



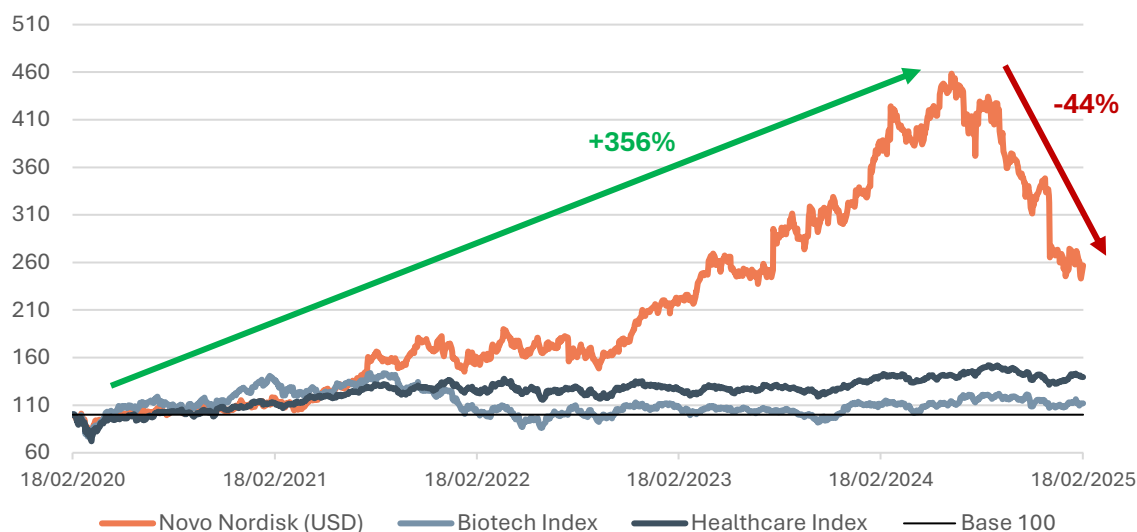
Novo Nordisk (CPH:NOVO-B)

¿Sigue siendo una opción de inversión atractiva?

Novo Nordisk es una de las mayores empresas farmacéuticas europeas y a nivel mundial. Conocida por sus tratamientos para la diabetes ha estado en boca de todos desde se descubrió que sus tratamientos provocaban que el paciente redujera un 15% de media su peso, efecto el cual la empresa supo monetizar perfectamente de la mano de sus medicamentos estrella, el Ozempic más focalizado al tratamiento de la diabetes y el Wegovy, su apuesta para la pérdida de peso.

Pese al éxito de su modelo de negocio, durante los últimos meses el mercado parece haberle dado la espalda a raíz de un estudio que aseguraba que el nuevo medicamento de la compañía en fase 3 de ensayo, el CagriSema producía un efecto de adelgazamiento del 22.7% en sus pacientes, por debajo del 25% que esperaba la compañía, situándose en niveles muy cercanos de su competidor americano, Eli Lilly (NYSE:LLY) y su fármaco Zepbound, incrementando así la competencia en un segmento que ha captado todas las miradas por su elevada rentabilidad.

Figura 1: Evolución en bolsa NOVO vs Biotech Index vs Healthcare Index - 5 Años.



Fuente: TIKR y elaboración propia.

1. Descripción de la empresa y Modelo de negocio.

Novo Nordisk surge en 1989 de la fusión de dos empresas danesas líderes en los segmentos de la diabetes y la hemofilia, Nordisk Gentlofe, nacida en 1922 de la mano del Nobel de Medicina y su esposa, August y Marie Krogh y Novo Therapeutisk, fundada dos años después por exempleados de Nordisk.

Actualmente es una de las mayores farmacéuticas del mundo, con sede central en Dinamarca, operando tres segmentos de negocio principales:

