlignet med et bredt felt af konkurrenter inden for medicinalbranchen ligger Novo Nordisk i den absolutte elite i disciplinen om at skabe et stabilt merafkast på den investerede kapital i forhold til det risikostrengede afkastkrav (kapitalomkostninger). I tilgift kan vi erhverve denne stabilitet med en solid rabat i forhold til gennemsnittet for konkurrenterne, hvorfor vi mener, at selskabet absolut hører hjemme i de globale afdelinger. Målt i forhold til afdelingens værdiansættelse handles selskabet også til en rabat, idet *Earnings Yield* (jf. Begreber) på selskabet ligger ca. et halvt procentpoint højere end afdelingens. Sluttelig er Novo Nordisk et gældfrit selskab med en ganske stærk balance, der gør selskabet i stand til at møde de udfordringer, der er beskrevet tidligere i casen. ●



Novo Nordisk

www.novonordisk.com

Hjemsted

Danmark



Etableringsår

1989 (Nordisk Insulinlaboratorium 1923, Novo Terapeutisk Laboratorium 1925).

Produkter

Produkter mod diabetes (78%), vækstforstyrrelser og østrogenmangel (11%), hæmofili (9%) samt fedme (1%).

Antal ansatte

42.000 medarbejdere i 2016, hvoraf mænd udgjorde 59% og kvinder 41%. 42% (17.804) af medarbejderne var ansat i Danmark og 58% i resten af verden. Personalets omsætningshastigheden var 9,7%.

Styrker

Fokuseret medicinalselskab med markedslederpositioner inden for diabetes, vækstfor-

styrrelser og fedme samt #2 position inden for hæmofili. Stærk pipeline og cash flow.

Svagheder

Enkelte produkter har patentudløb i kommende år. Sensitiv over for USD udvikling. For megen succes kan have medført mangel på fokus i de seneste år.

Muligheder

Pæn underliggende fremadrettet vækst i diabetes samt markant vækstpotentiale inden for fedmeprodukter, såfremt medicinsk behandling vinder indpas. Omkostningsreduktioner. Mindre opkøb (hæmofili).

Trusler

Prispresset inden for diabetes, specielt i USA. Større fokus på

budgetter og omkostninger fra lande. Ændringer i den amerikanske sundhedsmodel.

Omsætning 2016

DKK 111.780.000.000
 +4% i forhold til 2015

Markedsværdi inkl. gæld
 DKK 678.489.970.142

Forventet driftsresultat (EBIT) 2017
 DKK 51.847.920.000

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældfrie virksomhed
 7,64% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10-årig statsrente⁽¹⁾
 1,70%

Merafkast for virksomhedsejeren
 5,94% point

Indtjeningsstabilitet

Høj

(1) Global vægтет 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægтет ift. landfordelingen i MSCI Verden.