



Aktienyt

ALK-Abelló

Neutral
Uændret

Aktuel kurs: 392,50 DKK

Begivenhed: 1. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:
09/05/12 – Fokus på salgsvæksten i regnskabet torsdag

Kalender:

16/08/12 – Halvårsregnskab

12/11/12 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Udramatisk regnskab fra ALK-Abelló

Vi fastholder vores Neutral-anbefaling på ALK-Abelló. Kvartalsregnskabet er stort set som forventet og afspejler et svært sammenligningsgrundlag i forhold til 1. kvartal 2011. Fokus fremadrettet er på nyheder fra pipeline i 2. halvår af 2012 og i 2013.

Regnskabet er på linje med forventningerne - fastholdt 2012-prognose

Omsætningen falder 18% til 607 mio. kr. i 1. kvartal, hvilket er helt på linje med både vores estimer og markedsforventningerne. Resultatet af primær drift (EBIT) falder hele 146 mio. kr. i kvartalet og lander på 71 mio. kr. Det er 9 mio. kr. dårligere end vores estimat (+11 mio. kr. ift. markedsforventningerne). ALK-Abelló fastholder helårsprognosen om en fremgang i vaccinesalget på 3-5%, en nettoomsætning på op til 2,4 mia. kr. og at driftsresultatet (EBITDA) overstiger 300 mio. kr. i 2012.

Svært sammenligningsgrundlag mudrer billedet

Omsætningen i 1. kvartal er negativt påvirket af et særdeles svært sammenligningsgrundlag i forhold til samme periode sidste år. Omsætningen i 1. kvartal 2011 var positivt påvirket af upfront- og milepælsbetalinger for 134 mio. kr. primært relateret til samarbejdet med Torii, mens upfront- og milepælsbetalinger i 1. kvartal 2012 udgør 31 mio. kr. Hertil kommer, at ALK-Abelló i 1. kvartal sidste år var positivt påvirket af salget af en indlicenseret adrenalinpen, mens lanceringen af ALK-Abellós egen adrenalinpen har betydet en tilbagegang i salget af 'øvrige produkter' på 52% i 1. kvartal 2012. Vaccinesalget stiger som ventet 3%. Salget af de dråbebaserede produkter (SLIT) viser en fremgang på 4% i kvartalet, hvilket er lidt bedre end ventet. Væksten er især drevet af en god udvikling på det franske marked, ligesom det hollandske marked har udviklet sig bedre end frygtet. De injektionsbaserede produkter (SCIT) viser et fladt salg i 1. kvartal, hvilket til gengæld er lidt svagere end ventet. To milde pollensæsoner de seneste år og et vanskeligt makroøkonomisk klima i Spanien og Italien dæmper salget i kvartalet. Tablet vaccinen Grazax vokser helt som ventet 12% og afspejler ligeledes en mere dæmpet vækst som en konsekvens af de seneste års milde pollensæsoner. Vi vurderer, at tendensen i vaccine-salget vil fortsætte i de kommende kvartaler.

Bedre produktmiks forbedrer den underliggende bruttomarginal

Bruttomarginalen falder 3%-point til 73,3% i 1. kvartal. Korrigeret for upfront- og milepælsbetalinger i kvartalerne er der dog tale om en forbedring af bruttomarginalen på 0,8%-point som følge af fraværet af den indlicenserede adrenalinpen med lav lønsomhed. Til gengæld har beslutningen om at fremskynde forsknings- og udviklingsaktiviteterne øget kapacitetsomkostningerne i 1. kvartal. Stigende forsknings- og udviklingsudgifter vil efter vores vurdering dæmpe indtjeningsfremgangen de kommende kvartaler.

Fortsat fokus på pipelinenyhederne

Vi vurderer fortsat, at det vil være nyheder fra pipeline som i høj grad vil drive ALK-Abelló aktien. Investorerne kan se frem til en lind strøm af pipelinenyheder startende i 2. halvår 2012 og ind i 2013. Langt de vigtigste nyheder fra pipelinen ligger dog efter vores vurdering i 2013, og vi har på den baggrund svært ved at se kurstriggere på den korte bane.

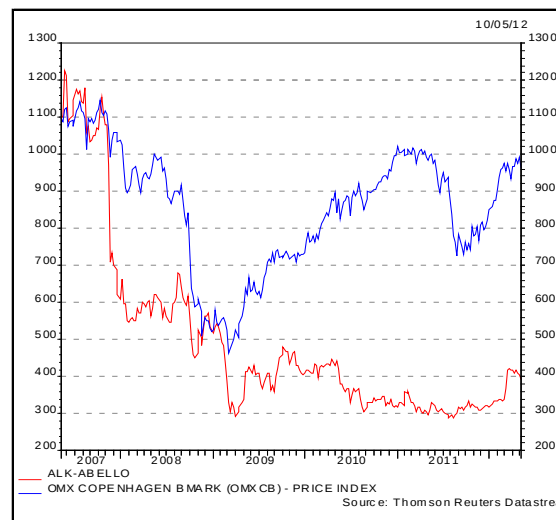
ALK-Abelló, Nr. 4 / 2012
Søren Løntoft Hansen
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 64
s.loentoft@sydbank.dk
10.05.2012, kl.: 13:05

sydbank.dk
Aktieanalysen

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	1K 2011	1K 2012	2011	2012E	2013E
Omsætning	743	607	2.348	2.329	2.415
EBIT (primær drift)	217	71	299	213	255
Ordinært resultat før skat	208	66	321	232	275
Nettoresultat	127	40	200	147	176
Egenkapital forrentning (%)	-	-	9,6%	6,7%	7,6%
Soliditet (%)	-	-	64,6%	66,1%	67,1%
EPS - udvandet	12,83	4,04	20,21	14,90	17,76
P/E	-	-	15,9	26,3	22,1
EV/EBITDA	-	-	7,0	11,1	9,8
Indre værdi	-	-	214,0	223,5	236,1
Yield	-	-	1,6%	1,2%	1,5%

Markedsværdi :	4,0 mia. kr.	Likviditet :	Lav
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	6002714
Seneste udbytte :	5,00 kr. pr. aktie	Reuterkode :	ALKb.CO



Forretningsområde

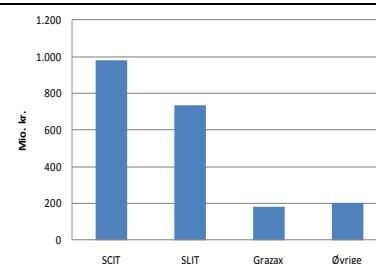
ALK-Abelló A/S (tidligere Chr. Hansen Holding) er efter salget af Ingrediensområdet (72% af omsætningen i 2004/05) et "rent" medicinalselskab. ALK-Abelló beskæftiger sig med diagnose, behandling og forebyggelse af forskellige allergiske lidelser så som høfeber og astma. Størstedelen af omsætningen (47%) udgøres fortsat af de injektionsbaserede allergivacciner (SCIT), men de dråbebaserede allergivacciner (SLIT) udgør sammen med den tabletbaseret allergivaccine Grazax en stigende del af omsætningen (44%). Grazax er en langt mere patientvenlig behandlingsform.

Risici

Eventuelle "set-backs" for pipelinen – især i relation til registreringen af den tabletbaserede allergivaccine mod græsallergi (Grazax) i USA. Der er desuden en del usikkerhed med hensyn til prisfastsættelse, tilskudsregler og penetration af Grazax i Europa. Ændringer i efterspørgsel, valutakurser, leverandørfæhængighed og konkurrence er også usikkerhedsmomenter.

Mellem

Omsætningsfordeling 2011



USD-følsomhed: Lav
Rentedækning: -

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

Nordeuropa: 22% Mellemeuropa: 35% Sydeuropa: 31% Øvrige markeder: 12%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	294,38 (-25%)	392,50	490,63 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	1 år	4 år	7 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 7,7%
Vækst (% pr. år)	7,0%	9,2%	10,9%	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 7,7%
Afkastkrav (%)	10,6%	9,7%	9,0%	Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,2

Selskabets forventninger

Leverandører

4

ALK-Abelló har egen produktion af naturlige allergener bl.a. via aftaler med lokale landmænd. Størstedelen af råmaterialerne produceres i Spokane, USA.

Substitut

4

Allergivaccination er den eneste behandlingsform med sygdomsmodificerende effekt – alligevel foretrækker mange allergikere (især allergikere med mild allergi) symptombehandling.

Indgangsbarrierer

2

ALK's allergivacciner er ikke patentbeskyttet, da de er baseret på ekstrakter fra naturen. De store farmaselskaber fokuserer dog især på det langt større marked for symptombehandling.

Kunder

2

Sundhedsmyndighederne forsøger i stigende omfang at kontrollere stigningerne i sundhedsomkostningerne. Dette har ALK-Abelló bl.a. oplevet på det vigtige tyske marked.

Intensitet

4

De store farmaselskaber som AstraZeneca og GlaxoSmithKline har indtil videre fokuseret på udviklingen af symptomdæmpende medicin frem for decideret allergivaccination.

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

"I 2012 forventer ALK-Abelló, at vaccinasalget vokser 3-5% målt i lokal valuta. Den samlede nettoomsætning forventes at blive op til 2,4 mia. kr. Det primære driftsresultat (EBITDA) forventes at overstige 400 mio. kr."

Ændring i EPS

	Før	Nu	Ændring
2012E	14,90	14,90	0,0%
2013E	17,77	17,76	0,1%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-6,3%	14,5%	33,2%

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 konjunkturforventninger. 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

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