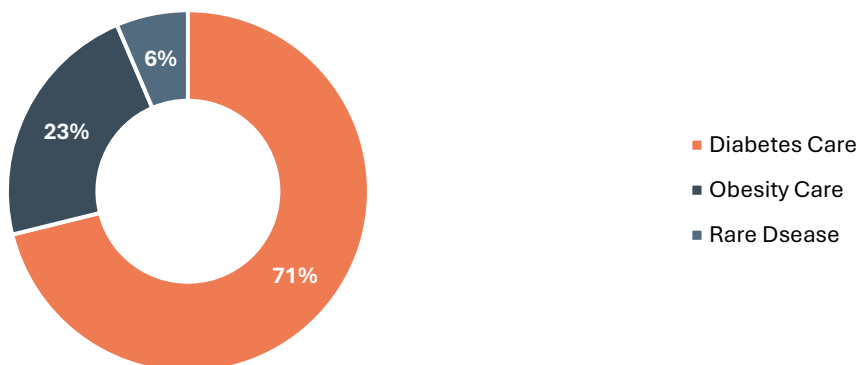
- **Diabetes Care:** es el principal segmento de la compañía, representando el 71% de sus ingresos totales e impulsados por el Ozempic entre otros, con un crecimiento durante 2024 del 19%, controlando el 33% de la cuota de



mercado global de la diabetes, aunque si miramos únicamente el subsegmento de la Diabetes Tipo 2, que es la de mayor afectación, aproximadamente al 90% de los que las personas con diabetes (unos 400 millones de personas), Novo Nordisk controla el 55% de la cuota de mercado mundial.

- **Obesity care:** es el segundo mayor segmento, representando casi una cuarta parte de las ventas. Centrado en la pérdida de peso, es la rama de la empresa que está experimentando un mayor crecimiento, con un incremento del 57% de las ventas respecto al ejercicio anterior y de la mano de su medicamento estrella el Wagovy. Lamentablemente la tasa de adultos con obesidad ha incrementado rápidamente durante los últimos años, pasando de un 42% de la población adulta en 2020, a un 46% en 2025, y con previsiones de alcanzar cotas del 50% en 2030 y del 54% en 2035 con una proporción muy pequeña de ellas recibiendo tratamiento, por lo que la penetración en mercado de esos tipos de medicamento sigue siendo muy reducida.
- **Rare Disease:** en este segmento la empresa desarrolla y comercializa medicamentos de enfermedades menos comunes, centrados principalmente en enfermedades del sistema endocrino y hemofilia. Pese a ser el menor de los segmentos, con un peso del 6% sobre el total de los ingresos, mantiene también un interesante crecimiento orgánico que se situó en el 9% en 2023.

Figura 2. Distribución de las ventas por segmentos de negocio - FY 2024.



Fuente: Novo Nordisk - 2024 Annual Report.

2. Análisis de la compañía.

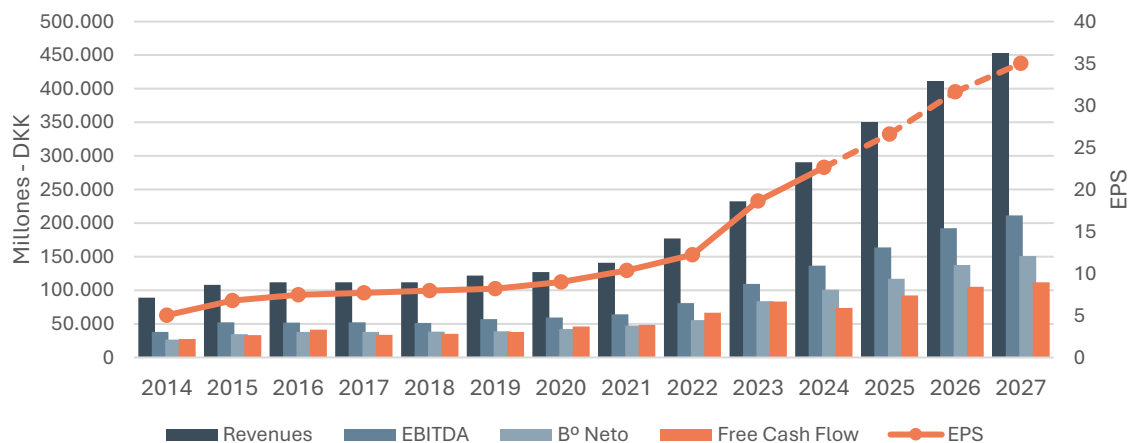
Se calcula que Novo Nordisk produce cerca del 50% de la insulina en el mundo y domina la cuota de mercado (con cifras de entre el 30% y el 55% dependiendo del subsegmento). Esto le proporciona una clara posición dominante que le ha permitido mantener unos holgados márgenes de beneficio, situando el Margen de EBITDA en el 47% o el Margen Neto por encima del 34%, con unos niveles de rentabilidad en un ROA del 27.55% y un ROE del 70.38%.

