



Novo Nordisk

Analyse d'investissement | Moat Invest

Date de l'analyse : 31/12/2025



Disclaimer

Cette analyse est réalisée à partir des données financières agrégées par [la plateforme TIKR](#), et par les rapports financiers des entreprises. Elle peut contenir des erreurs.

Cette analyse reflète uniquement mon point de vue et mes actions personnelles. Elle ne constitue en aucun cas un conseil en investissement. Chaque situation financière est unique. Consultez un conseiller financier agréé avant toute décision d'investissement.



I. Synthèse de l'analyse

Novo Nordisk	
Secteur :	Industrie pharmaceutique
Produits / Marques :	Produit à partir d'insuline, puis de l'hormone GLP-1 (Ozempic - semaglutide hebdomadaire pour le diabète, Wegovy - semaglutide haute dose pour l'obésité)
MOAT Principal :	Coûts de changement (pour le diabète) et barrière réglementaire
Revenus et Marges :	Un chiffre d'affaire en croissance annualisé de 12,68% sur la période 2016-2024, une marge brute moyenne de 84,12%, et marge nette moyenne supérieure à 30% sur la même période
Actifs :	un niveau de cash toujours en croissance, et peu de goodwill (croissance organique), avec un retour sur actif supérieur à 20% mais en baisse constante depuis 2016
Gestions de la dette :	Dette à long terme récente (depuis 2021) pour financer la croissance, mais reste sous le revenu net de l'entreprise
Utilisation du capital :	Sur 2016-2024, un ROCE moyen et ROIC moyen supérieur à 50% mais en baisse constante depuis 2016
Flux de trésorerie :	des investissements massifs depuis 2021, et une envolée de la capitalisation boursière qui diminue le rendement Free Cash Flow de 6,47% en 2016 à 2,66% en 2024
Redistribution aux actionnaires :	Un dividende régulier, et des rachats d'actions réfléchis, mais s'attendre à une diminution (nécessité d'investir dans le capital production)
Valorisation :	décote de -50% sur des hypothèses optimistes/réalistes
Insider trading :	difficile à juger
Score et verdict	
Score MOAT quantitatif :	Total 52/60 soit 17,3/20
Score MOAT Valorisation :	Total = 5/5 (non prise en compte du insider trading car difficile à juger)
Verdict :	Comparée à Eli Lilly et Sanofi, l'entreprise est attractive > Achat sous 327 DKK (décote de 50% par rapport à la moyenne des valorisations). Comme on le verra plus loin, Eli Lilly est aussi une entreprise à surveiller



II. Novo Nordisk

A. Histoire et évolution

Les origines pharmaceutiques (1923-1989)

En 1923, August Krogh, prix Nobel de physiologie, et sa femme Marie (diabétique) découvrent l'insuline au Canada. De retour au Danemark, ils obtiennent les droits de production. Deux entreprises naissent : Nordisk Insulinlaboratorium (fondé par August Krogh et Hans Christian Hagedorn) et Novo Terapeutisk Laboratorium (fondé par Harald et Thorvald Pedersen).

Les deux entreprises danoises deviennent rapidement des pionniers dans la production d'insuline animale (porc). En 1946, Nordisk développe l'insuline NPH (Neutral Protamine Hagedorn), une formulation à action prolongée qui révolutionne le traitement du diabète. Les deux concurrents fusionnent en 1989 pour former Novo Nordisk A/S, créant un leader mondial de l'insuline.

L'ère biotechnologique (1990-2010)

Dans les années 1980-1990, Novo Nordisk investit massivement dans la recherche et devient pionnier de l'insuline recombinante humaine (non animale) produite par génie génétique. En 2000, le groupe lance NovoRapid (insuline à action rapide) et développe les premiers systèmes d'injection modernes (stylos injecteurs FlexPen).

En 2001, Novo Nordisk crée Novozymes (enzymes industrielles), qui sera scindée en entité indépendante. Le groupe se diversifie dans l'hémophilie avec l'acquisition de ZymoGenetics (2010) et consolide sa position dans les traitements hormonaux de croissance.

Révolution GLP-1 et obésité (2010-2025)

En 2012, le groupe lance Victoza (liraglutide), premier agoniste GLP-1 quotidien pour le diabète de type 2. Les médecins observent une perte de poids significative chez les patients. En 2021, l'entreprise lance Ozempic (semaglutide hebdomadaire) pour le diabète, puis de Wegovy (semaglutide haute dose) pour l'obésité. Le succès est phénoménal : pénuries mondiales, listes d'attente, explosion des ventes. Célébrités et réseaux sociaux amplifient la demande.

En 2023, Novo Nordisk devient l'entreprise la plus valorisée d'Europe (dépassant LVMH), avec une capitalisation atteignant 600 milliards de dollars. Depuis, le groupe investit massivement dans de



nouvelles usines (États-Unis, Europe) pour répondre à la demande et développe des versions orales et de nouvelle génération (CagriSema combinant semaglutide et cagrilintide).

Toutefois, Novo Nordisk souffre en 2024-2025 d'une concurrence accrue d'Eli Lilly, et perd son brevet de fabrication au Canada du sémaglutide le 4 janvier 2026 à la suite d'une stupéfiante bévée, ce qui fait chuter la capitalisation boursière de l'entreprise à partir de l'été 2024.

B. Activité principale

Diabète : cœur de métier historique

Novo Nordisk conserve 50% du marché mondial de l'insuline avec un portefeuille complet : insulines basales (Tresiba, Levemir), rapides (NovoRapid, Fiasp), et systèmes d'injection innovants (NovoPen, FlexTouch, pompes connectées).

Le segment diabète représente environ 50% du chiffre d'affaires 2024, mais la croissance est désormais portée par les GLP-1 : Ozempic (diabète) et Rybelsus (premier GLP-1 oral). Les investissements massifs en R&D visent à maintenir l'avance sur Eli Lilly et les biosimilaires émergents.

Obésité : nouveau moteur de croissance explosif

Wegovy (semaglutide 2,4 mg hebdomadaire) a révolutionné le traitement de l'obésité avec des pertes de poids de 15-20%, comparables à certaines chirurgies bariatriques sans bistouri. Le marché pourrait atteindre 100-150 milliards de dollars d'ici 2030.

Le pipeline inclut CagriSema (pertes >25% en essais) et l'expansion vers de nouvelles indications : cardiovasculaire (réduction de 20% des événements cardiaques dans l'essai SELECT), stéatose hépatique, apnée du sommeil, et explorations en neuroprotection (Alzheimer, Parkinson).

Hémophilie et hormones de croissance : segments complémentaires

Hémophilie : Des facteurs de coagulation recombinants (NovoSeven, NovoEight) à action prolongée maintiennent une position solide sur un marché mature.

Hormones de croissance : Norditropin traite les déficits de croissance pédiatriques et adultes.

Autres segments : traitements hormonaux substitutifs et maladies rares complètent le portefeuille. Ces activités génèrent 15-20% du CA et apportent une diversification bienvenue, amortissant les fluctuations des segments diabète et obésité.



Focus Insuline et GLP-1

L'insuline est une hormone vitale produite par le **pancréas**. Elle agit comme une "clé" qui permet au sucre présent dans le sang d'entrer dans les cellules pour être utilisé comme énergie.

- *Fonction principale : Réduire immédiatement le taux de sucre dans le sang.*
- *Utilisation médicale : Indispensable pour le diabète de type 1 et souvent nécessaire pour le diabète de type 2 lorsque le corps n'en produit plus assez.*

Le GLP-1 (Glucagon-Like Peptide-1) est une hormone produite par l'**intestin** après avoir mangé. Elle fait partie de la famille des "incrétines".

Fonctionnement :

- *Elle stimule la production d'insuline par le pancréas (uniquement quand le sucre est élevé).*
- *Elle bloque le glucagon (une hormone qui libère du sucre stocké dans le foie).*
- *Elle ralentit la vidange de l'estomac, ce qui limite les pics de sucre après les repas.*
- *Elle agit sur le cerveau pour augmenter la sensation de satiété (coupe-faim).*

En 2025, les analogues du GLP-1 sont devenus des traitements majeurs pour le diabète de type 2 et l'obésité, car ils imitent l'hormone naturelle mais durent beaucoup plus longtemps dans l'organisme.

L'utilisation du GLP-1 pour la perte de poids, qui a fait le succès fulgurant de Novo Nordisk entre 2022-2024, est un peu un coup de chance puisque cette molécule n'était pas destinée au traitement de l'obésité, mais bien du diabète.

C. Management - un changement en 2025

Lars Fruergaard Jørgensen - CEO de 2017 à août 2025

Né en 1966, Lars Fruergaard Jørgensen a rejoint Novo Nordisk en 1991 après des études d'économie à l'Université de Copenhague. Il gravit les échelons : responsable des ventes internationales, vice-président exécutif des opérations commerciales, puis COO.

Nommé CEO en janvier 2017, il succède à Lars Rebien Sørensen. Sous sa direction, Novo Nordisk a opéré une transformation stratégique majeure : pivot agressif vers l'obésité, investissements massifs dans la capacité de production (35+ milliards de dollars annoncés 2023-2025), expansion géographique (notamment États-Unis et Chine). Jørgensen a navigué avec succès dans les pénuries de Wegovy/Ozempic tout en gérant les pressions politiques sur les prix (auditions au Congrès américain).



Maziar Mike Doustdar - CEO depuis août 2025

M. Doustdar a rejoint Novo Nordisk en 1992 en tant qu'employé de bureau à Vienne, en Autriche. De 1993 à 2007, il a occupé divers postes dans les domaines de la finance, de l'informatique, de la logistique, des opérations et du marketing, au sein de différentes divisions de Novo Nordisk sur les marchés émergents, avant d'être nommé directeur général de Novo Nordisk Near East en 2007.

En 2010, M. Doustdar est promu vice-président de la zone commerciale Proche-Orient et, en 2012, il s'est installé en Malaisie pour diriger la zone commerciale Océanie-Asie du Sud-Est. En 2013, il a été promu vice-président senior des opérations internationales de Novo Nordisk, puis en avril 2015, M. Doustdar a été promu vice-président exécutif, conservant ses responsabilités au sein des opérations internationales de Novo Nordisk. La responsabilité géographique des opérations internationales s'est étendue tout au long du mandat de M. Doustdar en tant que vice-président exécutif et, en 2025, elle englobait toutes les unités commerciales mondiales, à l'exception des États-Unis.

