

AktieAnalyse Novozymes



Køb Uændret

Købsanbefaling siden 18/01/2017

Analysedato: 26/04/2017

Aktuel kurs kl. 11:37

303,30 DKK

Begivenhed:

1. kvartalsregnskab

Seneste analyse:

21/04/17 – Salgsvækstmotoren går i tomgang i 1. kvartal

Kalender:

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

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

Novozymes lægger godt fra land i 2017

Vi fastholder vores Købsanbefaling på Novozymes efter dagens regnskab. Novozymes leverer efter vores vurdering en rigtig god start på 2017. 1. kvartalsregnskabet er med til understøtte vores forventning om, at Novozymes kan lande i den øvre ende af både salgs- og indtjeningsprognosen for 2017.

2017 starter med en positiv overraskelse

Omsætningen på 3.740 mio. kr. i 1. kvartal 2017 er 1,0% bedre end vores estimat (+1,2% ift. markedets forventning). Vi finder det meget positivt, at kunderne i stigende omfang viser interesse for Novozymes' seneste produktlanceringer. Resultatet af primær drift på lander på 1.010 mio. kr. i 1. kvartal, hvilket er 1,6% dårligere end vores estimat (+0,4% i forhold til markedsforsventningen). Vi noterer os dog, at engangsomkostninger på ca. 70 mio. kr. sænker indtjeningssejnen i 1. kvartal. Renset for engangsomkostningerne viser Novozymes fortsat en god evne til at løfte selskabets overskudsgrad, der lander på 29% (ekskl. engangsomkostninger). Det er en forbedring på 1%-point på overskudsgraden i forhold til 1. kvartal 2016.

Genstridigt snavs samler sig i horisonten for 'Vaskemidler'

'Vaskemidler' leverer en organisk vækst på 1% i 1. kvartal 2017, hvilket er en spids dårligere end vores estimat på 2% organisk salgsvækst. Vi hæfter os specielt ved, at Novozymes kan berette om en stigende omkostningsfokus hos selskabets allerstørste kunder inden for enzymløsninger til vaskemidler. Det tegner desværre et billede af et forretningsklima, som kan blive forværret i løbet af 2017. Det udfordrende forretningsklima stiller ekstraordinært store krav til Novozymes' innovationsevne. Vi sænker vores vækstforventninger til 'Vaskemidler' i 2017 efter dagens regnskab. Novozymes' nye produktplatform med enzymløsninger rettet mod hygiejne og friskhed bliver afgørende for at løfte salgsvæksten i 'Vaskemidler' i 2018.

'Bioenergi' kobler sig igen på markedsvæksten

'Bioenergi' leverer en organisk salgsvækst på 6% i 1. kvartal 2017, hvilket er markant bedre end vores estimat på 1,0% organisk salgsvækst. Vi noterer os med stor tilfredshed, at Novozymes igen ser ud til at vokse på linje med det underliggende marked for ethanolproduktion i USA, hvilket ikke har været tilfældet i de seneste mange kvartaler. Vi modellerer en stigning i den amerikanske ethanolproduktion på 1% i 2017 ift. 2016. Derudover venter vi, at stigende interesse for Novozymes' 2. generations enzymløsninger vil bidrage til at løfte salgsvæksten i 2017. Vi ser nu en organisk salgsvækst på 5,5% i 2017 i 'Bioenergi' mod tidligere 3,5%.

'Føde- og drikkevarer' leverer en super start på 2017

'Føde- og drikkevarer' leverer en overraskende stærk organisk salgsvækst på 6% i 1. kvartal 2017. Det er efter vores vurdering specielt imponerende set i lyset af, at patentudløb inden for bageriindustrien tynger divisionens salgsvækst i øjeblikket. Vi hæfter os særligt ved succesen i stivelsesindustrien, der blandt andet er drevet af de senest lancerede produkter. Vi ser det som et tydeligt bevis på, at Novozymes' innovationsevne spiller en afgørende rolle i at løfte selskabets salgsvækst. Vi løfter vores forventninger til den organiske salgsvækst i 'Føde- og drikkevarer' i 2017 efter dagens regnskab.

Stærk innovationsevne genopliver salgsvæksten

Novozymes handler på 17,9x EV/EBITDA for 2017 og 16,6x EV/EBITDA for 2018, hvilket fortsat er lidt under hvad investorerne historisk set (seneste 5 år) 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.

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	1K 2016	1K 2017	2016	2017E	2018E
Omsætning	3.609	3.740	14.142	14.859	15.643
EBIT (primær drift)	950	1.010	3.946	4.188	4.455
Ordinært resultat før skat	955	977	3.881	4.063	4.415
Nettoresultat	745	772	3.050	3.210	3.487
Egenkapital forrentning (%)	-	-	26,0%	23,4%	21,9%
Soliditet (%)	-	-	62,9%	65,7%	68,4%
EPS - udvandet	2,43	2,57	10,15	10,99	11,94
P/E	-	-	24,0	27,6	25,4
EV/EBITDA	-	-	15,4	17,9	16,6
Indre værdi	-	-	39,1	46,9	54,3
Yield	-	-	1,6%	1,4%	1,5%

Markedsværdi :	92.5 mia. DKK.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	6033601
Seneste udbytte	4,0 kr. pr. aktie	Reuterkode :	NZYMb.CO



Forretningsområde

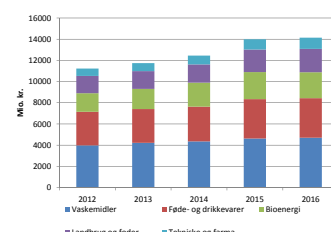
Novozymes er verdens største leverandør af enzymer. Enzymerne sælges til industrikunder i over 120 lande og anvendes i kundernes produktionsprocesser enten som katalysatorer i produktionen – f.eks. til fremme af gæringen under brygning af øl – eller som aktiv ingrediens i kundernes slutprodukter – f.eks. 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

	Lavvækstscenário	Aktuel kurs	Højvækstscenário	Forudsætninger og kommentarer:
Fair værdi	275,4	303,3	333,8	Simpel DCF-model. IKKE kursmål.
Omsætningsvækst i forecastperiode	6%	7%	8%	10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimeret
Overskudsgrad i forecastperiode	34,4%	35,4%	36,4%	Overskudsgrad år 1-10.
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	7,1%	7,1%	7,1%	Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Kurspotentiale	-9,2%	-	10,0%	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%.

Substitut

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	11,00	10,99	-0,1%
2018E	11,97	11,94	-0,3%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	2,7%	7,2%	-7,8%

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 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. 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.

	K ø b	H o l d	S æ l g
C y k l i s k e a k t i e r	D a n s k e B a n k J y s k e B a n k P a n d o r a V e s t a s	A . P . M ø l l e r M æ r s k D S V F L S m i d t h N o r d e a R o c k w o o l S A S	B a n g & O l u f s e n
D e f e n s i v e a k t i e r	C a r l s b e r g G e n m a b G N S t o r e N o r d H . L u n d b e c k N o v o N o r d i s k N o v o z y m e s T o p d a n m a r k	A L K - A b e l l ó C h r . H a n s e n C o l o p l a s t I S S N e t s T r y g	D O N G E n e r g y T D C W i l l i a m D e m a n t

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.