

AktieAnalyse Novozymes

Køb Opjusteret

Fra Hold-anbefaling (siden 20/04/2016)

Analysedato: 18/01/2017

Aktuel kurs kl. 14:53

240,40 DKK

Begivenhed:

Årsregnskab 2016

Seneste analyse:

12/01/17 – Novozymes misser sin langsigtede finansielle målsætning i 2017

Kalender:

22/02/17 – Generalforsamling
26/04/17 – 1. kvartalsregnskab
11/08/17 – 2. kvartalsregnskab
25/10/17 – 3. kvartalsregnskab
18/01/18 – Årsregnskab 2017
22/02/18 - Generalforsamling

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

Novozymes, nr. 02 / 2017
Morten Imsgard
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
18-01-2017
sydbank.dk
Aktieanalysen
1/3



Stærk innovationsevne vil genoplive væksten

Vi opjusterer vores anbefaling på Novozymes-aktien til Køb (fra Hold). Vi ser en række nye produktintroduktioner som selskabets vigtigste vækstdriver i de kommende år. Prisfastsættelsen af Novozymes-aktien ser efter vores vurdering ikke specielt anstrengt ud på det nuværende kursniveau.

God afslutning på et udfordrende 2016

Omsætningen på 3.714 mio. kr. i 4. kvartal 2016 er 2,3% bedre end både vores og markedets forventning. Resultatet af primær drift på 1.062 mio. kr. i 4. kvartal 2016 er 1,2% bedre end vores estimat (+2,9% i forhold til markedsforsventningen). Vi noterer os med stor tilfredshed, at det specielt er de vigtige divisioner 'Vaskemidler' og 'Bioenergi', der leverer en bedre end ventet afslutning på 2016. Vi finder det meget positivt, at Novozymes kan berette, at kunderne i stigende omfang viser interesse for selskabets seneste produktlanceringer.

Prognosen for 2017 rammer lidt under vores forventninger

Novozymes forventer, at kunne levere en organisk salgsvækst på 2-5% i 2017 (vi havde forventet 3-5%). I danske kroner forventes salget at vokse med 3-6% i 2017. Novozymes forudser en vækst i resultatet af primær drift på 3-6% i 2017 (vi havde ventet 7-9% vækst). Den primære afvigelse i forhold til vores estimat er dog relateret til en mindre positiv valutakurseffekt i 2017, end vi på forhånd havde modelleret. Vi ser rigtig god mulighed for, at Novozymes kan lande i den øvre end af prognosen for både salgs- og indtjeningsvækst i 2017.

Stærk slutspurt i 'Vaskemidler' i 2016

En organisk vækst på 5% i 4. kvartal i divisionen 'Vaskemidler' er betydeligt bedre end vores estimat på 0% organisk salgsvækst. Vi noterer os, at det positive forretningsmomentum er fortsat i 4. kvartal i både Asien og Nordamerika. Derudover finder vi det meget positivt, at Novozymes kan berette, at de nyeste produktlanceringer bidrager til at løfte salgsvæksten ved udgangen af 2016. Vi forventer, at Novozymes kan løfte den organiske salgsvækst i 'Vaskemidler' i 2017 i forhold til det realiserede niveauet i 2016 på 2%.

Salget i 'Bioenergi' overrasker positivt i 4. kvartal 2016

'Bioenergi' leverer en organisk salgsvækst på 7% i 4. kvartal 2016, hvilket er markant bedre end vores estimat om en tilbagegang på 2,0%. Vi noterer os, at salget af enzymer til omdannelse af biomasse (2. generations biobrændstof) leverer et væsentligt vækstbidrag til divisionen i 4. kvartal 2016. Vi ser kun et begrænset vækstpotentiale fra majsbaseret ethanolproduktion (1. generations biobrændstof) i de kommende år. Til gengæld kan en stigende interesse hos kunderne for Novozymes' 2. generations enzymløsninger bidrage til at løfte salgsvæksten i de kommende år. Vi ser en organisk salgsvækst på 3,5% i 2017 i 'Bioenergi'.