D. Organisation et actionnariat

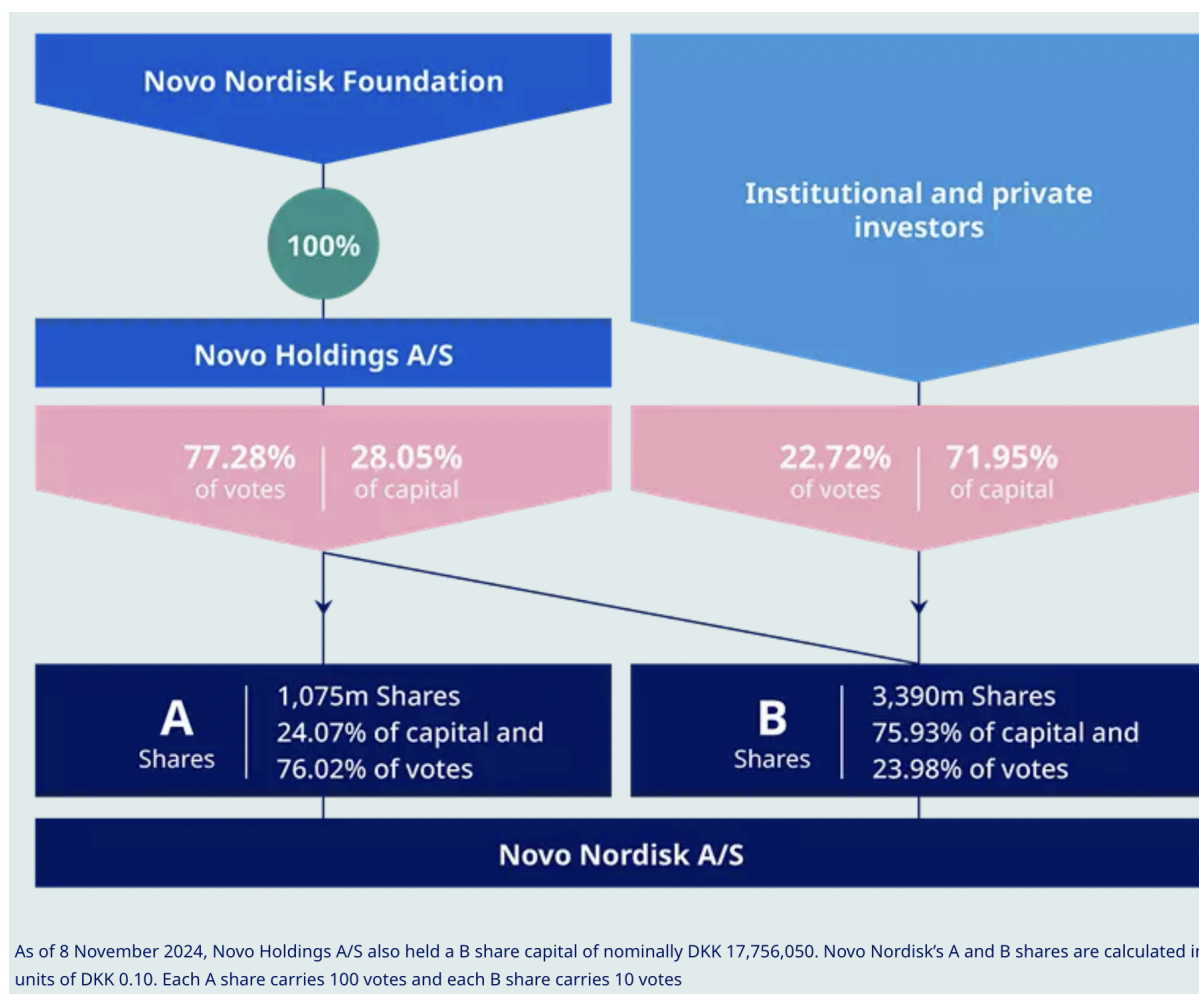
Architecture mondiale

Novo Nordisk A/S est coté à Copenhague (CSE: NOVO-B) et New York (NYSE: NVO). Son siège social est à Bagsværd (Copenhague). L'entreprise est organisée en trois régions : Amérique du Nord (50%+ du CA, dominée par les États-Unis), Europe (20-25%), International (Chine, Japon, émergents, 20-25%).

Une structure d'actionnariat unique

La Novo Nordisk Foundation, fondation philanthropique créée en 1989, contrôle l'entreprise via des actions de classe A (droits de vote multiples). Patrimoine 150+ milliards USD, la Fondation réinvestit les dividendes dans la recherche biomédicale, l'éducation et la durabilité au Danemark.

Avantages stratégiques : Indépendance totale (protection contre OPA hostiles), vision long terme (tolérance investissements R&D massifs), ancrage danois préservé.



Source : Novo Nordisk website

Concurrence

Le choix d'**Eli Lilly** comme principal comparatif s'impose pour trois raisons majeures:

- Premièrement, les deux entreprises co-dominent le marché révolutionnaire des agonistes du GLP-1, avec des produits phares directement concurrents (Ozempic/Wegovy pour Novo Nordisk, Mounjaro/Zepbound pour Eli Lilly)
- Deuxièmement, cette classe thérapeutique génère une part considérable des revenus et porte l'essentiel de la croissance des deux groupes
- Troisièmement, leurs stratégies se confrontent directement : pipelines R&D parallèles dans le cardiométabolique, études cliniques comparatives tête-à-tête, bataille commerciale frontale pour chaque segment de marché.



*En complément, **Sanofi** apportera un éclairage différent. Sans être concurrent direct sur les GLP-1, le laboratoire français illustre une stratégie de diversification poussée (oncologie, immunologie, vaccins, maladies rares) qui contraste avec la focalisation de Novo Nordisk et Eli Lilly. Cette triangulation permettra de mesurer les mérites respectifs de la spécialisation versus la diversification dans la pharma contemporaine, tout en offrant un point d'ancrage français facilitant certaines comparaisons financières et réglementaires.*



III. Analyse MOAT qualitatif

1. COÛTS DE CHANGEMENT ÉLEVÉS

✓ **OUI** (majeur) - Novo Nordisk possède ce MOAT de manière significative. Premièrement, il faut comprendre que toutes les insulines ne sont pas les mêmes. Les patients diabétiques sous insuline développent des habitudes d'injection précises (dosages, timing). Changer de marque d'insuline nécessite un réapprentissage avec le médecin et comporte des risques glycémiques.

Pour les GLP-1 (Ozempic/Wegovy), les coûts de changement sont plus psychologiques : les patients ayant trouvé un traitement efficace hésitent à tester des alternatives par peur de perdre les bénéfices acquis (perte de poids, contrôle glycémique).

2. EFFET DE RÉSEAU

✗ **NON** - Contrairement à Meta ou Visa, la valeur d'un médicament Novo Nordisk n'augmente pas avec le nombre d'utilisateurs. Qu'un million ou un milliard de personnes utilisent Wegovy n'améliore pas l'efficacité du traitement pour un patient individuel. Il n'y a pas d'effet réseau direct.

3. DIFFÉRENCIATION PRODUIT / MARQUE

✓ **OUI** (modéré) - Les GLP-1 de Novo Nordisk (Ozempic, Wegovy) sont perçus comme les "références" du marché avec efficacité cliniquement prouvée (15-20% de perte de poids). La marque Novo Nordisk bénéficie d'un siècle de réputation dans le diabète.

4. BARRIÈRES RÉGLEMENTAIRES / BREVETS

✓ **OUI** (majeur) - MOAT majeur dans la pharma. Les brevets sur le semaglutide et les formulations protègent Novo Nordisk jusqu'au début des années 2030. Les approbations FDA/EMA sont longues et coûteuses (10+ ans, milliards de dollars), créant une barrière d'entrée massive. Les nouvelles indications thérapeutiques (cardiovasculaire, stéatose hépatique) nécessitent des essais cliniques supplémentaires que seuls les géants peuvent financer. Régulation stricte des processus de fabrication biotech.

Mais des erreurs peuvent arriver, à l'image de la perte de la protection de son brevet canadien pour le semaglutide (le principe actif d'Ozempic et de Wegovy) [en raison d'un défaut de paiement des frais de maintenance annuels](#). Cette situation ouvre la voie à la commercialisation de versions génériques du médicament au Canada dès 2026.



5. AVANTAGE DE COÛT

✓ **OUI** (modéré) - Novo Nordisk bénéficie d'économies d'échelle dans la production biotech (fermentation, purification) grâce à ses volumes massifs d'insuline et GLP-1. Les investissements de 35+ milliards de dollars dans de nouvelles usines renforcent cet avantage. Cependant, les concurrents comme Eli Lilly possèdent des capacités similaires. D'ailleurs, même si Novo Nordisk est arrivée en premier sur le créneau des GLP-1, ses capacités de production n'étaient pas présentes, et a connu des ruptures de stock... Eli Lilly, arrivée plus tard sur le marché, a construit ses capacités de production pour répondre efficacement à la demande.

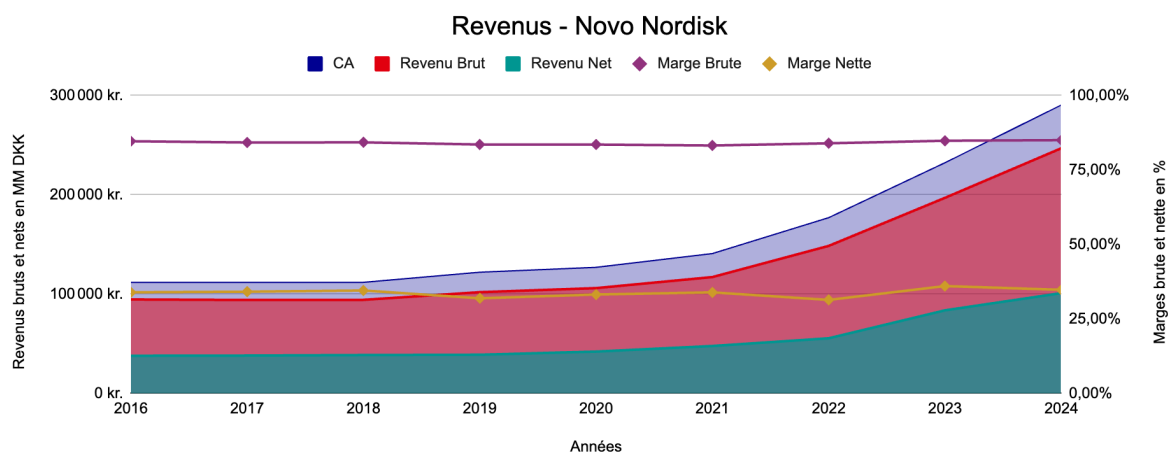
SCORE MOAT QUALITATIF FINAL

Critères	Novo Nordisk
Coûts de changement	✓ OUI (majeur)
Effet réseau	✗ NON
Différenciation produit	✓ OUI (modéré)
Barrières réglementaires	✓ OUI (majeur)
Avantage coût	✓ OUI (modéré)



IV. Analyse MOAT quantitatif

Revenus et marges



Le graphique révèle de manière spectaculaire l'impact de la révolution Wegovy : à partir de 2021, le chiffre d'affaires de Novo Nordisk connaît une ascension fulgurante. Paradoxalement, les marges brute et nette demeurent remarquablement stables sur l'ensemble de la période 2016-2024, témoignant d'une gestion rigoureuse malgré la croissance explosive.

	Augmentation du CA en % par an 2016-2021	Augmentation du CA en % par an 2016-2024	Marge brute (moyenne 2016-2024)
Novo Nordisk	4,72%	12,68%	84,12%
Eli Lilly	5,94%	9,86%	77,58%
Sanofi	2,46%	3,10%	68,93%

Le tableau illustre l'effet transformateur des GLP-1 dans l'obésité pour les deux leaders. Durant la période 2016-2021, avant l'explosion Wegovy/Zepbound, Novo Nordisk et Eli Lilly affichaient des croissances annualisées respectables mais modestes : 4,72% et 5,94%.



L'arrivée massive des traitements anti-obésité a tout bouleversé. Sur la période complète 2016-2024, les taux de croissance annualisés ont bondi à 12,68% pour Novo Nordisk et 9,86% pour Eli Lilly — soit un quasi-triplement du rythme de croissance pour Novo Nordisk.

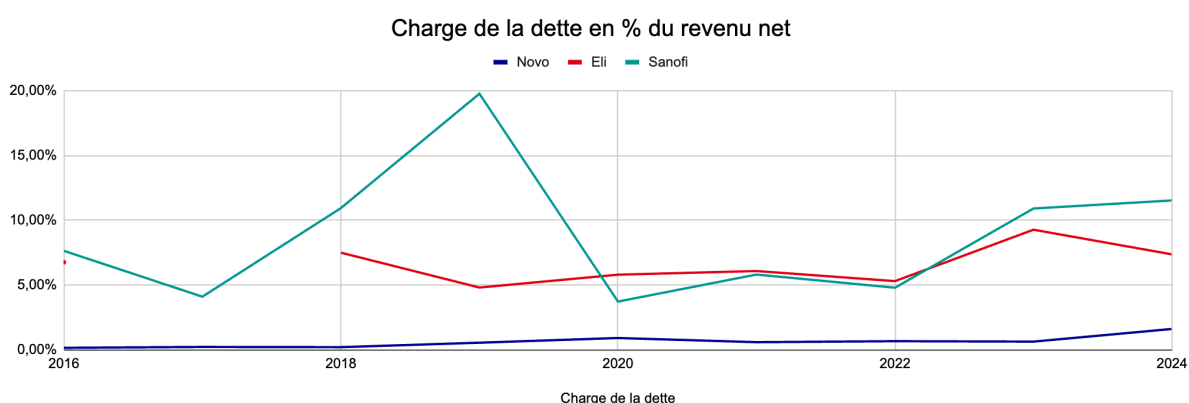
Bien que présentes à l'international, ces trois entreprises dépendent massivement du marché américain. Selon leurs rapports annuels 2024, les États-Unis représentent 57,6% des revenus de Novo Nordisk, 67,4% pour Eli Lilly, et 48,6% pour Sanofi.

L'analyse des dépenses opérationnelles révèle que Novo Nordisk investit proportionnellement beaucoup moins en R&D (en % du revenu brut) que ses concurrents sur la période 2016-2024.

	SGA	R&D	Dépréciation - Amortissement
Novo Nordisk	33,49%	15,21%	4,07%
Eli Lilly	31,23%	32,22%	7,48%
Sanofi	36,21%	22,65%	6,92%

Cette intensité reflète une stratégie de spécialisation : contrairement à Sanofi et Eli Lilly, diversifiés dans de multiples domaines thérapeutiques, Novo Nordisk se concentre sur les maladies métaboliques (diabète et obésité).

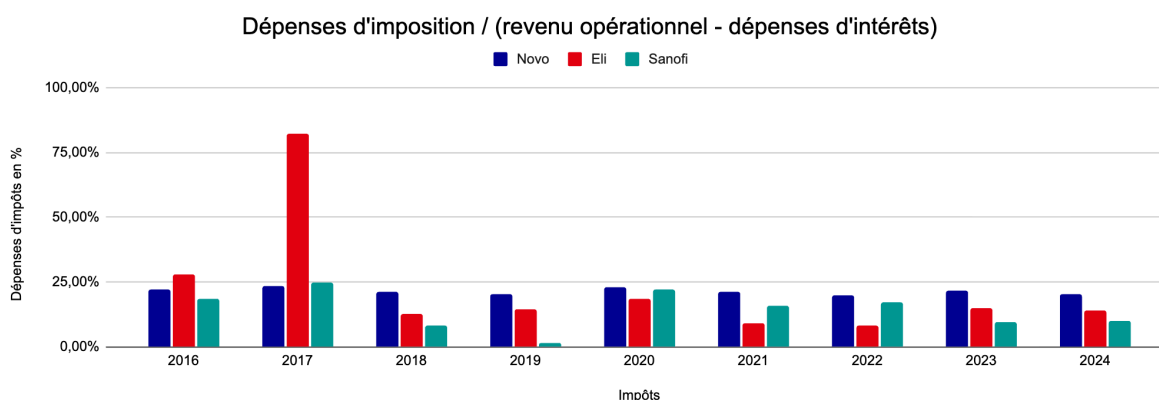
Cette focalisation génère une efficacité opérationnelle remarquable, car la majorité de la R&D actuelle exploite une seule classe de molécules — les agonistes du GLP-1 (sémaglutide et dérivés) — limitant les coûts de recherche exploratoire dans des domaines totalement nouveaux.



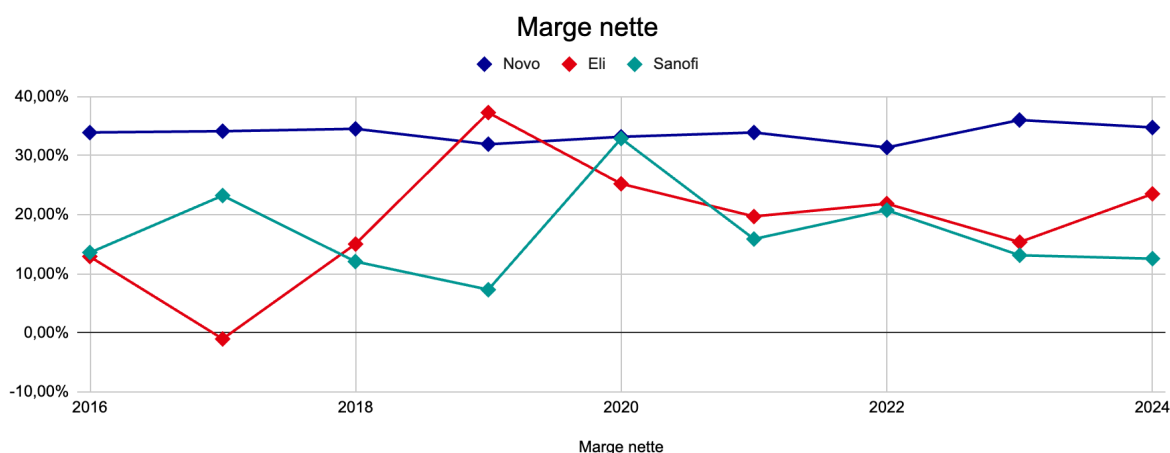
Concernant l'endettement, Novo Nordisk affiche une position nettement plus saine et couvre facilement ses charges financières.



À noter une anomalie comptable chez Eli Lilly en 2017 : au quatrième trimestre, la société a enregistré une charge fiscale exceptionnelle de 1,941 milliard de dollars, incluant 1,914 milliard liés à la réforme fiscale américaine (notamment la "toll tax" sur les rapatriements, estimée à 3,6 milliards), ce qui fausse la comparaison pour 2017, ce qui fausse le graphique charge de la dette pour 2017.



Enfin, Novo Nordisk se distingue par la stabilité exceptionnelle de sa marge nette, constamment maintenue au-dessus de 30% — une performance remarquable dans l'industrie pharmaceutique.

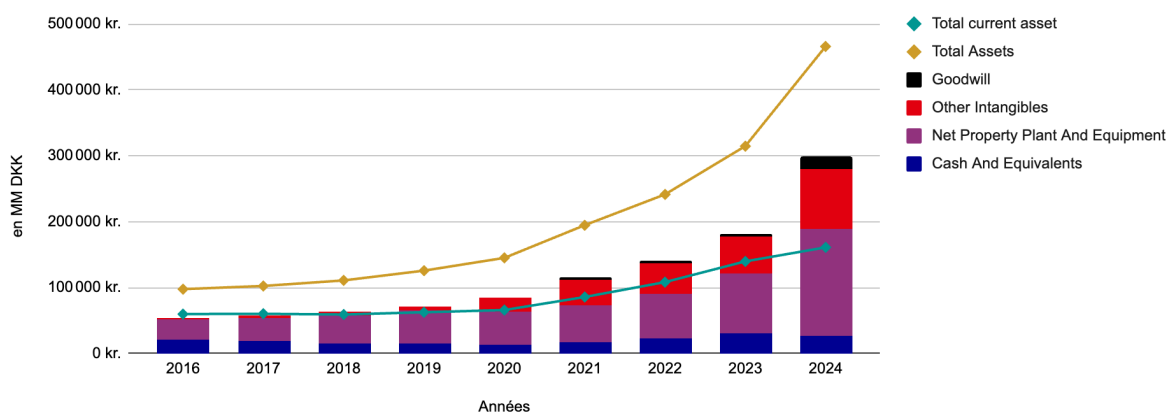


Score Revenus et Marges		
Novo Nordisk Croissance revenus : 4 / 5 Marge brute : 5 / 5 Marge nette : 5 / 5 Total = 14 / 15	Eli Lilly Croissance revenus : 4 / 5 Marge brute : 4 / 5 Marge nette : 3 / 5 Total = 11 / 15	Sanofi Croissance revenus : 2 / 5 Marge brute : 3 / 5 Marge nette : 3 / 5 Total = 8 / 15

