Eli Lilly en Novo Nordisk

Beschrijving

Beleggen draait niet alleen om het vinden van goede bedrijven. Een goed bedrijf is nog geen goed aandeel. Het draait ook om het betalen van de juiste prijs. De afgelopen achttien maanden hebben wij een opmerkelijke divergentie gezien tussen twee farmaceutische reuzen die beide actief zijn in dezelfde groeimarkt: Eli Lilly en Novo Nordisk. Waar het ene aandeel meer dan verdrievoudigd is in waarde, is het andere met de helft gedaald. Die ontwikkeling biedt kansen voor wie bereid is verder te kijken dan de waan van de dag.

Een markt met enorm potentieel

De markt voor GLP-1-medicijnen, die worden ingezet bij de behandeling van diabetes type 2 en obesitas, behoort tot de snelst groeiende segmenten binnen de farmaceutische industrie. Analisten verwachten dat deze markt de komende jaren zal doorgroeien naar meer dan honderd miljard dollar. Eli Lilly en Novo Nordisk zijn de twee dominante spelers in dit segment. Eli Lilly heeft met Mounjaro en Zepbound sterke producten in de markt gezet, terwijl Novo Nordisk met Ozempic en Wegovy al jarenlang marktleider is. Beide bedrijven beschikken over uitgebreide onderzoekspijplijnen en hebben een bewezen staat van dienst op het gebied van innovatie.

Uiteenlopende koersontwikkeling

Het sentiment op de beurs kan snel omslaan en de koersontwikkeling van beide aandelen illustreert dit treffend. Eli Lilly heeft een uitzonderlijke rally doorgemaakt. Het bedrijf rapporteerde in het derde kwartaal van 2025 een omzetgroei van meer dan vijftig procent, waarbij de obesitas- en diabetesmedicijnen verantwoordelijk waren voor het leeuwendeel van de groei. De marktkapitalisatie is opgelopen tot bijna duizend miljard dollar, waarmee Eli Lilly het meest waardevolle farmaceutische bedrijf ter wereld is geworden.

Novo Nordisk daarentegen heeft te maken gehad met flinke tegenslagen. Eind 2024 maakte het bedrijf teleurstellende resultaten bekend van de volgende generatie obesitasbehandeling CagriSema. De klinische studie toonde een gewichtsverlies van bijna 23 procent na 68 weken, wat onder de door het management gecommuniceerde verwachting van 25 procent lag. Een tweede studie in maart 2025 toonde nog bescheidener resultaten. De koers is vanaf de piek in juni 2024 met ruim de helft gedaald.

Waardering als kompas

De sterk uiteenlopende koersontwikkeling heeft geleid tot een opvallende waarderingsdiscrepantie. Eli Lilly noteert momenteel tegen een koers-winstverhouding van ongeveer vijftig maal de winst, ruim boven het sectorgemiddelde. Beleggers betalen een forse premie voor de verwachte groei. Novo Nordisk daarentegen noteert tegen een koers-winstverhouding van slechts dertien maal de winst, wat neerkomt op een korting van ongeveer vijftig procent ten opzichte van het eigen historisch gemiddelde over de afgelopen tien jaar.

Dit verschil in waardering is des te opvallender wanneer wij kijken naar de onderliggende bedrijfskwaliteit. Novo Nordisk behaalt een rendement op eigen vermogen van ruim zeventig procent, een brutowinstmarge van meer dan tachtig procent en een nettowinstmarge van ruim dertig procent. Dit zijn cijfers waar de meeste bedrijven alleen maar van kunnen dromen. Eli Lilly toont vergelijkbare marges, maar beleggers betalen voor die kwaliteit bij Eli Lilly momenteel een veelvoud van wat zij bij Novo Nordisk kwijt zijn.

Waarom het sentiment kan draaien

De financiÃ«le markten hebben de neiging om recente ontwikkelingen te extrapoleren naar de verre toekomst. Eli Lilly wordt momenteel gevierd als de winnaar in de obesitasmarkt en het aandeel geniet een zeer positieve consensusaanbeveling. Novo Nordisk daarentegen is uit de gratie geraakt na de teleurstellende studieresultaten. Beleggers maken zich zorgen over de concurrentiepositie en het gebrek aan transparantie rondom de klinische data.

Toch is voorzichtigheid geboden bij het volgen van de massa. De fundamentele kwaliteit van Novo Nordisk is niet wezenlijk veranderd. Het bedrijf blijft marktleider in een structureel groeiende markt. De pilversie van Wegovy is deze maand goedgekeurd door de FDA, een belangrijke positieve ontwikkeling voor Novo Nordisk. De goedkeuring van CagriSema wordt verwacht in het eerste kwartaal van 2026. Daarnaast breidt het bedrijf uit naar China en andere opkomende markten. Een kostenbesparingsprogramma moet leiden tot jaarlijkse besparingen van acht miljard Deense kronen tegen eind 2026.

Risicobewustzijn blijft geboden

Uiteraard zijn er risicoâ??s verbonden aan deze positionering. Bij Novo Nordisk bestaat het gevaar van verdere teleurstellingen in de productontwikkeling of toenemende concurrentie van Eli Lilly en nieuwe toetreders. Prijsdruk in de Verenigde Staten, mogelijk versterkt door onderhandelingen met Medicare, vormt eveneens een aandachtspunt. Bij Eli Lilly is het voornaamste risico dat de groei sterker aanhoudt dan verwacht en het aandeel verder stijgt, waardoor wij achteraf te vroeg zouden hebben verkocht.

De farmaceutische sector als geheel is bovendien gevoelig voor regelgevingswijzigingen en een bredere sectorrotatie zou beide posities kunnen raken. Wij menen echter dat de huidige waarderingsverschillen deze risicoâ??s meer dan compenseren.

Een kwestie van discipline

Onze beslissing om een deel van de Eli Lilly-positie te verkopen en de opbrengst te gebruiken voor uitbreiding in Novo Nordisk past bij een gedisciplineerde beleggingsaanpak. Wij nemen winst wanneer aandelen duur worden en kopen bij wanneer het sentiment onterecht negatief is. Dit vereist soms het nemen van beslissingen die tegen het heersende marktsentiment ingaan.

De geschiedenis leert dat de beste rendementen vaak worden behaald door te investeren in kwaliteitsondernemingen die tijdelijk uit de gratie zijn geraakt. Novo Nordisk voldoet aan dit profiel: een bedrijf van topklasse dat noteert tegen een waardering die wij in jaren niet hebben gezien. Voor beleggers met een langetermijnhorizon en de discipline om vast te houden aan hun overtuigingen, biedt dit naar onze mening een aantrekkelijke kans.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief