

**Wir investieren in Gewinner.** Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

### **Novo Nordisk A/S**

Bereits im Mai 2014 stellten wir Novo Nordisk in unserem Investmentbericht vor. Mit einem Marktanteil von knapp 50% ist das dänische Unternehmen führend in der Insulintherapie von Diabetes, einer chronischen Stoffwechselerkrankung, die vom amerikanischen Zentrum für Krankheitskontrolle und Prävention (CDC) als „Tsunami“ beschrieben wird. Die Lebensweisen der Menschen und die demographischen Faktoren sind der Katalysator für eine Volkskrankheit, an der 415 Mio. Menschen weltweit leiden. Die internationale Föderation für Diabetes (IDF) schätzt, dass bis zum Jahr 2040 etwa 642 Mio. Menschen daran erkrankt sein werden. Nur etwa 100 Mio. Diabetiker haben derzeit Zugang zu einer angemessenen Versorgung. Das eröffnet Novo Nordisk ein großes Wachstumspotential für wiederkehrende und stabile Erträge auf der Grundlage einer meist lebenslang notwendigen Insulintherapie. Die Spezialisierung auf Diabetes seit dem Gründungsjahr 1923 verschafft Novo Nordisk eine singuläre Position innerhalb eines oligopolistischen Marktes. Dieser ist geschützt durch hohe F&E-Aufwendungen, produktionsbedingte Skaleneffekte, Vertriebsstärke und, in Anbetracht einer aufwendigen und individuellen Insulinierung durch den Arzt, Patientenloyalität. Novo Nordisk verfügt über die breiteste Palette und die aussichtsreichste Pipeline an biopharmazeutischen Produkten. Selbst nach Ablauf des Patentschutzes nehmen Generika bisher eine nur untergeordnete

Rolle ein, da sie zwar biosimilar, nicht aber identisch mit dem Original sind.

Novo Nordisk ist angesichts einer Rohertragsmarge von 85% äußerst ertragsstark und darüber hinaus ein guter Kapitalallokator, der sehr hohe Eigenkapitalrenditen erzielt. In den letzten zehn Jahren wurden 63 DKK Gewinn je Aktie erwirtschaftet. Hiervon wurden 35 DKK einbehalten. Der Gewinn nach Steuern ist im gleichen Zeitraum um 12 DKK (22% p.a.) auf 14 DKK je Aktie gewachsen. Das bedeutet, dass die einbehaltenen Gewinne eine hohe interne Verzinsung von 34% erbrachten. Hierzu trägt der kontinuierliche Rückkauf eigener Aktien bei. Allein das Nettovolumen der letzten zehn Jahre in Höhe von 95 Mrd. DKK verschafft den Aktionären heute einen Mehrertrag von jährlich 8 Mrd. DKK. Tendenz steigend: Das jährliche Rückkaufvolumen hat sich aktuell auf 3% der ausstehenden Aktien erhöht, nachdem der Börsenkurs, infolge einer Halbierung der langfristigen Wachstumsprognose für das operative Ergebnis auf 5% p.a., um 40% eingebrochen ist. Rabattzugeständnisse auf die in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegenen Listenpreise sowie ein intensiver Wettbewerb in einzelnen Produktkategorien belasten derzeit die Entwicklung auf dem wichtigen US-Markt stärker, als wir es erwartet hatten. Doch es verschafft uns nun die Gelegenheit, in die Aktie als schuldenfreie Eigenkapitalanlage mit einer historisch hohen Einstandsrendite von 7% zu investieren. Wir gehen davon aus, dass diese mit einer Rate von 5-7% p.a. wachsen wird.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky