



Uiterst sterk trackrecord en een ijzersterke balans. Novartis combineert de status van een Dividend Aristocrat met een hoge kapitaalefficiëntie en een zeer veilige payout ratio. Ondanks een naderende patentcliff biedt het aandeel veel stabiliteit dankzij een sterke pijplijn. Naast het dividend zet Novartis stevig in op de inkoop van eigen aandelen, waarmee management structureel waarde creëert . Geschikt voor de kwaliteitsbelegger die op zoek is naar een veilige haven en langdurige dividendgroei.

## **Inhoudsopgave**

In tien stappen naar de kern van dividendaandelen

Stap 1 – Bedrijfsmodel: wat doet het bedrijf en hoe verdient het geld

Stap 2 – Dividendgeschiedenis en beleid

Stap 3 – Houdbaarheid dividend

Stap 4 – Financiële gezondheid

Stap 5 – Concurrentiepositie

Stap 6 – Groei en vooruitzichten

Stap 7 – Waardering

Stap 8 – Risico's

Stap 9 – Kapitaalintensiteit en allocatie

Stap 10 – Dividend scorekaart Novartis

Conclusie

## Stap 1 Bedrijfsmodel: wat doet het bedrijf en hoe verdient het geld

**Doel:** Investeer alleen in bedrijven die je begrijpt.

In deze eerste stap ontleden we de kernactiviteiten van de Zwitserse farmareus. Novartis heeft de afgelopen jaren een radicale transformatie ondergaan. Waar het voorheen een breed conglomeraat was, is het nu een gefocuste 'Pure Play' op het gebied van innovatieve medicijnen.

### Producten

Novartis staat bekend als een van de grootste farmaceutische bedrijven ter wereld, gevestigd in Basel, Zwitserland. Het bedrijf boekte in 2024 een omzet van \$52 miljard en genereerde een nettowinst van \$12 miljard dollar. Novartis nam de afgelopen jaren bewust afscheid van twee divisies die niet onder de kernactiviteiten van het bedrijf vielen. De divisie voor oogzorg (Alcon) werd in 2019 afgesplitst, en recentelijk werd ook de generieke medicijntak (Sandoz) afgesplitst in 2023.

Wat overblijft is een bedrijf dat zich voor 100% richt op Innovative Medicines. Dit omvat gepatenteerde geneesmiddelen met hoge marges en een sterke prijszettingmacht. De strategie: focussen op complexe medicijnen in therapeutische gebieden met een grote medische noodzaak en een hoog groeipotentieel.

De activiteiten vallen onder te verdelen in vier therapeutische kerngebieden:

- Oncologie (Kankerbestrijding) (~30%): Dit is traditioneel het grootste en belangrijkste segment voor Novartis. Het omvat blockbuster-medicijnen tegen borstkanker (Kisqali), bloedkanker en prostaatkanker (Pluvicto). Vooral Pluvicto is een cruciale groeimotor, gebaseerd op nieuwe radioligand-technologie. Dit segment levert stabiele, hoge inkomsten vanwege de chronische aard van kankerbehandelingen en de hoge prijs per behandeling.
- Cardiovasculair, Nier & Metabool (CRM) (~15-20%): Dit segment wordt gedomineerd door het blockbuster medicijn Entresto. Dit middel tegen hartfalen is momenteel het bestverkopende medicijn van Novartis. Daarnaast groeit Leqvio (cholesterolverlager) hard. Dit segment is volume-gedreven: hart- en vaatziekten zijn wereldwijd doodsoorzaak nummer één, wat zorgt voor een enorme patiëntenpopulatie.
- Immunologie (~15-20%): Hier is Cosentyx de sterspeler. Dit medicijn wordt gebruikt voor psoriasis en artritis en genereert al jaren miljardenomzetten. Dit segment blijkt zeer winstgevend, maar ondervindt veel concurrentie van andere grote farmaceuten.
- Neurowetenschappen (~10%): Een snelgroeierende tak, voornamelijk gedreven door Kesimpta (tegen Multiple Sclerose). Ook Zolgensma, een revolutionaire (en

zeer kostbare) gentherapie voor spinale musculaire atrofie, valt hieronder. Novartis ziet in dit segment potentie voor hoge toekomstige groei.

- Established Brands (~25%): De rest van de omzet komt uit 'gevestigde merken'. Hier vallen oudere medicijnen onder waarvan de patenten zijn verlopen of bijna verlopen, maar die in bepaalde markten nog steeds een stabiele kasstroom genereren zonder dat daar veel in marketing geïnvesteerd hoeft te worden.

Naast deze kerngebieden beschikt Novartis over geavanceerde patenten op technologieën zoals bepaalde gentherapie en RNA-technologie, waarmee ze proberen de volgende generatie blockbusters te ontwikkelen.

### Landen

Novartis is een werkelijke multinational met operationele activiteiten in meer dan 140 landen. Het hoofdkantoor bevindt zich in Basel, maar het zwaartepunt van de inkomsten verschuift steeds meer naar de Verenigde Staten.

De VS is cruciaal voor Novartis (en de farmasector in het algemeen) vanwege de vrije prijsvorming en de bereidheid om te betalen voor innovatie. Novartis stelt expliciet als doel om een 'US-first' mentaliteit te creëren om hun marktaandeel daar te vergroten. Daarnaast is Europa van oudsher een sterke thuismarkt en groeit het bedrijf hard in opkomende markten, waaronder China, waar de vraag naar westerse medicijnen toeneemt door een verouderende bevolking en toenemende welvaart.

### Omzetverdeling

Het bedrijf genereerde in 2024 42% van haar omzet in de VS, 31% in Europa, 20% in Azië, Afrika, Australië en 7% in Canada en Latijns Amerika. Hiermee zien we dat de omzet niet alleen op gebied van de medicijnportefeuille een hoge mate van diversificatie kent, maar ook geografisch gezien genoeg spreiding lijkt te hebben.

### Aandeelhouders

Novartis kent een primaire notering aan de SIX Swiss Exchange in Zürich en een secundaire notering via ADRs (American Depositary Receipts) op de NYSE in New York. We zien hier een zwaar gewicht aan institutionele beleggers. Grote vermogensbeheerders en pensioenfondsen hebben aanzienlijke belangen, aangetrokken door het defensieve karakter van de sector en het betrouwbare dividend. De aandeelhoudersstructuur is verder relatief versnipperd; er is geen enkele private grootaandeelhouder.

## Stap 2 Dividendgeschiedenis en beleid

**Doel:** Zekerheid over stabiele en betrouwbare uitkeringen.

Na het bedrijfsmodel kijken we in stap 2 naar de dividendgeschiedenis en het beleid van Novartis. Voor de dividendbelegger is dit een van de sterkste punten van het aandeel: Zwitserse degelijkheid in optima forma.

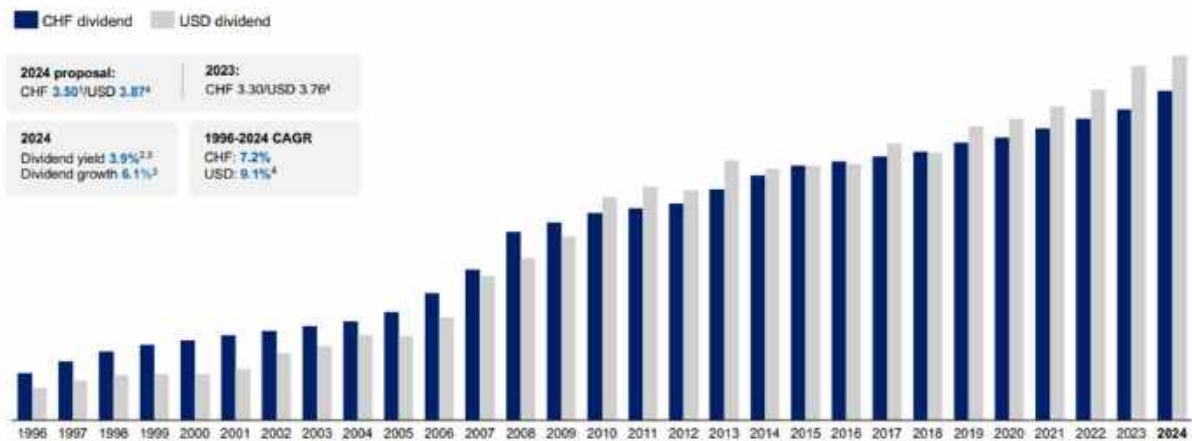
### Geschiedenis

Novartis keert het dividend uit in Zwitserse Frank (CHF). Voor beleggers in de eurozone betekent dit dat de ontvangen kasstroom in euro's kan fluctueren door de wisselkoersverhouding tussen de euro en de frank. Gezien de historische kracht van de Zwitserse munt, heeft dit valuta-effect in het verleden vaak positief uitgedrukt voor euro-beleggers.