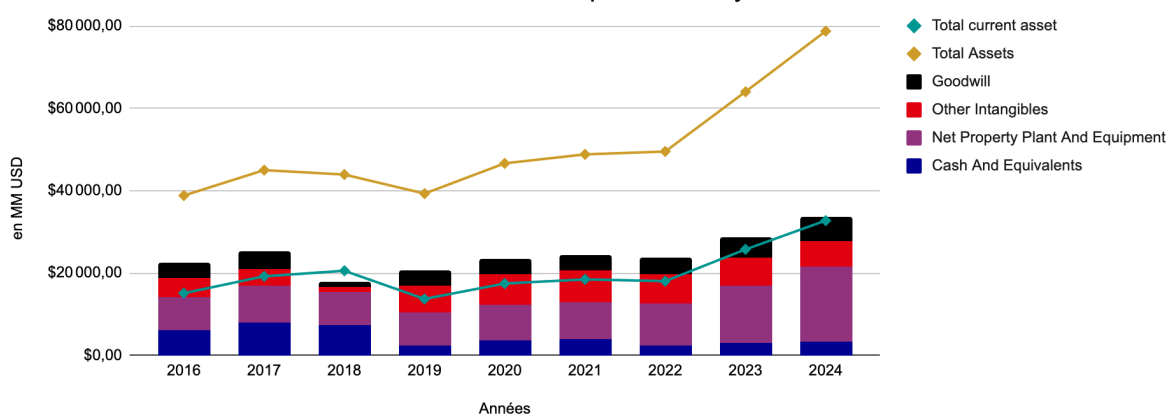


Actifs

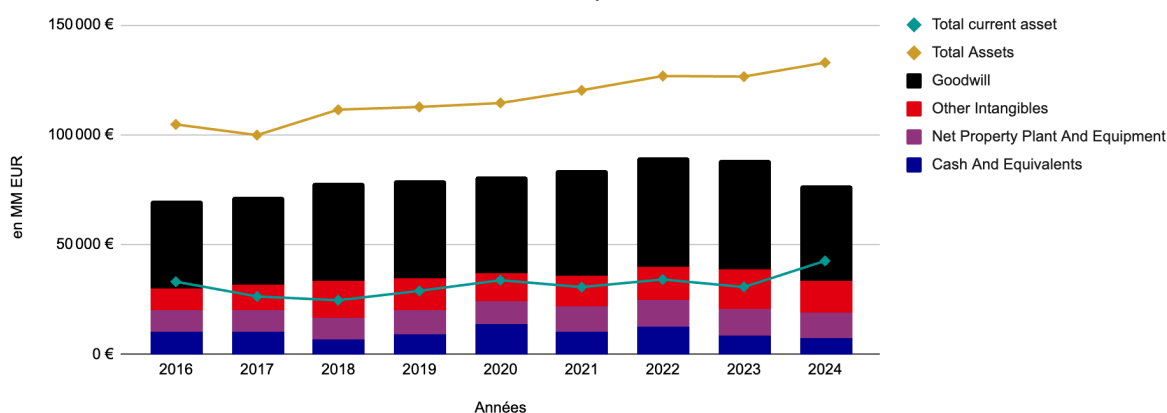
Actif de l'entreprise - Novo Nordisk



Actif de l'entreprise - Eli Lilly



Actif de l'entreprise - Sanofi





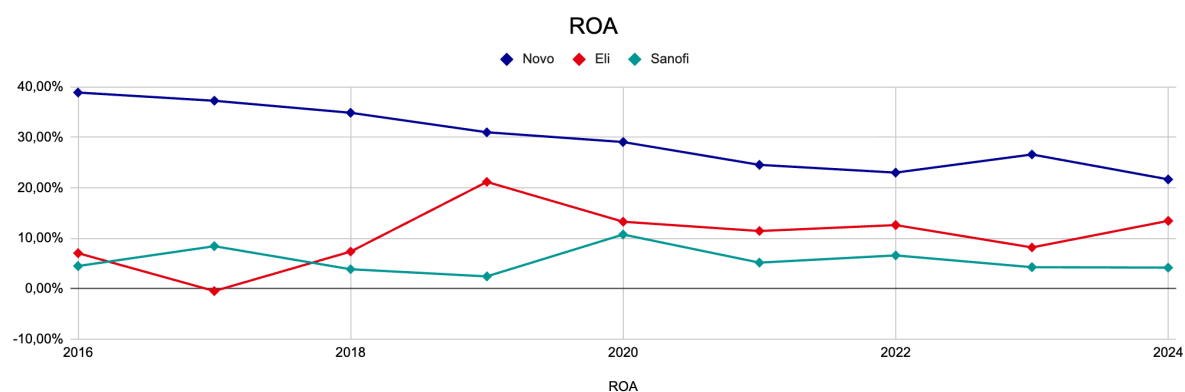
L'examen des bilans révèle une différence stratégique fondamentale : Novo Nordisk et Eli Lilly affichent très peu de goodwill (Novo Nordisk n'en avait même aucun jusqu'en 2021), témoignant d'une croissance majoritairement organique. À l'inverse, Sanofi présente un goodwill substantiel, signature d'une stratégie de croissance par acquisitions répétées.

Chez Novo Nordisk, l'actif total connaît une envolée spectaculaire à partir de 2021, principalement portée par les immobilisations corporelles (Net Property & Equipment). L'entreprise investit massivement dans ses capacités de production pour répondre à la demande explosive de Wegovy. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : de 2016 à 2021, les immobilisations passent de 30 179 à 55 362 millions DKK (progression +84%). Mais entre 2021 et 2024, elles explosent littéralement de 55 362 à 162 488 millions DKK — soit un quasi-triplement en trois ans.

Répartition des actifs 2024 (en % du total) :

	Cash & équivalents	Net Property and Equip	Intangibles	Goodwill
Novo Nordisk	5,65%	34,88%	19,54%	4,31%
Eli Lilly	4,36%	23,06%	7,83%	7,33%
Sanofi	5,69%	8,74%	10,74%	32,67%

Sur la période 2016-2024, Novo Nordisk se distingue en étant la seule des trois entreprises à avoir augmenté son cash & équivalents (+3,04% annualisé), tandis que Eli Lilly (-6,82%) et Sanofi (-3,77%) ont vu leurs réserves de liquidités diminuer.



Concernant la rentabilité des actifs (ROA), Novo Nordisk conserve une avance sur ses concurrents, bien qu'en recul : le ROA a décliné d'environ 40% en 2016 à environ 20% en 2024. Ce phénomène



n'est pas surprenant : sur 2016-2024, le revenu net a progressé de 13,02% annualisé, tandis que l'actif total a bondi de 21,58% annualisé. Les investissements massifs en capacités de production pèsent temporairement sur la rentabilité des actifs. Cette tendance mérite néanmoins une surveillance attentive pour s'assurer que l'écart ne se creuse pas davantage.

A la clôture des comptes en 2024, et au prix de l'action le 31/12/2025, la répartition de l'actif par action pour Novo Nordisk et ses concurrents est comme suit:

	Prix de l'action	Total actions en circulation	Cash / action en %	Actif / action en %	Actif Net / action en %
Novo Nordisk	325,25 kr.	4 465 000 000	1,81%	32,07%	26,27%
Eli Lilly	\$1 079,75	895 841 000	0,35%	8,14%	5,18%
Sanofi	83,00 €	2 436 200 000	3,74%	65,68%	59,84%

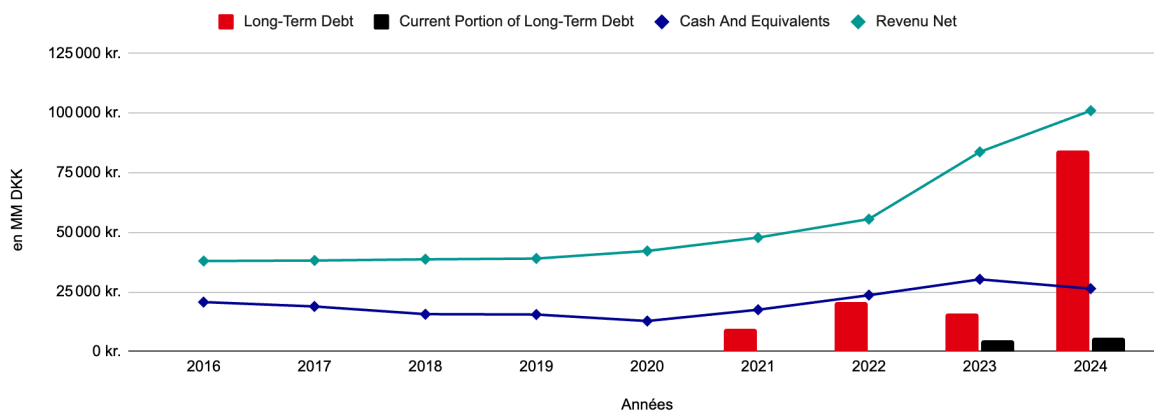
Novo Nordisk et Eli Lilly s'échangent donc à des multiples d'actifs élevés, nettement supérieurs à ceux de Sanofi. Mais, entre les deux géants, Novo Nordisk affiche toutefois une valorisation relative plus attractive.

