

Chefanalytiker Michael Drøschner Jørgensen, midj@nykredit.dk, 44 55 12 91

Danske aktier: Novo Nordisk - Mere klarhed kan give en højere værdiansættelse

- Den forventede nedjustering af 2025 guidance skyldes midlertidige forhold
- En række bekymringer tynger aktiekursen, mere klarhed kan give en højere værdiansættelse
- Vi fastholder købsanbefalingen med et uændret kursmål på DKK 700 pr. aktie

Vurdering og anbefaling

Efter en nærmere analyse af regnskabet, ledelsens investorpræsentation og vores dialog med selskabets investor relations team fastholder vi vores købsanbefaling på aktien med et uændret kursmål på DKK 700 pr. aktie. For 2025 har vi justeret vores estimat for den organiske salgsvækst til 17% fra tidligere 18%, mens vores estimat for væksten i driftsindtjeningen i lokal valuta er uændret på 20%. For perioden 2026-2030 har vi kun ændret marginalt på vores estimer. Det er fortsat vores vurdering, at Novo Nordisk er eksponeret mod sygdomsområder med et meget stort langsigtet potentiale og vi ser selskabet levere en gennemsnitlig årlig organisk salgsvækst på omkring 14% over den kommende femårige periode. En række bekymringer i investormiljøet tynger i øjeblikket aktiekursen, hvorfor vi ser aktien have en meget attraktiv værdiansættelse, hvor den 12m forward P/E ligger omkring 16x.

Opfølgning på det seneste regnskab

Kvartalsregnskabet bød på solid vækst i både salg og indtjening. Selskabets samlede salg blev realiseret på DKK 78,1 mia., svarende til en rapporteret salgsvækst på 19% og en organisk salgsvækst på 18%. Salget blev realiseret marginalt under konsensusestimatet. Diabetesproduktet Ozempic stod for et solidt vækstbidrag. Produktet solgte for DKK 32,7 mia. (konsensus: DKK 32,3 mia.), svarende til en organisk salgsvækst på 15%. Der er tale om et absolut vækstbidrag på DKK 4,9 mia. (å/å) og produktet stod således for 38% af den absolutte vækst (å/å).

Fedmeproduktet Wegovy stod ligeledes for et markant vækstbidrag. Produktet solgte for DKK 17,4 mia. (konsensus: DKK 19,0 mia.), svarende til en organisk salgsvækst på 83%. Der er tale om et absolut vækstbidrag på DKK 8,0 mia. (å/å) og produktet stod således for 62% af den absolutte vækst (å/å). Det understreger produktets betydning for salgsvæksten, også selvom produktsalget skuffede i forhold til konsensus i kvartalet. Det er vores vurdering, at den altoverskyggende forklaring på det lavere end forventede salg i kvartalet kan relateres til den midlertidige konkurrence fra blandingsprodukterne på det amerikanske marked. Uden denne midlertidige konkurrence kunne Wegovy formentlig have solgt for DKK 4-5 mia. mere i kvartalet.

Novo Nordisk realiserede et bruttoresultat på DKK 65,2 mia. i kvartalet, svarende til en brutto-margin på 83,5% (mod 84,8% i samme kvartal året før). Driftsresultatet (EBIT) blev realiseret på DKK 38,8 mia. (konsensus: DKK 37,0 mia.), svarende til en EBIT-margin på 49,7%, en vækst i lokal valuta på 20% (å/å) og en rapporteret vækst på 22% (å/å).

Som forventet benyttede ledelsen kvartalsregnskabet til at nedjustere deres 2025 guidance. Ledelsen forventer nu en organisk salgsvækst i intervallet 13-21% (tidligere 16-24%), hvor den primære årsag er lavere penetration af GLP-1 produkterne på det amerikanske marked end tidligere forventet. Der henvises til ovenstående midlertidige konkurrence fra Wegovy blandingsprodukterne (kopier), hvor den nye 2025 guidance antager en reduktion i antallet af patienter på blandingsprodukter i andet halvår 2025. Vi har trimmet vores estimat for den organiske salgsvækst til 17% fra tidligere 18% (seneste konsensusestimat: 18,6%). Ledelsen ser nu en salgsmæssig valutamodvind på 3 procentpoint mod

tidligere en valutamedvind på 3 procentpoint og ser dermed en rapporteret salgsvækst i intervallet 10-18% (tidligere 19-27%). Vi har trimmet vores estimat for den rapporterede salgsvækst til 14% fra tidligere 17%.

I forhold til driftsindtjeningen forventes væksten i lokal valuta nu i intervallet 16-24% (tidligere 19-27%), hvor den primære årsag til den lavere forventede indtjeningsvækst er den lavere forventede salgsvækst. Vores estimat for væksten i driftsindtjeningen i lokal valuta er uændret på 20% (seneste konsensusestimater: 22,4%). Ledelsen ser nu en indtjeningsmæssig valutamedvind på 5 procentpoint mod tidligere en valutamedvind på 5 procentpoint og ser dermed en rapporteret indtjeningsvækst i intervallet 11-19% (tidligere 24-32%). Vi har trimmet vores estimat for den rapporterede indtjeningsvækst til 15% fra tidligere 18%.

Tanker om investormiljøets bekymringer

Første halvdel af 2024 var i høj grad præget af gode nyheder omkring Novo Nordisk. Ledelsen kunne opjustere deres 2024 guidance flere gange, nyhedsstrømmen fra selskabets pipeline var positiv og ledelsen afholdt en overbevisende kapitalmarkedsdag. Investormiljøet kvitterede med eufori og en meget høj værdiansættelse (12m forward P/E > 38x). Siden da er nyhedsstrømmen svækket ad flere omgange med diverse fedme-studier, som ikke helt har været i stand til at matche de høje forventninger. Samtidig har flere konkurrenter meldt sig på banen med spændende nyt og senest har udviklingen i selskabets receptdata vist en svagere udvikling end ventet. Kvartalsregnskabet indeholdt som ventet en nedjustering af 2025 guidance. Alt i alt er pendulet svinget til kraftig pessimisme, hvilket har resulteret i en meget lav værdiansættelse. Nedenfor gennemgår vi kort vores tanker om investormiljøets forskellige bekymringer:

Wegovy receptudskrivningen i USA. Vi har set en svagere udvikling i receptudskrivningen for Wegovy på det amerikanske marked end oprindeligt ventet i første kvartal. Det har affødt en del bekymringer i investormiljøet. Det er vores vurdering, at den altoverskyggende forklaring på den svagere end forventede udvikling i kvartalet kan relateres til den midlertidige konkurrence fra blandingsprodukterne, hvor salget af disse "kopier" har været tilladt mens Wegovy var på FDAs mangelliste. Denne tilladelse er nu fjernet med endelig effekt fra ultimo maj. Vi arbejder med en antagelse om at udviklingen i receptdata for Wegovy på det amerikanske marked vil bedres for resten af året i takt med at kopimedicinen forsvinder fra markedet. Vi ser en sekventiel vækst i antallet af udskrevne Wegovy recepter på det amerikanske marked på 5-6% (k/k) for årets sidste tre kvartaler. Vi ser dermed bekymringen omkring receptudskrivningen på Wegovy aftage i takt med at den forbedrede trend bliver mere og mere synlig i receptdata.

Produktionskapaciteten. Salget af selskabets GLP-1 produkter har i en længere periode været hæmmet af kapacitetsbegrænsninger, hvor selskabet har været nødt til at prioritere hvilket doser, der kunne tilbydes patienterne. Det er vores vurdering, at produktionskapaciteten nu er løftet betydeligt. En indikation på dette er de nyligt indgåede aftaler med blandt andet Hims & Hers samt CVS Caremark omkring salg og distribution af Wegovy. Vi ser meget positivt på den øgede produktionskapacitet og kapacitetsbegrænsninger bør ikke længere være en bekymring i investormiljøet.

Kvaliteten i pipeline. I takt med diverse fedme-studier, som over de seneste 3-6 måneder ikke helt har været i stand til at matche de høje forventninger, er der i dele af investormiljøet rejst tvivl om kvaliteten i selskabets pipeline. Vi ser fortsat Novo Nordisk have en meget konkurrencedygtig produktportefølje (og pipeline), hvor eksempelvis [Wegovy](#) er det eneste fedmeprodukt med en godkendt effekt for reduceret risiko (omkring 20%) for hjertekar-tilfælde. Derudover kan der snart forventes yderligere data på [CagriSema](#). Novo Nordisk vil foretage yderligere fase 3 studier (REDEFINE 11) med dosis re-eskalering og længere forsøgsvarighed (op til 80 uger), og håber således at kunne fremvise stærkere effekt data for CagriSema i løbet af 2025. Forventet ansøgning til myndighederne er fortsat planlagt til 1. kvartal 2026. I forhold til [amycrin](#), der er beregnet som en ugentlig injektion til behandling af fedme og overvægt, forventer vi flere detaljerede data offentliggjort i forbindelse med ADA 2025 konferencen, der afholdes fra den 20. juni til den 23. juni 2025. Novo Nordisk planlægger yderligere kliniske studier på amycrin, hvor det endnu er uvidt om de på baggrund af samtaler med de regulatoriske myndigheder går videre i fase 2 eller om de kan fortsætte direkte i fase 3 studier.

Risikoen for øget told på medicin i USA. Indtil videre er medicinalprodukter undtaget, om end Trump administrationen ad flere omgange har luftet muligheden for en særskilt told på medicin. Vi har beregnet forskellige scenarier for de store medicinalsselskaber som vi har under analysedækning, herunder for Novo Nordisk. Selskabet har en meget høj brutto-margin (omkring 85%), og har derfor mulighed for at absorbere en ganske høj told selv uden prisforhøjelser på egne produkter (hvilket også vil være svært qua regulering mv.). I et scenarie med en told på 30% på medicinalprodukter vil den beregnede negative effekt på selskabets bruttoresultat være under 3% (baseret på selskabets nuværende salgsmæssige eksponering mod USA og antagelser for niveauet af lokal produktion). Vi ser altså en begrænset negativ effekt af en eventuel særskilt told på medicin.

Værdiansættelse og kursmål

Novo Nordisk aktien handler til en 12m forward P/E på omkring 16x, hvilket er en discount på omkring 50% i forhold til konkurrencen Eli Lilly, som p.t. er begunstiget af et bedre momentum i receptudviklingen på deres fedme-produkt Zepbound. Vi ser en bedring i Wegovy receptudviklingen i løbet af 2025 som en af flere katalysatorer, der kan give en højere værdiansættelse og dermed løfte Novo Nordisk aktien til højere niveauer. Vores kursmål på DKK 700 pr. aktie matcher en 12m forward P/E på omkring 25x (svarende til en discount på 25% til Eli Lilly).

Morningstar Sustainability Rating™

Novo Nordisk har en ESG Risk Rating på 22,7 og en Middel Morningstar Sustainability Rating™. I forhold til sektoren har Novo Nordisk en stærk ESG profil blandt de 10% bedste. Selskabets væsentligste ESG risici er relateret til selskabets dominerende position på det globale marked for diabetesmedicin. Der er få afgørende aktører på markedet og det kan rejse spørgsmål omkring konkurrencebegrænsende adfærd. Hertil kommer prisdiskussionen omkring selskabets produkter, som særligt på det amerikanske marked er et muligt kritisk emne, idet listepriiserne her er markant højere end andre steder. Lavere priser på receptpligtig medicin er et vigtigt mål for prisreformerne i USA, hvilket kan intensivere det allerede kraftige prispres på insulin. Selskabets afhængighed af segmentet er dog aftaget kraftigt over de seneste år. I forhold til bæredygtighed i produktionen er selskabet langt fremme med 100% vedvarende energiforbrug og der arbejdes med en målsætning om at alle underleverandører har samme profil inden 2030.

Kursudvikling

Kilde: Nykredit, Morningstar, selskabsoplysninger

Kilde: Nykredit, Refinitiv

Novo Nordisk

Anbefaling	Køb					
Risikovurdering	Mellem					
Kurs (DKK)	446,8					
Kursmål (DKK)	700,0					
Nøgletal	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
P/E	35,3x	38,2x	37,3x	27,5x	17,3x	15,1x
RoE	71,2%	72,0%	88,1%	80,8%	67,6%	58,0%
Dividend yield	1,4%	1,3%	1,3%	1,8%	3,0%	3,7%
EPS (DKK)	10,4	12,3	18,7	22,7	26,1	29,9
Dividende (DKK)	5,2	6,2	9,4	11,4	13,5	16,5

Kilde: Nykredit, selskabsoplysninger

DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er et dansk aktieselskab, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Nykredits investeringsanalyser er udarbejdet i overensstemmelse med anbefalingerne fra Kapitalmarked Danmark.

Nykredit er ikke market maker eller likviditetsstiller i finansielle instrumenter udstedt af selskabet/selskaberne omtalt i dette materiale. Nykredit er ikke involveret i corporate finance aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet. Nykredit har ikke i den foregående 12-månedersperiode været 'lead manager' eller 'co-lead manager' for eventuelle offentliggjorte udbud af udstederens finansielle instrumenter.

Nykredit har ikke indgået aftale med udstederen om udarbejdelse af vedhæftede analyse.

Nykredit Bank A/S har i løbet af de sidste 12 måneder været part i en aftale med Novo Nordisk om levering af tjenesteydelser, som fastsat i afsnit A og B i bilag I til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU.

Dette materiale blev færdiggjort og første gang frigivet til distribution på den i toppen af analysen angivne dato og tidspunkt.

Anbefalingshistorik:

Der er ingen anbefalingsændringer fra de seneste 12 måneder.

Ejerskabsbemærkning:

Chefanalytiker Michael D. Jørgensen og/eller dennes nærtstående ejer pr. dags dato aktier i Novo Nordisk.

Dette materiale forventes opdateret mindst fire gange om året.

Anvendte finansielle modeller og metoder

Vurderinger og eventuelle anbefalinger i dette materiale er baseret på branchekendskab, peer group-analyser samt selskabsrelaterede og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker selskabets økonomiske og driftsmæssige profil).

For yderligere information om de af Nykredit anvendte modeller se venligst: [Anvendte modeller](#)

For yderligere information om betydningen af de givne anbefalinger samt liste over Nykredits anbefalinger de foregående 12 måneder se venligst vores [disclosure og disclaimer](#).

Morningstar Sustainability Rating™

Sustainability Rating pr. 08-04-2025. Corporate og Sovereign Sustainability Score samt investeringsstil pr. 08-04-2025 Morningstars Sustainability Score er baseret på Sustanalytics' virksomheds- og landeanalyser.

© 2025 Morningstar. Alle rettigheder forbeholdes. De heri indeholdte oplysninger: (1) tilhører Morningstar og/eller Morningstars indholdsleverandører, (2) må ikke gengives eller distribueres og (3) kan ikke garanteres at være korrekte, fuldstændige eller ajourførte. Hverken Morningstar eller Morningstars indholdsleverandører er ansvarlige for skader eller tab som følge af brugen af disse oplysninger. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

For yderligere information om metodikken bag tildeling af ratingen se venligst: [Beskrivelse af Sustainability Rating](#)

Risikoadvarsel

Der kan være væsentlige risici forbundet med vurderingerne og eventuelle anbefalinger i dette materiale. Alle investorer opfordres til at vurdere hensigten med deres investering og tage egne beslutninger omkring enhver form for investering i finansielle instrumenter, som omtales i nærværende materiale.

Nykredit Bank A/S og/eller andre selskaber i Nykredit koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit til personlig orientering for de investorer, som Nykredit har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. Anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Nykredit påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkast kan blive negativ. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudvikling kan blive negativ. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra Nykredit.

Nykredit - Sundkrogsgade 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 70109000