Novartis verhoogt, sinds de oprichting van de onderneming in 1996, al 28 jaar op rij het dividend. Hiermee mag het bedrijf zich tot een heuse dividend aristocraat rekenen en behoort het tot een zeldzame groep aandelen, waar er in Europa slechts drie van zijn. Met andere woorden, het track record van Novartis valt niet te evenaren in Europa.

Om de kwaliteit van het bedrijf en de stabiliteit van het dividend te benadrukken: in oktober 2023 splitste Novartis de generieke tak Sandoz af, waardoor meer dan \$9 miljard dollar aan omzet verdween, bijna 20% van het totaal. Normaal gesproken verlaagt een moederbedrijf na zo'n afsplitsing het dividend, omdat er immers een stuk omzet en winst wegvallen. Novartis deed dit echter expliciet niet. Het management gaf een krachtig signaal af door de dividendumkering op absoluut niveau te handhaven en zelfs te laten groeien, ondanks het verlies van de Sandoz-kasstroom. Dit benadrukt de financiële kracht van de overgebleven 'Innovative Medicines' tak.

Het huidige dividend betreft CHF 3.50 per aandeel, een stevige verhoging ten opzichte van de CHF 3.30 van een jaar eerder. Hieronder staat de ontwikkeling van het dividend weergegeven sinds de oprichting van de onderneming.



## Beleid

Novartis hanteert een progressief dividendbeleid. Dit houdt in dat het bedrijf ernaar streeft om het dividend per aandeel elk jaar te verhogen. De drijvende krachten hierachter zijn de groei in de kernactiviteiten en het vertrouwen in de langetermijnvooruitzichten.

Op de huidige beurskoers van circa CHF 113 biedt het aandeel een dividendrendement van 3,1%. Dit is een aantrekkelijk rendement in vergelijking met de bredere markt en veel sectorgenoten, maar ligt lager dan het gemiddelde dividendrendement binnen de dividendportefeuille. Daar tegenover staat dat het vooralsnog het beste track record bezit binnen de portefeuille.

### Stap 3 Houdbaarheid dividend

**Doel:** bepalen of het dividend houdbaar is.

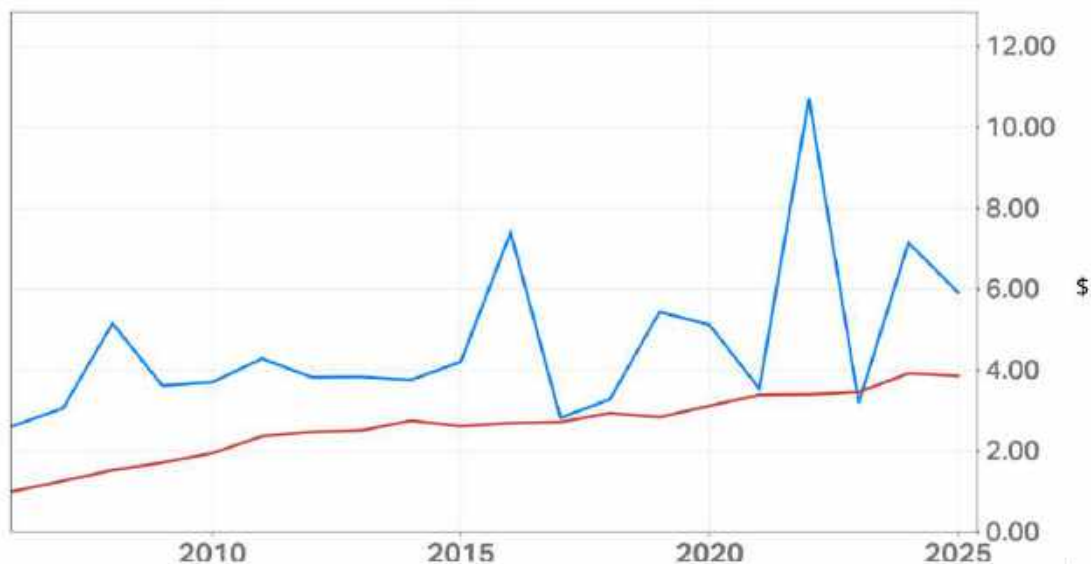
In stap 3 richten we ons op de houdbaarheid van het dividend. Het is cruciaal om niet alleen naar de hoogte van het dividend te kijken, maar vooral of de onderliggende winst en kasstroom voldoende zijn om deze uitkering op lange termijn te dekken, zeker nu Novartis niet meer over de stabiele kasstromen van Sandoz beschikt.

#### Payout ratio

De payout ratio geeft aan welk deel van de winst wordt uitgekeerd aan aandeelhouders. Zoals te zien in onderstaande grafiek kent de nettowinst over de jaren heen significante volatiliteit. Als resultaat valt ook de payout ratio in sommige jaren laag of juist erg hoog uit. Zoals reeds benoemd in voorgaande analyses hoeft men hier meestal niet te zwaar aan te tillen, maar om hier zeker van te zijn, dient de oorzaak van de uitschieters wel begrepen te worden.

Het valt de oplettende lezer misschien op dat, hoewel het dividend elk jaar wordt verhoogd, de rode lijn in onderstaande grafiek af en toe naar beneden knikt. Dit komt door fluctuaties in de wisselkoers.

**Winst per aandeel (blauw) & Dividend per aandeel (rood)**



In zowel 2016 als in 2022 vielen de winsten erg hoog uit, en viel dus de payout ratio uitzonderlijk laag uit, in beide gevallen door grote eenmalige verkooptransacties. In 2016 verkocht Novartis de divisie 'Animal Health' aan Eli Lilly voor \$5 miljard dollar en verkocht haar griepmedicijn segment aan CSL voor \$300 miljoen.

Verder verkocht Novartis in 2022 haar aandelen Roche, een andere grote Zwitserse farmaceut, wat in totaal meer dan \$20 miljard opleverde. Opnieuw een flinke, eenmalige boost voor de winsten van Novartis.

Echter, deze transacties leveren geen structurele winstverhogingen op en dienen dan ook buiten beschouwing te worden gelaten bij het bepalen van de houdbaarheid van het dividend.

