



Aktienyt

H. Lundbeck

Overvægt
Uændret

Aktuel kurs: 113,70 DKK

Begivenhed: Årsregnskab 2011

Seneste analyse på selskabet:
03/02/12 – Fokus på forventningerne til 2012 i regnskabet på onsdag

Kalender:

29/03/12 – Generalforsamling
02/05/12 – 1. kvartalsregnskab
08/08/12 – Halvårsregnskab
07/11/12 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Lundbeck bygger bro over patentkløft

Vi fastholder Overvægt på Lundbeck. Selskabet leverer en fornuftig årsafslutning og godkendt prognose for 2012. Værdierne af Lundbecks efterhånden udvidede produktportefølje og attraktive pipeline er ikke indregnet i aktiekursen.

Godkendte 2012-forventninger

Lundbecks omsætning stiger 8% både i danske kroner og i lokal valuta i 4. kvartal. Det er 5% bedre end vores estimat (+5% ift. markedsforventningerne). Resultatet af primær drift (EBIT) lander på 326 mio. kr. i årets sidste kvartal af 2011, hvilket er på niveau med EBIT i 4. kvartal 2010. Det er dog 8% dårligere end vores estimat (-21% ift. markedsforventningerne). Lundbeck forventer i 2012 en omsætning på 14,5-15,2 mia. kr., EBITDA på 3,0-3,5 mia. kr. og EBIT på 2,0-2,5 mia. kr. Lundbecks omsætningsprognose er lidt bedre end forventet, mens prognosen for indtjeningen er mere på linje med forventningerne.

Lexapro lyser flot op regnskabet

Indtægterne fra Lexapro-salget i USA på 581 mio. kr. i 4. kvartal er markant bedre end både vores og markedsforventningerne. Vi havde på forhånd forventet et lavere salg som følge af lagernedbringelser hos partneren Forest frem mod patentudløbet på Lexapro i marts 2012. Vi venter dog et markant fald i indtægterne fra Lexapro-salget i 1. kvartal 2012. Herefter vil Lexapro-salget i USA efter vores vurdering være stort set ikke-eksisterende, hvilket også er afspejlet i Lundbecks 2012-forventninger. Det stærke Lexapro-salg i 4. kvartal mere end kompenserer for en lidt større tilbagegang i salget af Cipralex i Europa, end vi havde forventet. Det lavere salg er en konsekvens af tilbagetrækningen af Cipralex i Tyskland, mere intens konkurrence og effekterne af sundhedsreformer. Desuden skuffer salget af Ebixa til behandling af Alzheimers på 'Internationale markeder' som følge af generisk konkurrence og prisreduktioner i Tyrkiet. De øvrige midler vokser solidt i 4. kvartal – om end som forventet.

Højere omkostninger i 4. kvartal end ventet – vil fortsætte i 2012

Den svage indtjening i 4. kvartal 2011 er en konsekvens af flere udgifter til salg og distribution i forbindelse med lanceringen af Onfi og Sycrest end ventet. Hertil kommer større administrationsomkostninger i kølvandet på Lundbecks fortsatte ekspansion på nye markeder end ventet. Vi vurderer, at fraværet af indtægterne fra Lexaprosalget i 2012, fortsatte lanceringsomkostninger og øgede forsknings- og udviklingsomkostninger primært som følge af samarbejdsaftalen med Otsuka vil presse indtjeningen i 2012. Vi venter dog, at Lundbeck kan levere et resultat af primær drift i 2012 på mere 2,3 mia. kr.

Lundbecks støber fundamentet for fremtid indtjening – vi fastholder Overvægt

Samlet set er dagens regnskab og prognosen for 2012 som forventet. Vi vurderer, at Lundbeck fortsat står godt rustet til patentudløbet på Lexapro og Cipralex i henholdsvis 2012 og 2014. Lundbeck har de senere år udvidet produktporteføljen med en række nye midler. Hertil kommer lanceringen af Lexapro i Japan og Onfi i USA samt indlicenseringen af Cephalon-midlerne og Mercks Sycrest, som vil få effekt i 2012. Vi ser desuden en kurstrigger i offentliggørelsen af data fra studierne med Lundbecks depressionsmiddel LU21004 i 1. halvår 2012 og en potentiel godkendelse af alkoholpillen Selincro.

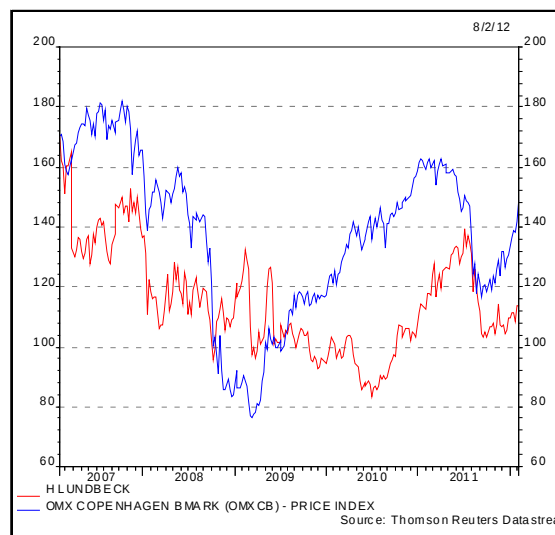
H. Lundbeck, Nr. 2 / 2012
Søren Løntoft Hansen
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 64
s.loentoft@sydbank.dk
08.02.2012, kl.: 13:22

sydbank.dk
Aktieanalysen

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Omsætning	14.765	16.007	14.776	14.885	14.016
EBIT (primær drift)	3.357	3.393	2.331	2.478	2.379
Ordinært resultat før skat	3.289	3.297	2.251	2.368	2.259
Nettoreultat	2.466	2.282	1.654	1.740	1.661
Egenkapital forrentning (%)	24,8%	19,1%	12,5%	12,1%	10,7%
Soliditet (%)	61,8%	62,2%	65,4%	67,3%	69,9%
EPS - udvandet	12,57	11,64	8,43	8,87	8,47
P/E	8,4	9,3	13,5	12,8	13,4
EV/EBITDA	4,6	4,1	5,8	5,2	5,1
Indre værdi	56,7	65,1	70,1	76,4	82,2
Yield	3,6%	3,2%	2,2%	2,3%	2,2%