Udfordrende markedsudsigter i 'Landbrug & Foder' i 2017

En organisk salgsvækst på 22% i 4. kvartal i 'Landbrug & Foder' er bedre end vores estimat på 16%. Vi noterer os dog, at dårlig økonomi hos mange landmænd tynger de kortsigtede vækstmuligheder inden for BioAg-segmentet. På den baggrund modellerer vi en relativt begrænset organisk salgsvækst i 'Landbrug & Foder'-divisionen i 2017. Vi forventer dog, at forretningen inden for foderenzymer vil holde højt væksttempo i 2017.

Attraktiv værdiansættelse giver god købsmulighed

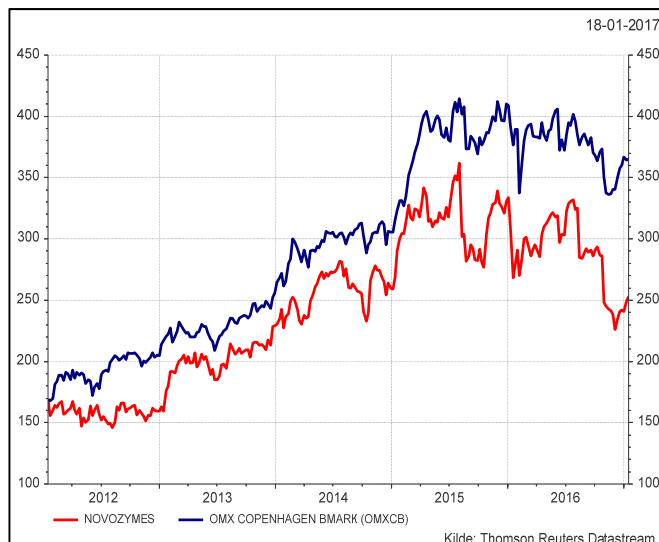
Novozymes handler på 14,6x EV/EBITDA for 2017 og 13,5x EV/EBITDA for 2018, hvilket ikke ser specielt anstrengt ud i forhold til hvad investorerne historisk set har været villige til at betale for Novozymes-aktien. Vi forventer, at Novozymes stærke innovationsevne vil løfte salgsvæksten fremadrettet. Derudover vurderer vi, at selskabets stigende fokus på omkostningsstyring vil bidrage til at beskytte den høje indtjeningssevne i en periode, hvor salgsvæksten er lavere end det historiske niveau.

Sydbank

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsætning	14.002	14.142	14.841	15.680	16.665
EBIT (primær drift)	3.884	3.946	4.153	4.403	4.729
Ordinært resultat før skat	3.621	3.881	4.028	4.363	4.689
Nettoresultat	2.825	3.050	3.182	3.446	3.704
Egenkapital forrentning (%)	24,4%	26,0%	23,2%	21,7%	20,5%
Soliditet (%)	65,2%	62,9%	65,6%	68,2%	70,4%
EPS - udvandet	9,13	10,15	10,90	11,80	12,69
P/E	36,2	24,0	22,1	20,4	19,0
EV/EBITDA	20,6	15,4	14,6	13,5	12,4
Indre værdi	37,8	39,1	46,8	54,0	61,6
Yield	1,1%	1,6%	1,8%	1,9%	2,1%

Markedsværdi :	74.5 mia. DKK.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	6033601
Foreslået udbytte	4,0 kr. pr. aktie	Reuterkode :	NZYMb.CO



Forretningsområde

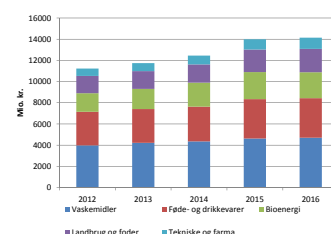
Novozymes er verdens største leverandør af enzymer. Enzymerne sælges til industrikunder i over 120 lande og anvendes i kundernes produktionsprocesser enten som katalysatorer i produktionen – f.eks. til fremme af gæringen under brygning af øl – eller som aktiv ingrediens i kundernes slutprodukter – f.eks. til at forbedre vaskeevnen i vaskemidler. Novozymes sælger mere end 600 forskellige produkter, ligesom selskabet har over 4.000 aktive, udstedte patenter og patentansøgninger. Novozymes sælger derudover mikroorganismer til landbruget. Biopharma-aktiviteterne er nu udskilt i et selvstændigt selskab.