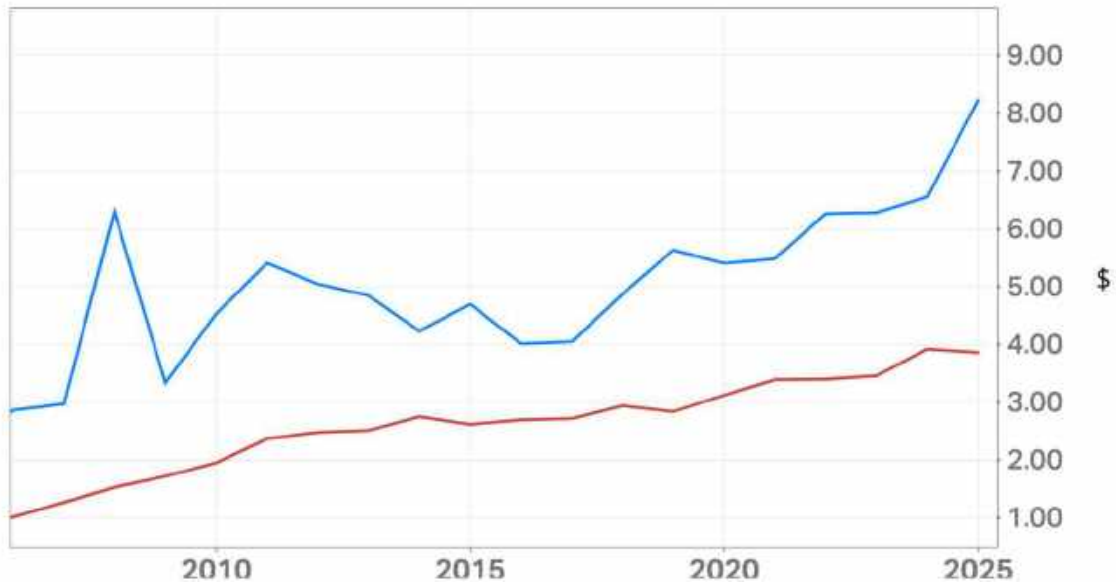
Als laatste piekte de payout ratio in 2023 boven de 100%. Hier lagen echter geen eenmalige afboekingen aan de grondslag, wat schrikbarend kan lijken. De oplettende lezer herinnert zich echter nog dat in 2023 de generieke tak van de onderneming werd afgesplitst, waardoor een groot deel van de winst in een klap wegviel. Het feit dat Novartis haar uitkering niet in verhouding verlaagde maar juist verhoogde, onderstreept niet alleen het vertrouwen dat management heeft in het bedrijf en de pijnlijn, maar geeft ook aan dat het bedrijf het dividend extreem hoog op het prioriteitenlijstje heeft staan. Dit leidde er wel toe dat de payout ratio sterk toenam in 2023. Sindsdien schommelt de payout ratio weer rond het gemiddelde van 58%, en bleek het vertrouwen van management terecht.





## Kasstroom per aandeel

**Vrije kasstroom per aandeel (blauw) & Dividend per aandeel (rood)**



Vrije kasstroom is wat er daadwerkelijk op de bankrekening binnenkomt en vormt de bron voor dividendbetalingen. Zo wordt uit de grafiek gelijk duidelijk dat de eenmalige boekhoudkundige winsten of verliezen geen invloed uitoefenen op de kasstromen en dus ook niet op de houdbaarheid van het dividend.

Daarnaast ligt de vrije kasstroom structureel veel hoger dan het dividend. De huidige payout ratio op basis van de vrije kasstroom staat op 40%. Dit getuigt van voldoende ruimte voor duurzame dividendgroei, een ijzersterk signaal voor de dividendbelegger. Zelfs als Novartis de komende jaren zware investeringen moet doen of als er een medicijnoctrooi afloopt, biedt de sterke kasstroom voldoende speling.

## Stap 4 Financiële gezondheid

Doel: is de balans en de winstgevendheid sterk genoeg om in de toekomst dividend te betalen?

Stap 4 zoomt in op de financiële gezondheid van de onderneming. Voor een farmaceutisch bedrijf is dit extra belangrijk, omdat er enorme kapitalen nodig zijn voor R&D en eventuele overnames om de pijplijn te vullen. Een sterke balans is het fundament onder het dividend.

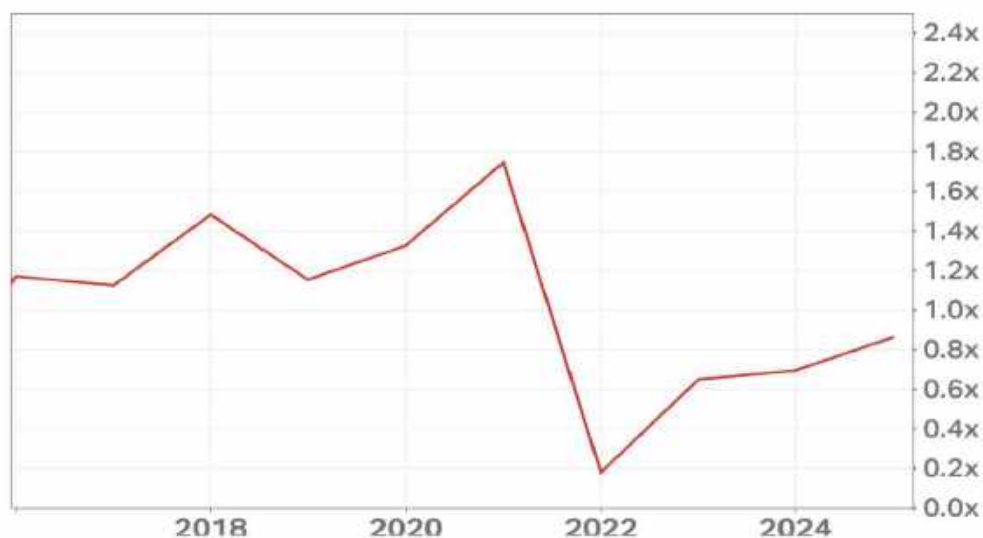
### Schuldniveau

We kijken allereerst naar de Net Debt / EBITDA ratio. Dit cijfer geeft aan hoeveel jaar het bedrijf nodig heeft om met de huidige operationele winst voor afschrijvingen (EBITDA) de netto schuld volledig af te lossen.

Novartis noteert momenteel een Net Debt / EBITDA van 0.9x. Een ratio onder de 1.0x wordt doorgaans als zeer veilig beschouwd. Het betekent dat Novartis haar netto schulden in minder dan een jaar zou kunnen aflossen met de operationele winst. Ter vergelijking: veel grote farmaceuten zitten na overnames vaak tijdelijk tussen de 2.0x en 3.0x. Dat Novartis structureel onder de 1.0x zit, geeft aan dat het bedrijf financieel zeer gedisciplineerd wordt geleid.

Deze lage schuldgraad valt mede te danken aan de enorme verkoop van het belang in Roche (wat ruim \$20 miljard opleverde in 2022) en de sterke kasstroomgeneratie van de overgebleven innovatieve divisie. Dit geeft ruimte om in de toekomst nog overnames te doen zonder dat de balans in gevaar komt. In onderstaande grafiek komt goed naar voren dat de nettoschuld in 2022 sterk af nam vanwege de toegenomen cashpositie na de verkoop van het Roche aandeel.

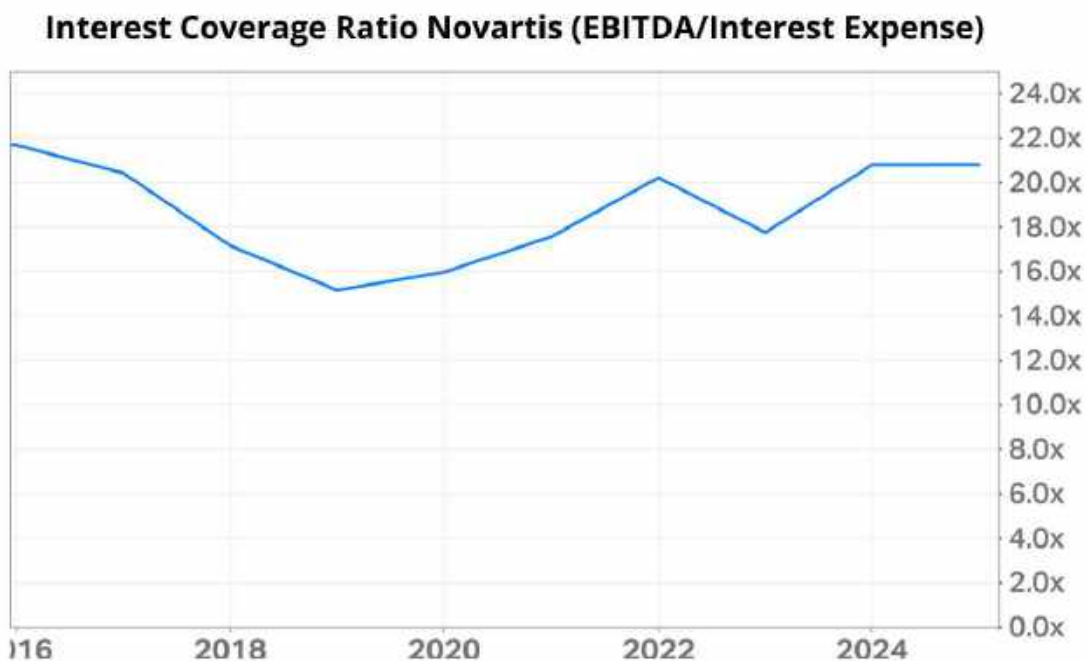
**Net Debt/EBITDA ontwikkeling Novartis**



## Dekking rentelasten

Normaliter behandelen we twee verschillende zogeheten Interest Coverage Ratio's in deze paragraaf: de EBITDA/Interest Expense en de (EBITDA - Capex)/Interest Expense. Echter, de tweede ratio voegt in het geval van Novartis geen waarde toe.