Markedsværdi :	22,4 mia. kr.	Likviditet :	Middel
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	1028723
Foreslået udbytte :	3,49 kr. pr. aktie	Reuterkode :	LUN.CO



Forretningsområde

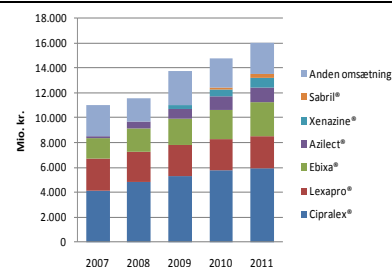
Lundbeck er en international farmaceutisk virksomhed, som beskæftiger sig med forskning og udvikling af lægemidler til behandling af psykiatriske og neurologiske sygdomme. Selskabets vigtigste produkt er det antidepressive middel Cipralex/Lexapro, der udgjorde 53% af omsætningen i 2011. Lundbecks øvrige produkter omfatter primært Ebixa (Alzheimers), Azilect (Parkinsons) samt modne antipsykotika og antidepressiva. Lundbeck har en spændende pipeline. Opkøbet af amerikanske Ovation (nu Lundbeck Inc.) er en væsentlig driver for den fremtidige vækst med stort potentiale i produkterne Xenazine, Sabril og Onfi.

Risici

De største risici er patentudløbet på Lexapro i 2012 og Cipralex i 2014. Lundbeck er derfor presset til at købe eller udvikle produkter, der kan opretholde indtjeningen. Udfordringer af Lundbecks patenter før disse udløber kan åbne op for generisk konkurrence med stort indtjeningstab til følge. Eksponering overfor valutakursudviklingen i forhold til dollaren.

Middel

Omsætningsfordeling 2011



USD-følsomhed: Høj
Rentedækning: 16,6

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

Europa: 51,1% USA: 26,6% Int. markeder: 22,2%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	85,28 (-25%)	113,70	142,13 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	1 år	1 år	1 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,1
Vækst (% pr. år)	5,0%	5,4%	7,1%	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 8,1
Afkastkrav (%)	13,5%	12,1%	11,0%	Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,0

Selskabets forventninger

Leverandører

3

De fleste råmaterialer sælges som bulk.

Substituter

3

Konkurrerende lægemidler inden for depressionsområdet er bl.a. billige generiske kopier og Cymbalta (Eli Lilly) – Cipralex/Lexapro har dog en attraktiv bivirkningsprofil.

Indgangsbarrierer

4

Celexa mistede markedseksklusiviteten i USA i januar 2004, og flere selskaber har lanceret kopiversioner. Eli Lilly har lanceret Cymbalta – en konkurrent til Lexapro i USA.

Kunder

2

Sundhedsmyndighederne har i flere lande i Europa været meget langsomme med godkendelsen af Cipralex. Det samme kan ske, hvis Lu-21004 bliver lanceret som afløser i 2014.

Intensitet

3

Stigende generisk konkurrence og fra billige generiske versioner af Prozac og Paxil – kopikonkurrence rammer dog typisk kun originalpræparatet og ikke hele klassen.

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

"Lundbeck forventer en omsætning på 14,7-15,2 mia. kr., EBITDA på 3,0-3,5 mia. kr. og EBIT på 2,0-2,5 mia. kr. for 2012.

Ændring i EPS

DK	Før	Nu	Ændring
2012E	8,39	8,43	0,5%
2013E	8,83	8,87	0,5%

Relativ performance (OMX)

1M	3M	12M
-6,6%	-7,8%	5,1%

Sydbank

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.

Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

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-groupanalyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturfremventninger. 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.

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 Aktienyt på dette selskab. 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.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Iden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 41 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end branchen	12 måneder	48,8%
Neutral	På linje med branchen	12 måneder	29,3%
Undervægt	Dårligere end branchen	12 måneder	22,0%

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

På brancheniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%
Neutral	På linje med aktiemarkedet	12 måneder	40,0%
Undervægt	Dårligere end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

	Industri Overvægt	Cyklisk forbrug Neutral	Stabilt forbrug Overvægt	Sundhed Neutral	Finans Overvægt	IT Undervægt	Telekommunikation Undervægt
Overvægt	A. P. Møller Mærsk DSV FLSmidth GN Store Nord Group 4 Securicor Rockwool Vestas Volvo	Hennes & Mauritz Pandora	Chr. Hansen Royal Unibrew	H. Lundbeck Novo Nordisk	Danske Bank Nordea Tryg	Nokia SimCorp	TDC
Neutral	Auriga Industries NKT Holding Solar William Demant	IC Companys	Carlsberg ØK	Alk Abello Coloplast	SEB Topdanmark	Ericsson	
Undervægt	D/S Norden SAS Scania Securitas TORM	Bang & Olufsen	Novozymes		Alm. Brand Sv Handelsbanken		

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. 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.

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. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er 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.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.