Con el refuerzo de la apuesta de los últimos años en el segmento de obesidad, Novo Nordisk ha logrado un fuerte crecimiento, con un incremento anualizado de las ventas del 18.93% en los últimos 5 años y una previsión de crecimiento anualizado del 13.55% para los próximos 5, con un crecimiento del BPA al mismo nivel.



Si bien es verdad que durante los últimos años Novo Nordisk ha incrementado moderadamente su apalancamiento debido al incremento de competencia y la creciente necesidad de Capex para hacer frente a la creciente competencia y a la carrera del sector para conseguir el mejor medicamento.

Figura 3. Principales magnitudes y previsión.



Fuente: Elaboración propia.

Pese a eso, el nivel de endeudamiento sigue en niveles totalmente sanos y muy reducidos, con una Deuda Neta/EBITDA de 0.51x frente -0.08x del ejercicio anterior y un servicio de la deuda en niveles reducidos que no suponen un riesgo para la rentabilidad de la empresa.

Figura 4. Evolución del Margen de EBITDA - 10 Años y Previsión.

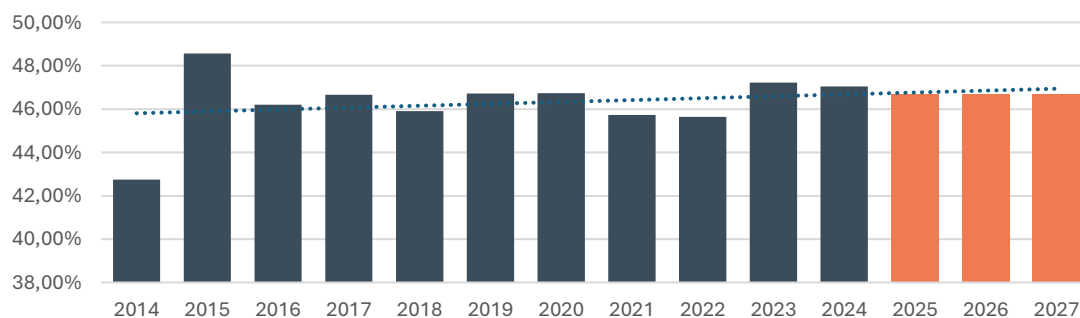
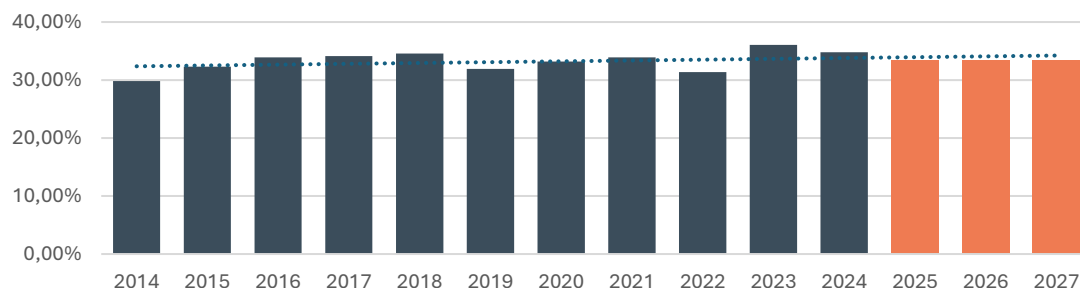


Figura 5. Evolución del Margen de Neto - 10 Años y Previsión.



Fuente: TIKR y Elaboración propia.



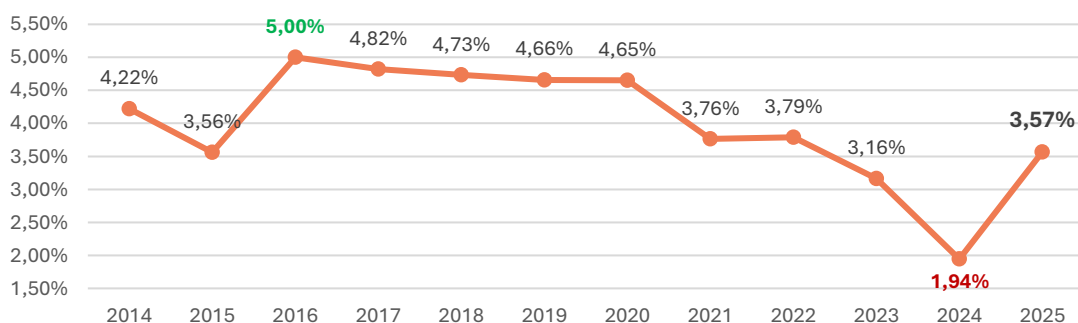
Hay que destacar finalmente también la fuerte capacidad de generación de caja de la compañía, con un Free Cash Flow (FCF) sobre ventas, superior al 35%.