Waar bedrijven zoals Shell en Verizon significante hoeveelheden kapitaal dienen te besteden aan vaste activa, werkt dit bij Novartis anders. Een farmaceut als Novartis doet amper investeringen in vaste activa, maar investeert veel in haar pijplijn door middel van onderzoek (R&D). De kosten van R&D dienen als verlies te worden beschouwd en zitten daarom al verwerkt in de winst-/verliesrekening. Hierdoor zit de investering al verwerkt in de EBITDA (operationele winsten voor afschrijvingen en amortisatie). We bekijken dus alleen de EBITDA/Interest Expense ratio.



Novartis dekt haar rentelasten ruimschoots. Een dekkingsratio van boven de 20x getuigt van een extreem gezonde balans en zeer sterke operationele dekking. Hier kan en hoeft verder weinig over gezegd te worden. Het beleid van Novartis weerspiegelt een zeer gedisciplineerde omgang met schuld, wat ongetwijfeld aan de grondslag ligt van het uitstekende dividend track record dat het bedrijf heeft neergezet over de afgelopen decennia.

## Stap 5 Concurrentiepositie

Doel: Beoordelen van de concurrentiepositie van de onderneming.

In stap 5 onderzoeken we de concurrentiepositie van Novartis. Het doel is om te bepalen of het bedrijf beschikt over een duurzaam concurrentievoordeel – een zogenaamde moat – die de winstgevendheid en marktpositie langdurig kan beschermen. We kijken hiervoor naar het rendement op het geïnvesteerde kapitaal en de behaalde marges.

### ROIC

De ROIC (Return on Invested Capital) meet hoe efficiënt het management omgaat met het geld van aandeelhouders en schuldeisers. Voor een farmaceutisch bedrijf moet men bepalen of de miljardeninvesteringen in laboratoria en klinische tests daadwerkelijk rendement opleveren?

De investeringen van een farmaceutisch bedrijf vallen voor een groot deel onder de categorie Research & Development (R&D), wat volgens de boekhoudregels van IFRS direct als kosten van de winst worden afgetrokken. Hierdoor worden deze investeringen niet direct op de balans gezet, wat implicaties met zich mee brengt voor de ROIC berekening:

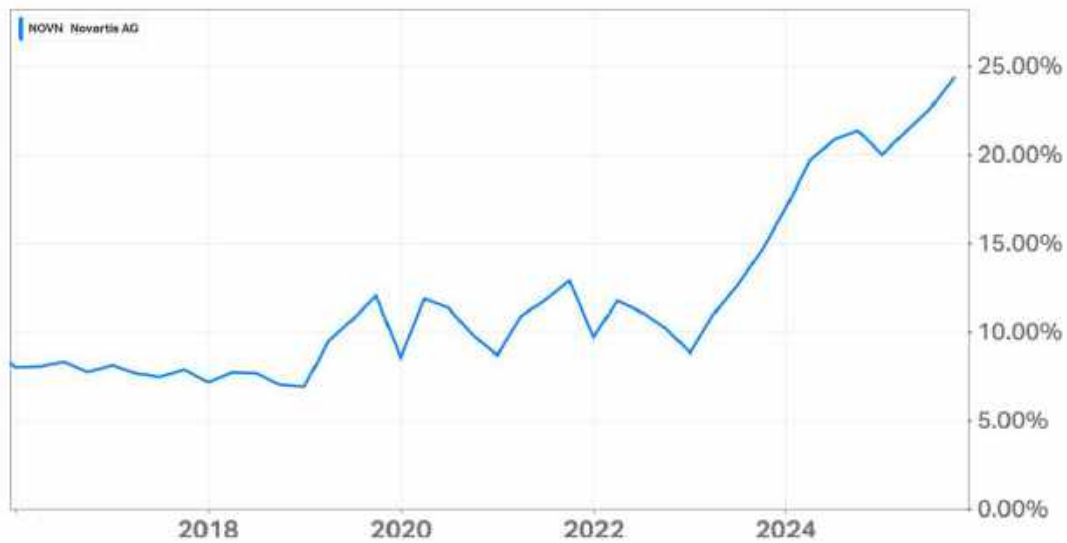
(1): de grote waarde en investeringen die zijn gedaan voor de ontwikkeling van medicijnen staan niet volledig op de balans.

(2): Het rendement, of de winst, wordt structureel onderdrukt vanwege de R&D kosten die gelijk als verlies worden beschouwd. Daarbij komt nog eens dat deze kosten hedendaags worden gemaakt (R&D), maar pas op den duur rendement moeten opleveren.

Met andere woorden, zowel het rendement, als het geïnvesteerde kapitaal wordt structureel onderschat door de ROIC meetstaaf. Gelukkig voor ons worden ze echter *beide* onderschat, met als gevolg dat de verkregen ROIC (winst/kapitaal) nog steeds een redelijke schatting geeft van het daadwerkelijke rendement op kapitaal, helemaal bij grote farmaceuten met gediversifieerde winsten.

Sinds de transformatie naar een 'Pure Play' bedrijf verbetert de kapitaalefficiëntie van Novartis aanzienlijk, zoals te zien in de grafiek. De huidige ROIC ligt op 24%. Ter vergelijking: de kosten van kapitaal (WACC) voor een bedrijf als Novartis liggen doorgaans rond de 7-8%. Novartis creëert dus massaal waarde op haar investeringen: voor elke dollar die ze in het bedrijf stoppen, krijgen ze er ruim drie keer zoveel rendement voor terug als dat het kost om dat geld aan te trekken. Dit duidt op een sterke competitieve positie en efficiënte R&D.

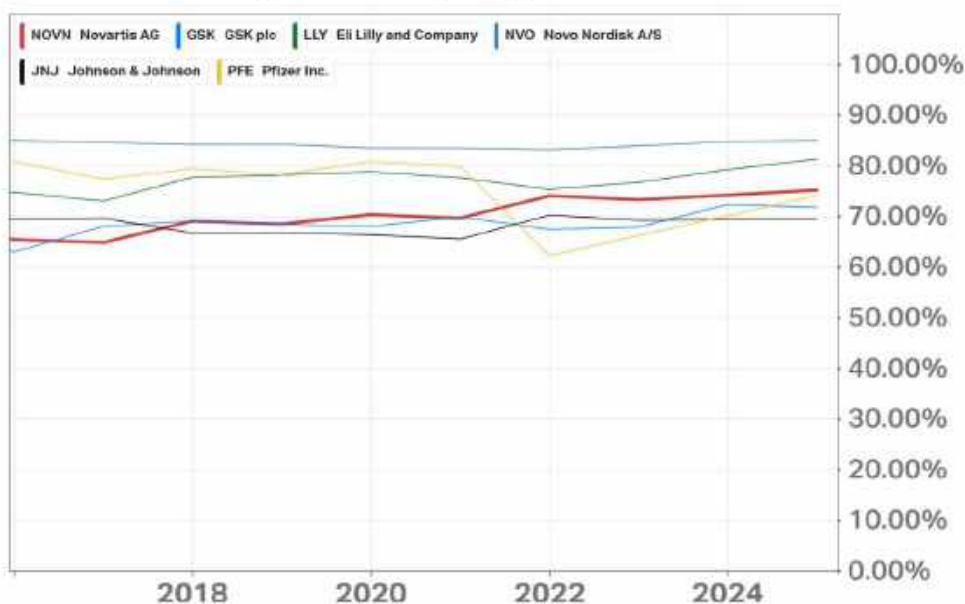
## Ontwikkeling ROIC Novartis



## Brutomarge en operationele winstmarge

De marges van Novartis stegen na het afstoten van de divisies met lagere marges (Sandoz) naar recordhoogte. De brutomarge ligt sinds de Sandoz afsplitsing stabiel rond de 75% tot 76%. Dit betekent dat de productiecosten van de medicijnen zelf (de pil of de vloeistof) slechts een fractie zijn van de verkoopprijs. Dit is kenmerkend voor patent-beschermde medicijnen waar de patenthouder in feite een monopolistische positie toegekend krijgt.

