

# Novo Nordisk: intrinsiek ondergewaardeerd, maar hoog risicoprofiel

Aandelen  | 31.10.2016 | Door Sandra Vandersmissen, BNPP WM

Het Novo Nordisk aandeel (Buy) verloor 40% gedurende de laatste 12 maanden, waarvan meer dan 10% eind oktober.

De focus voor het bedrijf verschuift van klassieke insulines naar de nieuwe generatie diabetesproducten. Hierbij wordt de groep geconfronteerd met twee problemen.

- Ten eerste is de prijsdruk op de klassieke insulines groter. Eli Lilly komt eind 2016 met een generische basisinsuline op de markt.
- Ten tweede liggen de verwachte verkoopprijzen van de nieuwe producten en de producten in de R&D pijplijn lager. We hebben het over de dure GPL-1's die in een vroeger stadium van de ziekte toegediend worden.

In de VS is prijsdruk omwille van een te dure gezondheidszorg voor grote chronische ziektedomeinen een probleem. De VS maakt 50% van de omzet uit van Novo Nordisk (en meer van de waardering). Het gevolg zijn neerwaartse winstherzieningen. Niet zozeer voor 2016 waar Novo Nordisk een groei van de operationele winst met 5% à 7% verwacht tegenover eerder 5% à 9%. Maar voor 2017 zal er mogelijk geen groei zijn. De omzetgroeioprognoze op lange termijn wordt herzien van +10% naar +5%. Het enige goede nieuws is dat analisten al uitgingen van +7%.

Wat zijn de positieve elementen? De waardering is nu spotgoedkoop. De huidige koers van 240 DKK ligt lager dan de intrinsieke waarde van het bedrijf. Ons verlaagd koersdoel van 285 DKK is conservatief en blijft met een opwaarts potentieel van 20% een koopaanbeveling impliceren. De gemiddelde verwachte winstgroei van 5% per jaar maakt dat Novo Nordisk een groeier blijft. Het bedrijf innoveert en de onderliggende volumegroei van de markt is groot. Bovendien is het bedrijf net begonnen aan kostenbesparingen. Er is een aandeleninkoop programma ter waarde van 3% van de beurskapitalisatie.

Toch zijn negatieve elementen. Volgend jaar zal er geen winstgroei zijn. Het risicoprofiel van het bedrijf is verhoogd. Positieve resultaten voor de fase III van semaglitude, een orale GPL-1, zijn een zaak van leven of dood voor de koers. In de loop van 2017 zal hier meer over bekend geraken. Bij goed nieuws zou de koers vlot met meer dan 10% kunnen stijgen.

Om diversificatieredenen zal Novo Nordisk echter een tweede franchise moeten uitbouwen, naast de diabetes-franchise (die voor 80% van de omzet telt). We verwachten dat het bedrijf vanuit de sterke balans op zoek zal gaan naar overnames. Enig probleem is dat Novo Nordisk nog nooit overnames heeft gedaan. Omwille van de familiale aandeelhouderstructuur en de grote omvang zien we het bedrijf niet als overnamekandidaat.