Una ratio que nos gusta mucho valorar en las empresas en cartera, es el FCF Yield, es decir el Free Cash Flow de la empresa contra el precio que se está pagando por la misma empresa en el mercado, ya que de esta manera uno puede entender bien la rentabilidad real que se está obteniendo por el negocio comprado. Esta ratio varía según la evolución de los flujos de caja de la empresa pero sobre todo del precio de la acción. Dicho de otra manera, es una forma de entender la rentabilidad real que ofrecería esta inversión si usted comprara la empresa al precio corriente.

Novo Nordisk ha experimentado una fuerte expansión de múltiplos durante los últimos años, superior a su crecimiento de generación de flujos de caja, como es habitual en el mercado en empresas con elevados crecimientos y fuerte potencial futuro, por lo que hemos visto como la rentabilidad se reducía desde niveles del 5% en 2016 hasta mínimos del 1.94% en 2024.

Con esta ultima corrección que ha asentado la valoración de la empresa, la rentabilidad ha repuntado de nuevo hasta cifras por encima del 3.5% que pese a estar lejos de los múltiplos de 2016, son totalmente aceptables frente al crecimiento esperado actual.

Figura 6. Evolución FCF Yield - 10 Años.



Fuente: Elaboración propia.

3. Valoración y conclusiones.

Novo Nordisk viene de cotizar durante los últimos años a múltiplos muy exigentes, con un incremento de la competencia en el sector con Eli Lilly y a la espera de que otros competidores como Roche, Merck o Johnson & Johnson lancen sus propios productos ante un mercado tan rentable, hecho que como ya hemos visto, ha afectado moderadamente a su estructura financiera, con mayor requerimiento de inversión, reducción de la rentabilidad y con algunos resultados desfavorables, por lo que no tendría sentido volver a niveles de valoración tan exigentes.

Pese a ello, creemos que el mercado ha exagerado con la corrección de los últimos meses, ofreciendo valoraciones atractivas y una interesante ventana de oportunidad, y recordemos que se trata de una empresa con márgenes por encima del 40% y crecimiento compuesto esperado de doble dígito, muy bajos niveles de deuda y en el foco de un sector nuevo, alineada las tendencias demográficas en expansión con



un 50% de la población global que podría requerir de sus servicios en cierto momento.

Como vemos en los siguientes gráficos cotiza a niveles cercanos a la media histórica, teniendo en cuenta que el auge de su negocio de lucha contra la obesidad empezó hará unos cinco años, manteniendo además su tendencia de crecimiento.

Figura 7. Precio/Ventas



Figura 8. Precio/Ebitda.



Figura 7. Precio/Beneficio

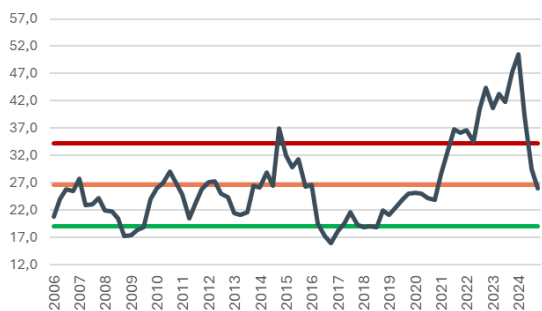


Figura 8. Precio/Valor de libros.



Fuente: Elaboración propia.