## Brutomarges Novartis (rood) en concurrenten



De huidige operationele marge van Novartis betreft 32%, zoals te zien in onderstaande grafiek ligt dit rond het sectorgemiddelde van 30%. Tot voor kort lag de operationele marge van Novartis marginaal boven de 20%, waardoor ze onderaan de sector bungelden wat betreft marges. Dankzij de afstoting van de Sandoz tak stegen de operationele marges met meer dan 10%.

### Operationele marges Novartis (paars) en concurrenten



Deze marges weerspiegelen een hoge mate van prijszettingmacht. Er kunnen maar weinig bedrijven (zelfs in de techsector) van elke dollar omzet 32 cent als operationele winst boeken. Dit omvat dan ook gelijk de moat van Novartis: een beschermde marktpositie door patenten (waardoor concurrentie verboden is voor een bepaalde periode) en een hoge mate van specialisatie in complexe ziektes waar weinig alternatieven voor zijn.

## Stap 6 Groei en vooruitzichten

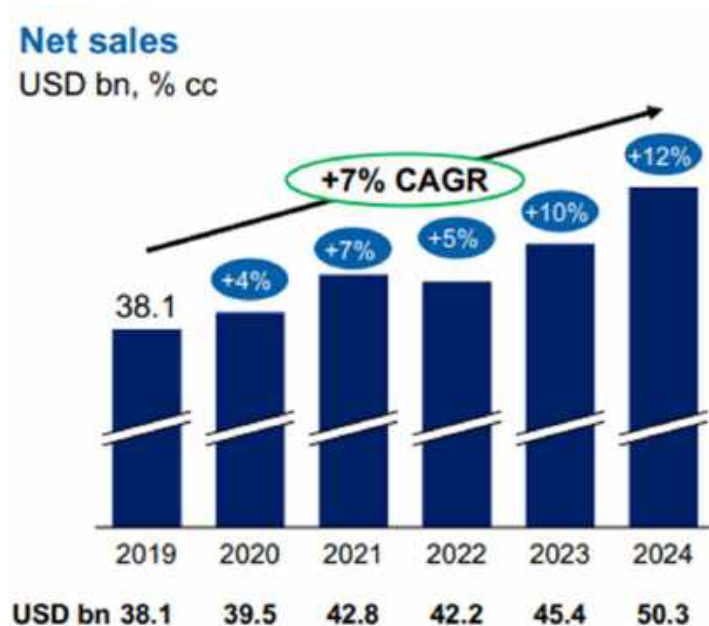
Doel: Toekomstig potentieel om dividend te laten groeien.

Stap 6 richt zich op de groei en vooruitzichten van Novartis. Hier bekijken we in hoeverre het bedrijf in staat is om vrije kasstroom en winst te laten toenemen. Zonder groei is een jaarlijkse dividendverhoging op termijn immers onmogelijk.

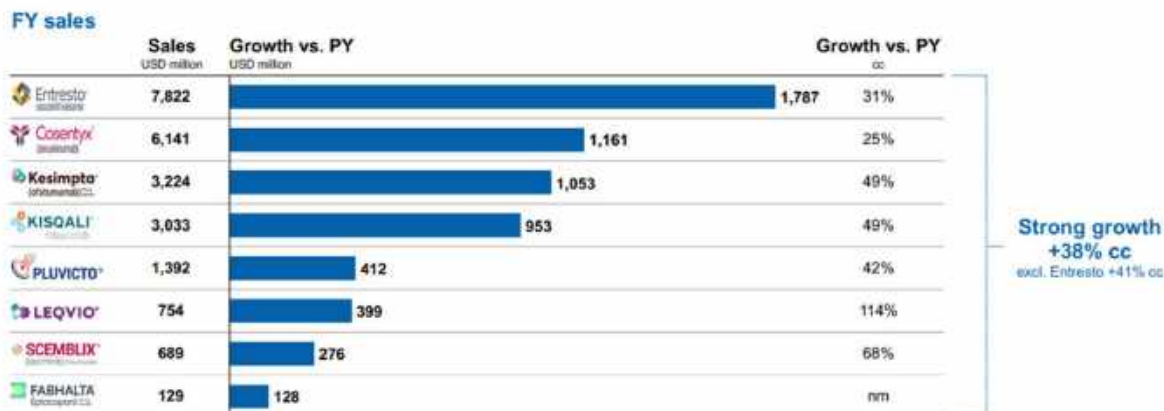
### Omzetontwikkeling

Als we naar de historische cijfers kijken, lijkt de groei bescheiden. De omzet CAGR (gemiddelde jaarlijkse groei) over de afgelopen 5 jaar bedraagt slechts 2,6%. Dit cijfer geeft echter een vertekend beeld. Het bevat namelijk nog de jaren waarin de traag groeiende Sandoz-divisie een rem zette op het geheel.

Het "nieuwe" Novartis groeit aanzienlijk harder. Bij de eindejaarscijfers van 2024 rapporteerde het bedrijf een omzetgroei van 12%. Dit is een versnelling ten opzichte van voorgaande jaren. Over de afgelopen 5 jaar groeide de omzet, zonder afgestoten divisies zoals Sandoz, gemiddeld 7% per jaar.



Ondanks dat het medicijn Entresto, waarvan het patent afloopt in 2025 voor de VS en in 2026 voor de EU, een groot deel van de omzet opmaakt, bevat de portefeuille van Novartis dusdanig harde groeiers dat hier ruimschoots voor gecompenseerd lijkt te gaan worden. Hieronder een overzicht van een aantal van Novartis' grootste medicijnen en bijbehorende groei.



### Winstgroei per aandeel (EPS)

Nog belangrijker voor de dividendbelegger is de winstgroei per aandeel. Hier zien we het effect van kostenbesparingen en operationele hefboomwerking (marges die verbeteren als de omzet stijgt) en het effect van inkoop van eigen aandelen.

De verwachte winstgroei voor de komende 5 jaar wordt geschat op 8,1% per jaar.

Dit vertegenwoordigt een heel gezond groeicijfer voor een defensief aandeel. Bij een jaarlijkse winstgroei van circa 8% groeit het dividend (momenteel circa 3-4%) makkelijk mee, terwijl de payout ratio zelfs ruimte voor daling toont.

In het groeiverhaal schuilt echter een mogelijk probleem: Entresto. Dit medicijn fungeert momenteel als de grootste cashcow van Novartis. De patentbescherming hiervoor loopt in belangrijke markten (zoals de VS) rond mid-2025/2026 af. Zodra dit plaatsvindt, betreden goedkopere generieke varianten het toneel, wat druk kan zetten op de omzet en marges van Novartis. Dit fenomeen staat bekend als een 'patent cliff'.