Risici

Eventuelle "set-backs" inden for de nye forretningsområder, herunder bl.a. samarbejdet med Monsanto om biologiske produkter til landsbrugsproduktion. Høj valutakurseksponering – en svækkelse på 5% af USD vil reducere driftsresultatet (EBIT) med 100-120 mio. kr. Aktiviteterne i Latinamerika, herunder især Brasilien, indebærer også en valutakursrisiko.

Lav

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Høj
Rentedækning: 127,5

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2016

Euro: 35% Amerikanske dollars: 35% Kinesiske renminbi: 10% Danske kroner: 10% Øvrige: 10%

Simpel DCF-model til illustration af kursfølsomhed

	Lavvækstscenarior	Aktuel kurs	Højvækstscenarior
Fair værdi	216,5	240,4	266,6
Omsætningsvækst i forecastperiode	7%	8%	9%
Overskudsgrad i forecastperiode	27,2%	28,2%	29,2%
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	7,1%	7,1%	7,1%
Kurspotentiale	-10,0%	-	10,9%

Forudsætninger og kommentarer:

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

Konkurrenceparametre

Gen. score: 4,0

Selskabets forventninger

Leverandører

4

Novozymes indkøber råvarer, energi og vand til brug i produktionen. Kontrakterne vedrørende råvarer som f.eks. sukker og stivelse gælder normalt for et år. Ingen leverandør udgør over 5%.

Substituter

4

Enzymer er et miljørigtigt alternativ til kemikalier, idet enzymer er produceret via vedvarende ressourcer samt fuldt ud bionedbrydelig. Enzymer sparer således vand, råmaterialer og energi.

Indgangsbarrierer

5

Enzymproduktion i stor skala er meget kapitalkrævende og kræver stor viden om de forskellige produktionsprocesser (gæring, oprensning og formulering) for at være konkurrencedygtig.

Kunder

3

Stor afhængighed af enkelte kunder som Procter & Gamble og Unilever. Novozymes påvirkes derfor af udviklingen i disse kunders markedsvilkår.

Intensitet

4

Hård konkurrence inden for nogle enzymklasser, der bliver betragtet som standardiserede produkter. Novozymes innovationsevne er afgørende for at modvirke denne tendens.

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

I 2017 forventes salget at stige med 3-6% målt i danske kroner (2-5% organisk vækst).

Resultatet af primær drift ventes at stige med 3-6% og årets resultat forventes at stige med 2-5%.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2017E	10,89	10,90	0,1%
2018E	11,90	11,80	-0,8%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	1,9%	-11,0%	-11,9%

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

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 konjunkturfremtninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger. Analysen er udarbejdet på grundlag af information fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Primære kilder: Novozymes, Chr. Hansen, DSM, Henkel, Monsanto og DuPont.

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/investering/analyser/aktier>. 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.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 27 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	40,7%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	40,7%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	18,5%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, 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 anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	Danske Bank Jyske Bank Pandora Vestas	A. P. Møller Mærsk DSV Nordea Rockwool SAS	Bang & Olufsen FLSmidth
Defensive aktier	Carlsberg Genmab GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk Novozymes Topdanmark	ALK-Abelló Chr. Hansen Coloplast ISS Nets Tryg	DONG Energy TDC William Demant

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Sydbank påtager sig intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger. Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå. Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan 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. Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter. 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. Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen. Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.