Múltiplos Comparables		
	10Y Av.	Current
P/BV	18,43	14,10
P/S	8,56	7,38
P/E	25,70	22,06
P/CF	26,60	28,03
P/EBITDA	18,48	15,80
Principales Ratios		
	10Y Av.	Current
ROA	39,92%	27,14%
ROE	71,99%	63,92%
FCF/Reven.	32,81%	26,32%
FCF/Yield	4,03%	3,57%
Invent. Rot.	7,34	7,22
Laver. Ratio	57,22%	67,18%
Current Ratio	1,06	0,70
TD/EBITDA	0,16	0,65
PayOut	46,66%	43,96%
CAPEX/OCF	20,97%	19,98%
Total SH Retrib.	3,62%	2,77%
SH Retrib/FCF	88,91%	87,15%

Por todo ello, creemos que a niveles actuales, Novo Nordisk puede tener un recorrido potencial en mercado muy interesante, manteniendo una valoración por múltiplos acomodada alrededor de PER 25x, P/EBITDA 25x o P/FCF de 25x situando el precio objetivo por encima de las 820 Coronas por acción (+40% de potencial de revalorización) o con una valoración por descuento de flujos de caja entre las 815 y las 900 Coronas (entre el 40% y 50% de potencial alcista).

Resumen:

Precio Actual	587,00	
P.O. 3A (Múltiplos)	824,24	40,42%
FCF Valuation	816,75	39,14%



Disclaimer

Este documento está escrito únicamente a título informativo. No constituye una oferta para comprar o vender ningún producto financiero ni para participar en cualquier estrategia particular de negocio alguna en cualquier jurisdicción. No constituye, ni podrá ser utilizado, como forma alguna de compromiso o contrato por parte NORZ PATRIMONIA EAF, S.L. y no genera obligación legal alguna para dicha Entidad.

Este es un documento comercial y como tal las opiniones contenidas en el mismo no deben considerarse asesoramiento o recomendación de comprar o vender acciones. Queda a discreción del lector, basarse en información contenida en este material.

Debe señalarse que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y los inversores pueden no recuperar el importe íntegro invertido. La inversión en los Fondos conlleva riesgos y puede no ser adecuada para usted. Los cambios en los tipos de cambio pueden tener un efecto desfavorable sobre el valor, precio o rendimiento de los fondos o de las inversiones subyacentes extranjeras. Los resultados y rentabilidades pasadas no constituyen una indicación fiable de los resultados futuros. No se garantiza que cualquier previsión realizada se materialice. Por otra parte, aunque nuestra intención consiste en lograr el objetivo de inversión del fondo de inversión, no podemos garantizar que dicho objetivo vaya a cumplirse. Los escenarios de rentabilidad están influenciados por las condiciones y los movimientos del mercado y pueden cambiar con el tiempo.”

El informe no está dirigido, o destinado a la distribución ni a ser utilizado por cualquier persona o Entidad que sea ciudadano, o residente, o que esté localizado en cualquier jurisdicción en la que la distribución, publicación, disponibilidad o uso del informe sean contrarios a la legislación aplicable, o que implique para NORZ PATRIMONIA EAF, S.L. cualquier obligación de registro o de autorización dentro de dicha jurisdicción a la que no se esté dando cumplimiento.

La información suministrada en este documento representa la opinión de NORZ PATRIMONIA EAF, S.L. y, a pesar de que está basada en criterios objetivos y se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, no garantizamos su exactitud ni que ésta sea completa o veraz y no debería basarse en la misma para tomar su decisión de inversión. Dicha opinión queda expresada en la fecha de emisión del documento, sujeta a los cambios experimentados por los mercados. NORZ PATRIMONIA EAF, S.L. no se responsabiliza de la toma de decisiones que se fundamenten en esta información.

Cláusula de Exención de Responsabilidad

NORZ PATRIMONIA EAF, S.L. considera que la información que expone en este documento es correcta en la fecha de su publicación, pero no garantiza su autenticidad e integridad y declina toda responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de su uso.

NORZ PATRIMONIA EAF, S.L. sus administradores, representantes, asociados, sociedades controladas, directores, socios, empleados o asesores asumen responsabilidad alguna en relación con dicha información, ni de cualquier uso no autorizada de la misma.

Fuentes: Centro de Inversiones NORZ PATRIMONIA EAF, S.L.; Bloomberg, Morningstar, Thomson Refinitiv... y elaboración propia.

Copyright © 2019 NORZ PATRIMONIA EAF, S.L. All rights reserved. © Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo consentimiento previo por escrito de NORZ PATRIMONIA EAF, S.L.