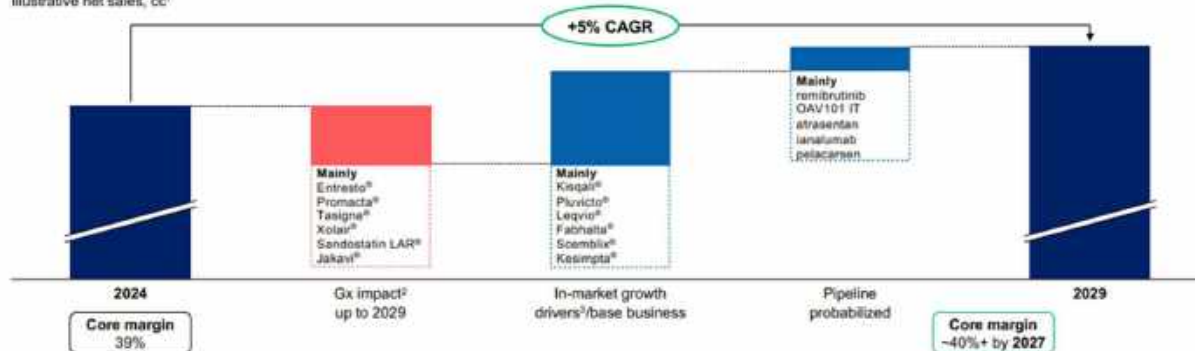


## Confident in our mid-term guidance of +5% cc sales CAGR 2024-2029 and 40%+ core margin by 2027

### Mid-term guidance

2024-2029 +5% (cc) expected sales CAGR (previous guidance 2023-2028)

Illustrative net sales, cc<sup>1</sup>



Novartis moet dus voor 2026 genoeg nieuwe medicijnen (zoals Pluvicto en Kisqali) laten groeien om het gat van Entresto op te dichtten. Analisten lijken hier gematigd positief over, gezien de sterke pijnlijn, maar het zorgt wel voor onzekerheid over de groei ná 2026. Voor de komende paar jaar staan alle lichten echter op groen en zelfs met de patent cliff voorspelt management 5% omzetgroei per jaar tot 2029, met lichte marge-expansie.

## Stap 7 Waardering

Doel: beoordelen of we het aandeel tegen een goede prijs kunnen kopen.

Stap 7 richt zich op de waardering van het aandeel. Is Novartis op dit moment goedkoop, duur of redelijk gewaardeerd? We kijken hiervoor naar verschillende waarderingsmaatstaven om een compleet beeld te krijgen, waarbij we niet alleen kijken naar de boekhoudkundige winst, maar ook naar de ondernemingswaarde en de kasstromen.

### Operationele winst versus ondernemingswaarde

De verhouding tussen de totale ondernemingswaarde (Enterprise Value) en de operationele winst (EBIT) vertelt ons hoeveel we betalen voor de operationele prestaties van het bedrijf, gecorrigeerd voor schulden en cash. De huidige EV/EBIT ratio van Novartis ligt op 13.5x.

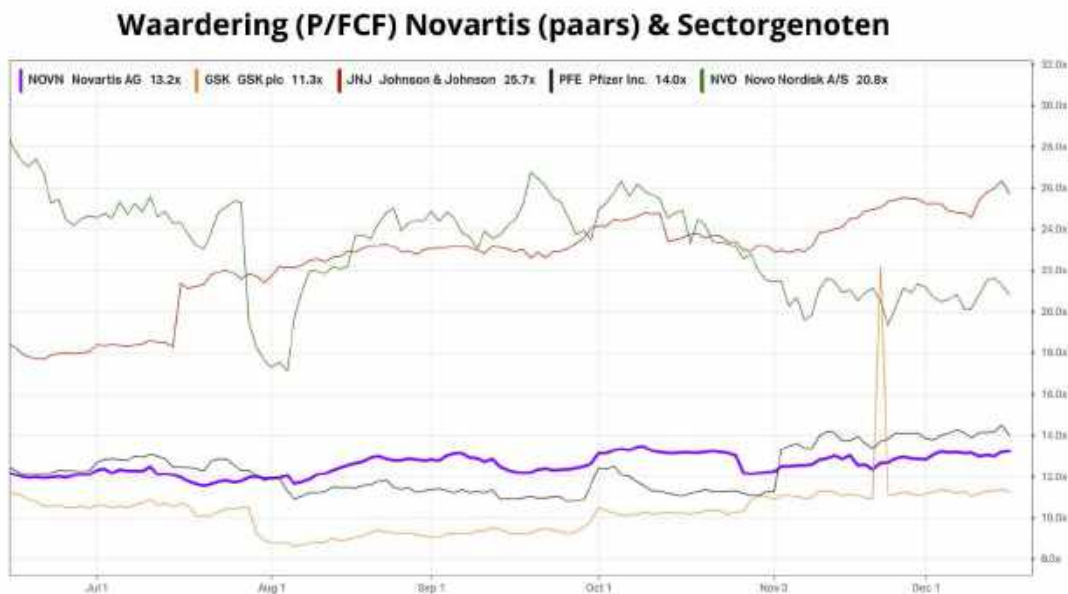
Een EV/EBIT van 13.5x is voor een farmaceutisch kwaliteitsaandeel redelijk goed geprijsd. Het is niet zeer goedkoop (zoals sommige oliebedrijven die rond de 4-5x noteren), maar zeker ook niet duur. Het impliceert dat de markt de stabiliteit van Novartis waardeert, maar geen buitensporige groeiverwachtingen inprijst. Dit biedt een veilige marge: er zitten geen buitengewoon hoge verwachtingen ingeprijsd waardoor een extreme koersbeweging omlaag zeer onwaarschijnlijk oogt.

In onderstaande grafiek worden de waarderingen van Novartis en sectorgenoten vergeleken. Novartis ligt zeker niet als duurste in de markt, maar behoort ook niet tot de goedkoopste groep. Het aandeel handelt tegen een historisch lage waardering: het 5-jarig gemiddelde betreft 17.5x.

### Waardering (EV/EBIT) Novartis (blauw) & Sectorgenoten



## Koers/Vrije Kasstroom



De koers ten opzichte van de vrije kasstroom (P/FCF) van Novartis en sectorgenoten schetst een vergelijkbaar scenario. Met een P/FCF van slechts 13.1x handelt Novartis aan de onderkant van de bandbreedte qua waardering vergeleken met sectorgenoten en ligt dus relatief goedkoop in de markt.

### Conclusie waardering:

De waardering op basis van vrije kasstroom (P/FCF van 13,1x) ziet er gunstig uit. Zoals we in stap 3 zagen, genereert Novartis enorm veel kasstromen. Men betaalt momenteel dus zo'n 13 keer de jaarlijkse vrije kasstroom voor dit aandeel. Voor een bedrijf met een grote 'moat', weinig schuld en een dividendrendement van boven de 3%, kwalificeert dit als een aantrekkelijk instapmoment. Het aandeel is niet spotgoedkoop, maar handelt tegen een eerlijke prijs voor hoge kwaliteit.

## Stap 8 Risico's

Doel: Beoordeel risico's die het dividend in gevaar kunnen brengen.

In stap 8 analyseren we de belangrijkste risico's die de stabiliteit en groei van het dividend van Novartis kunnen bedreigen. Hoewel Novartis bekendstaat als een 'veilige haven', zijn er specifieke farmaceutische risico's die een belegger scherp in de gaten moet houden.

### Patent Cliff (Patentafloop)

Dit vormt zonder twijfel het grootste risico op de middellange termijn. Farmaceutische bedrijven drijven op patenten; zodra die aflopen, storten de inkomsten van dat specifieke medicijn in omdat goedkope generieke concurrenten de markt betreden. Dit gebeurt meestal vrij snel na afloop van het patent. Voor Novartis dient de situatie rondom Entresto (hartfalen) in de gaten te worden gehouden. Dit medicijn genereert miljarden aan omzet (15% van de totaalomzet), maar de patentbescherming in de belangrijke Amerikaanse markt loopt rond mid-2025/2026 af. Het risico bestaat dat de nieuwe medicijnen (zoals Pluvicto en Kisqali) niet snel genoeg groeien om het enorme gat dat Entresto achterlaat volledig op te vangen. Mocht dit niet lukken, dan kan de winstgroei tijdelijk stagneren.

### Prijstdruk in de VS (Inflation Reduction Act)

Zoals in Stap 1 besproken, haalt Novartis ongeveer 40% van de omzet uit de Verenigde Staten. Dit vormt een zegen (hoge marges) maar ook een risico. De Amerikaanse overheid probeert actief de kosten van de gezondheidszorg te drukken via de Inflation Reduction Act (IRA). Deze wet verleent Medicare (de zorgverzekering voor ouderen) de macht om te onderhandelen over de prijzen van geneesmiddelen. Entresto behoort tot de eerste tien medicijnen die de Amerikaanse overheid selecteerde voor deze prijsonderhandelingen. Dit kan leiden tot lagere marges op de Amerikaanse markt, wat de winstgevendheid van Novartis direct beïnvloedt.

Ook ligt de gehele sector licht onder druk sinds uitingen van de huidige administratie onder Trump, die stelde de prijzen van farmaceutische bestanddelen en medicijnen te willen verlagen. Vooralsnog moet nog blijken in welke mate farmabedrijven hier echt last van gaan hebben, maar het vormt een mogelijk risico.

### R&D Tegenvallers (Pijplijnrisico)

De farmaceutische industrie kenmerkt zich als binair: een medicijn werkt of het werkt niet. Novartis investeert jaarlijks miljarden in Onderzoek & Ontwikkeling (R&D). Als een veelbelovend medicijn in de laatste fase van het klinisch onderzoek (Fase 3) faalt, verdampt dat geld en valt de verwachte toekomstige omzet weg. Gezien de noodzaak om de patent cliff op te vangen, rust er een hoge druk op de R&D-afdeling om successen te leveren. De beurs straft elke tegenvaller in de pijnlijn genadeloos af.

### Juridische claims

Novartis loopt juridische risico's. Hoewel het bedrijf de grote corruptiezaken uit het verleden grotendeels heeft geschikt, blijven rechtszaken over patentbreuken of bijwerkingen van medicijnen een mogelijk risico dat plotseling honderden miljoenen kan kosten.

## Stap 9 Kapitaalallocatie en kapitaalintensiteit

Doel: inzicht krijgen omtrent de kapitaalbenodigdheden van Novartis en hoe deze het beschikbare kapitaal besteedt.

Stap 9 zoomt in op de ruggengraat van de strategie: hoe gaat het management om met het kapitaal van de aandeelhouder? We kijken naar de investeringen die nodig zijn om de winkel open te houden (kapitaalintensiteit) en wat er gebeurt met het geld dat overblijft (allocatie).

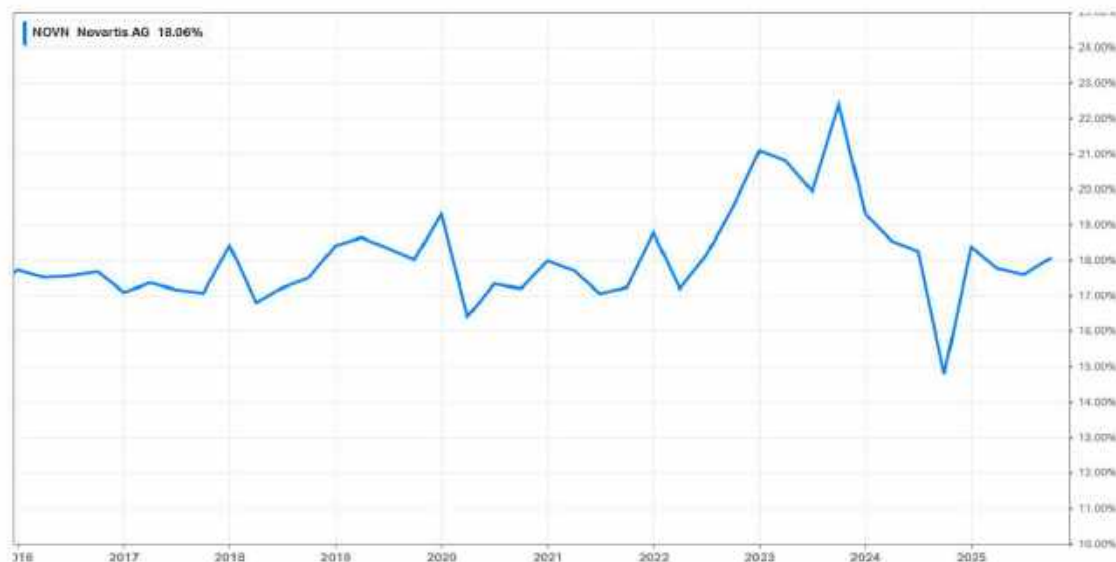
### Kapitaalintensiteit

In tegenstelling tot een oliebedrijf als Shell, dat miljarden moet investeren in zware machines en platforms, zit de kapitaalintensiteit van Novartis niet in staal en beton, maar in intellectueel eigendom. De fysieke kapitaaluitgaven (CAPEX) zijn relatief laag, doorgaans rond de 4% tot 5% van de omzet.

De echte investering zit hem in Research & Development (R&D). Novartis investeert jaarlijks enorme bedragen (vaak rond de 20% van de omzet) in onderzoek.

Boekhoudkundig worden deze kosten direct van de winst afgetrokken, maar economisch gezien zijn dit investeringen in de toekomst.

### R&D als % van de omzet



De uitgaven aan R&D in verhouding tot de omzet liggen door de jaren heen op een stabiel niveau. Als bijkomend voordeel ten opzichte van bijvoorbeeld een Shell of een Verizon, kan Novartis haar investeringen op korte termijn relatief makkelijk op- en afschalen. Het bedrijf kan mede hierom de uitgaven constant houden en uitsmeren over langere periodes, terwijl een telekomspeler of oliegiant vaak in korte periodes enorm

veel moet investeren en hier schuld voor moet aangaan. Dit voegt extra stabiliteit en dus waarde toe aan de kasstromen van Novartis.

De piek en daaropvolgende daling rondom 2024 viel te danken aan het wegvallen van de omzet van de Sandoz tak, waar weinig of geen R&D bij kwam kijken.

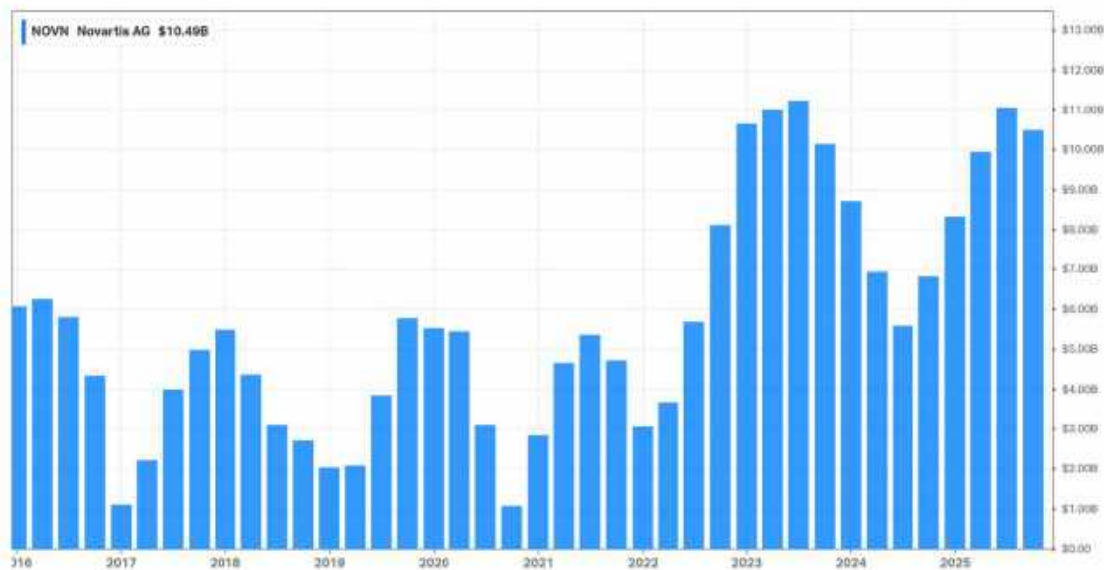
### Kapitaalallocatie

Het management hanteert een strikte en aandeelhoudersvriendelijke hiërarchie voor de besteding van kasstromen. Allereerst benoemd management organische groei als een prioriteit, waarbij kapitaal richting R&D stroomt voor de ontwikkeling van nieuwe medicijnen. Daarnaast geldt een progressief dividendbeleid in Zwitserse Frank als onderliggend doel en acht management hoge waarde aan het in stand houden van het trackrecord.

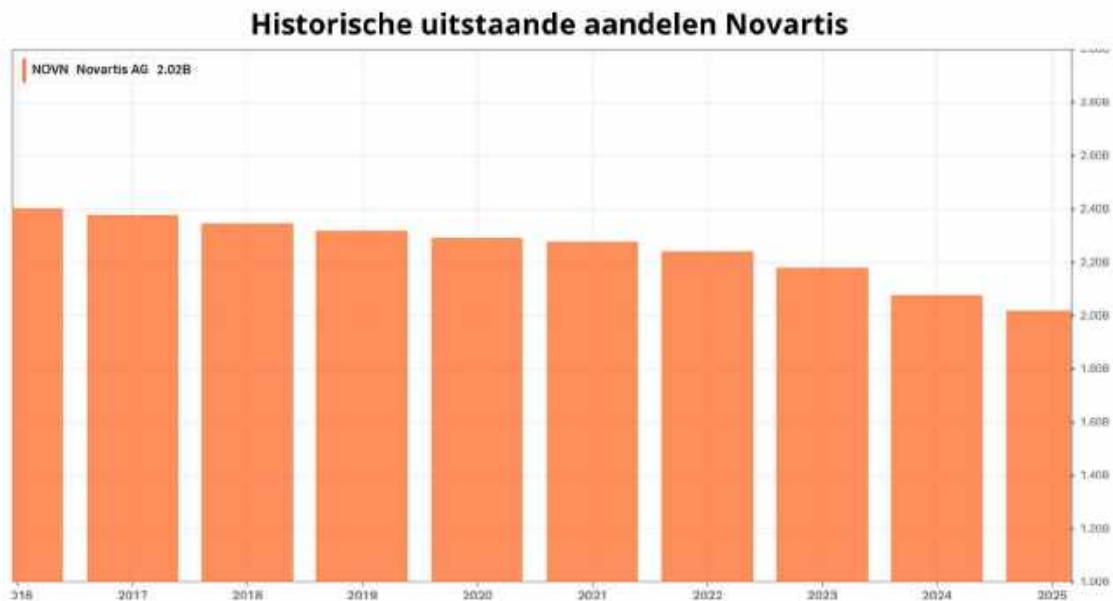
Daarnaast richt Novartis zich van tijd tot tijd op 'bolt-on' acquisities; men verkiest kleinere, makkelijk te integreren bedrijven met veelbelovende technologie boven megafusies die vaak waarde vernietigen.

Blijft er nog wat kapitaal over, dan vloeit dit terug naar de aandeelhouder via aandeleninkoop. Novartis toont zich hierin zeer daadkrachtig. Na de verkoop van het belang in Roche en de afsplitsing van Sandoz voert het bedrijf momenteel een inkoopprogramma uit om voor \$15 miljard aan eigen aandelen in te kopen, met een geplande afronding eind 2025. Door het verminderen van het aantal uitstaande aandelen, stijgen automatisch zowel de winst als het dividend per aandeel.

### **Historische inkoop eigen aandelen Novartis**



De afgelopen jaren neemt het aantal uitstaande aandelen van Novartis dan ook sterk af, waardoor het bedrijf de totale kasstromen niet eens extreem hard hoeft te groeien om de kasstroom per aandeel significant te laten toenemen.



### Balans

De balans van Novartis oogt onberispelijk. Met een Net Debt/EBITDA ratio van 0.9x is de schuldenlast minimaal. Dit geeft het bedrijf een enorme financiële flexibiliteit. Mocht er zich een unieke kans voordoen om een concurrent of een biotechbedrijf over te nemen, dan kan Novartis direct toeslaan zonder dat de financiële gezondheid in gevaar komt. In een tijd van hogere rentes bewijst zo'n sterke balans een groot strategisch voordeel.

### M&A (Fusies en Overnames)

De focus voor Novartis verschoof van een breed bedrijf naar een gespecialiseerde speler. Dit bleek vooral uit de afsplitsing van Sandoz (generieke medicijnen) in 2023. Met die stap nam Novartis afscheid van omzet met lage winstmarges en richt het zich nu volledig op innovatieve medicijnen die meer opleveren.

Recente overnames, zoals MorphoSys (oncologie) en Chinook Therapeutics (nierziekten), passen precies in dit nieuwe plaatje. Ze versterken de pijplijn op gebieden in de sector waar Novartis al een sterke positie bekleedt. Die aanpak houdt de risico's bij het samenvoegen klein en levert de meeste voordelen op.



## Stap 10: Dividend scorekaart Novartis

Onderstaand de dividend scorekaart voor Novartis. Deze kwantitatieve en kwalitatieve samenvatting geeft in één oogopslag de sterke en zwakke punten van de investeringscase weer.

Stap	Onderdeel	Score	Beschrijving
1	Bedrijfsmodel	6	Een farmaceutisch bedrijfsmodel: succes of falen van medicijnen valt lastig in te schatten. Desalniettemin, eenduidiger model na afsplitsing generieke medicijntak (Sandoz)
2	Dividendgeschiedenis & beleid	10	Een onberispelijk trackrecord. Al 28 jaar op rij verhoogd, nooit verlaagd. Absolute dividend Aristocrat.
3	Houdbaarheid dividend	10	Zeer veilig. Payout ratio op basis van vrije kasstroom slechts 40%. Genoeg ruimte voor groei aanwezig. Uitstekende balans.
4	Financiële gezondheid	10	IJzersterk. Net Debt/EBITDA van 0.9x geeft enorme flexibiliteit. Rentelasten nihil.
5	Concurrentiepositie	8	Sterke moet door patenten en hoge overstapkosten. ROIC van >20% getuigt van hoge kapitaal efficiëntie.
6	Groei & vooruitzichten	7	Korte termijn groei blijft sterk, maar de naderende patent cliff van Entresto (2025/26) drukt de score.
7	Waardering	7	Redelijk aantrekkelijk gewaardeerd met een P/FCF van 13.1x. Niet zeer goedkoop. Mede hierdoor relatief laag (3.1%) dividend yield
8	Risico's	6	Structurele farma risico's: aflopende patenten, prijsdruk in de VS en eventuele R&D-tegenvallers.
9	Kapitaal	9	Aandeelhoudersvriendelijk beleid. Grootschalige aandeleninkoopprogramma's en focus op dividend.
10	Eindscore	8.1	Hoge kwaliteit, ijzersterk trackrecord.

## **Conclusie**

Novartis komt naar voren als een absolute dividend aristocraat van hoge kwaliteit. Met een ijzersterk dividend trackrecord, biedt de onderneming beleggers veel zekerheid. Dit wordt ondersteund door een uiterst sterke balans (Net Debt/EBITDA van 0.9x) en een zeer veilige payout ratio van slechts 40% op basis van kasstromen, wat volop ruimte laat voor toekomstige groei en dividendverhogingen.

Hiertegenover staan de structurele risico's van de farmaceutische sector, zoals de naderende 'patent cliff' van Entresto rond 2025/26 en prijsdruk in de VS. Hoewel de waardering met een koers/vrije kasstroom multiple van 13.1x niet als goedkoop kan worden bestempeld, verdient een onderneming als Novartis vanwege de hoge ROIC en sterke balans een hogere prijs. Voor beleggers die kwaliteit en een groeiende inkomstenstroom zoeken, vormt Novartis daarmee een solide, defensieve keuze.

Wij nemen Novartis op in de portefeuille.