Score Actif		
Novo Nordisk	Eli Lilly	Sanofi
Position Cash : 4 / 5 Gestion actifs : 4 / 5 Retour sur actif : 5 / 5	Position Cash : 3 / 5 Gestion actifs : 4 / 5 Retour sur actif : 4 / 5	Position Cash : 4 / 5 Gestion actifs : 2 / 5 Retour sur actif : 3 / 5
Total = 13 / 15	Total = 11 / 15	Total = 9 / 15

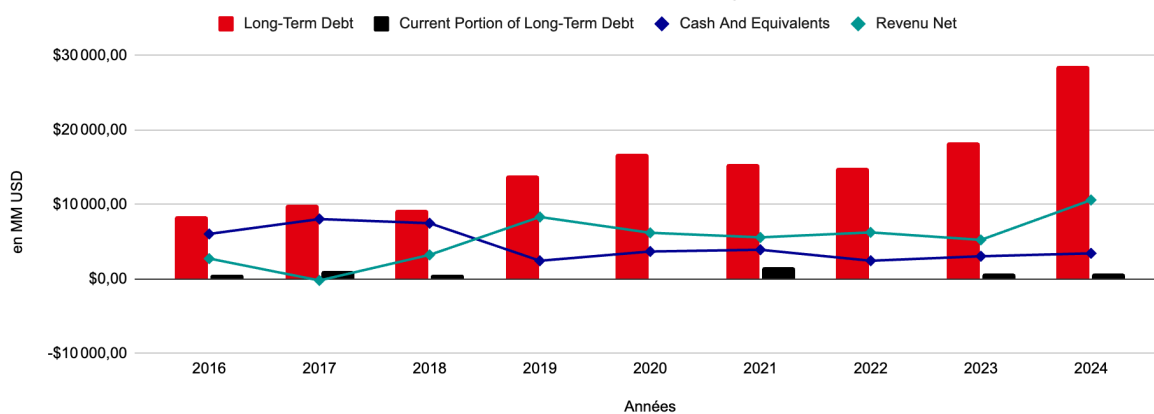


Passif et Gestion de la dette

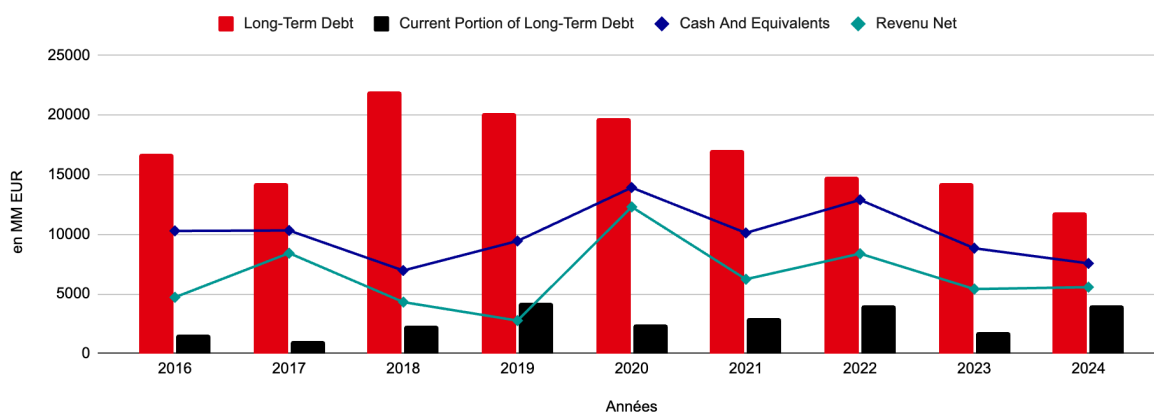
Gestion de la dette - Novo Nordisk



Gestion de la dette - Eli Lilly



Gestion de la dette - Sanofi





Jusqu'en 2021, Novo Nordisk n'a pas de dette à long terme. L'entreprise suivait une politique financière extrêmement prudente pour plusieurs raisons :

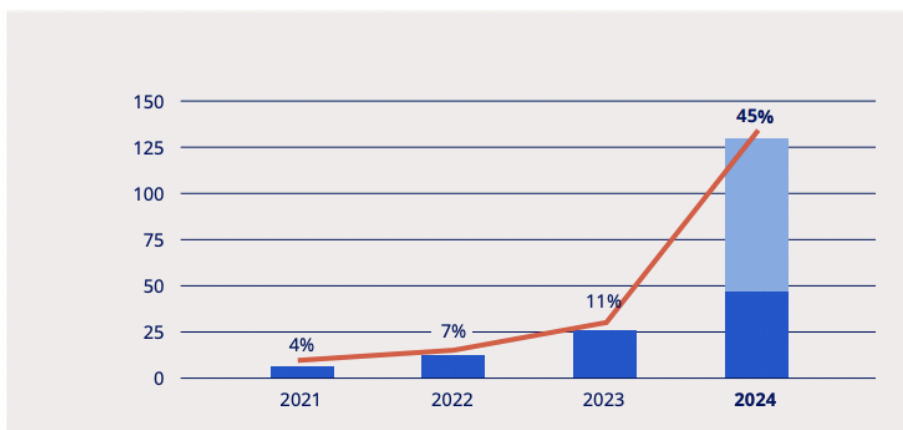
- Les marges élevées sur l'insuline permettaient de financer la R&D et les dividendes uniquement via le flux de trésorerie opérationnel (free cash flow).
- Absence d'acquisitions majeures : Contrairement à Sanofi ou Eli Lilly, Novo Nordisk ne réalisait pas de rachats d'entreprises coûteux nécessitant de lever de la dette.

Après 2021, l'entreprise fait face au succès planétaire des médicaments Ozempic et Wegovy. La demande a si rapidement dépassé l'offre que l'entreprise a dû s'endetter pour financer deux piliers :

- L'acquisition massive de Catalent (2024-2025) : Pour sécuriser ses capacités de remplissage de seringues (fill-finish), Novo Nordisk a acquis trois sites de production majeurs auprès de Catalent pour 11 milliards de dollars. On peut lire en page 123 du rapport annuel 2024 :
 - "Quatre tranches d'euro-obligations d'un montant nominal total de 4,65 milliards d'euros, correspondant à 34,7 milliards de couronnes danoises, ont été émises dans le cadre du programme européen de billets à moyen terme (EMTN) de Novo Nordisk en 2024. Le produit net des émissions a contribué au financement de l'acquisition de trois sites de remplissage et de finition auprès de Novo Holdings A/S dans le cadre d'une transaction au cours de laquelle Novo Holdings A/S a acquis Catalent, Inc. (note 5.3). Aucune obligation n'a été émise en 2023.
- Investissements industriels (CAPEX) records : En 2024, le groupe a investi 129 milliards de DKK (environ 18 milliards \$) dans ses usines à travers le monde (Danemark, USA, France) pour doubler sa production. Ce besoin immédiat de capital a nécessité de recourir au marché obligataire malgré une génération de cash opérationnel record.

Investments in CapEx and acquisitions related to expansion of production capacity (DKK billion)

● CapEx
● Acquisitions
— CapEx and acquisitions to sales ratio



Source : rapport annuel 2024 Novo Nordis

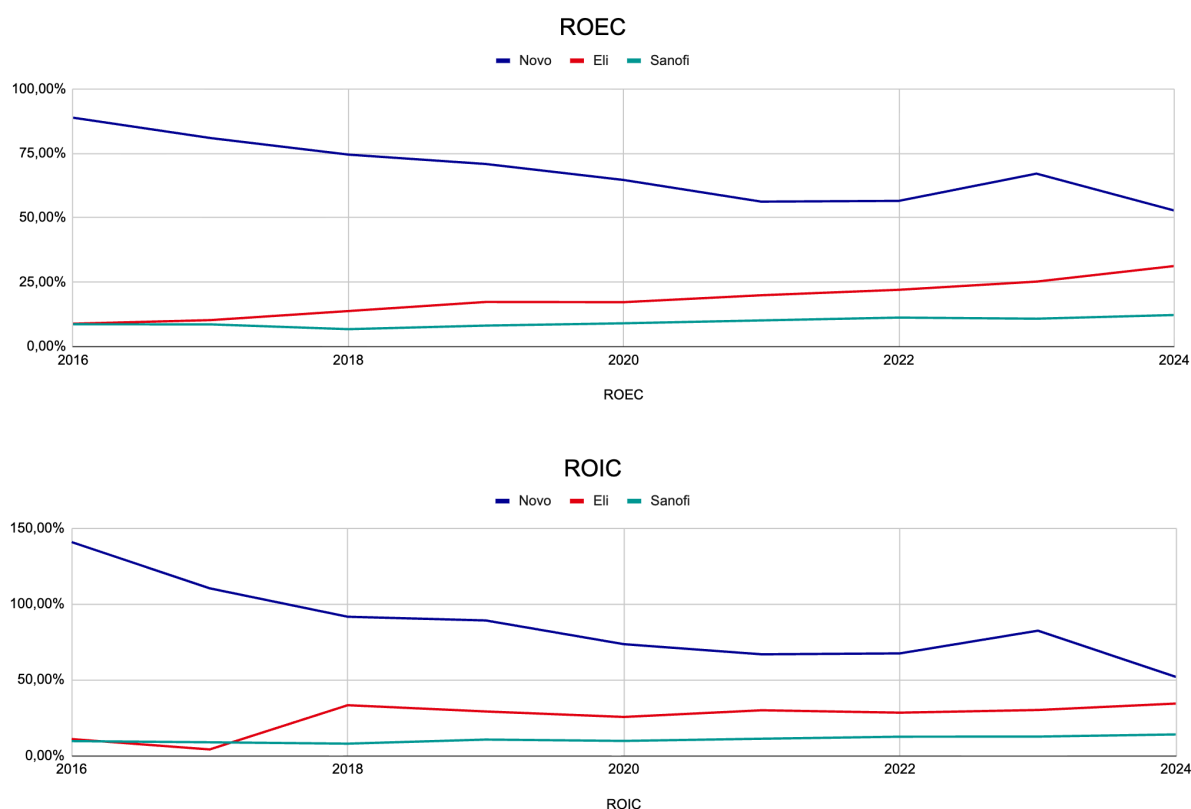
Suspension des rachats d'actions : Signe de la priorité donnée au désendettement et à l'investissement, le groupe a annoncé ne pas lancer de nouveau programme de rachat d'actions en 2025 afin de préserver sa liquidité.



Malgré cette progression de l'endettement, Novo Nordisk maintient une dette inférieure à son revenu net annuel — une discipline financière que ni Eli Lilly ni Sanofi ne parviennent à respecter. Notons toutefois la trajectoire vertueuse de Sanofi, qui réduit progressivement son endettement depuis 2018.

Par ailleurs, Novo Nordisk et Eli Lilly ont tous deux constitué des réserves substantielles de bénéfices non distribués : 144 448 millions DKK en 2024 pour Novo Nordisk, et 13 545 millions USD pour Eli Lilly. Ces matelas financiers témoignent d'une gestion prudente et offrent une flexibilité stratégique considérable.

Si on compare maintenant le Retour sur Capitaux Employés (ROEC), et Capitaux Investis (ROIC) avec la concurrence :



Novo Nordisk se démarque nettement de ses concurrents, tant sur le retour sur capitaux employés (ROCE) que sur capitaux investis (ROIC).

Toutefois, à l'instar du retour sur actifs analysé précédemment, on observe une érosion continue de ces ratios depuis 2016 — une tendance qu'il conviendra de surveiller attentivement.

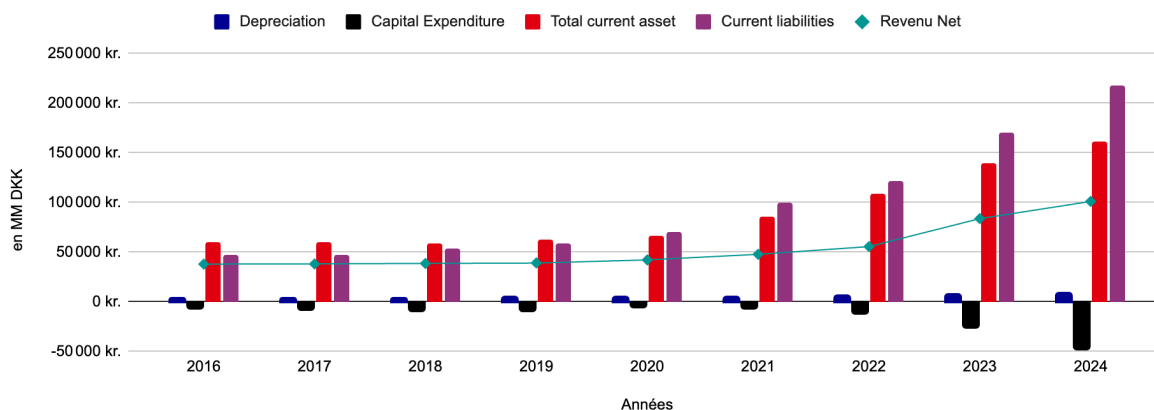


Score Passifs		
Novo Nordisk Dette à long terme : 4 / 5 Bénéfice non-distribué : 5 / 5 ROEC : 4 / 5 ROIC : 4 / 5 Total = 17 / 20	Eli Lilly Dette à long terme : 3 / 5 Bénéfice non-distribué : 4 / 5 ROEC : 3 / 5 ROIC : 3 / 5 Total = 13 / 20	Sanofi Dette à long terme : 3 / 5 Bénéfice non-distribué : 0 / 5 ROEC : 2 / 5 ROIC : 2 / 5 Total = 7 / 20

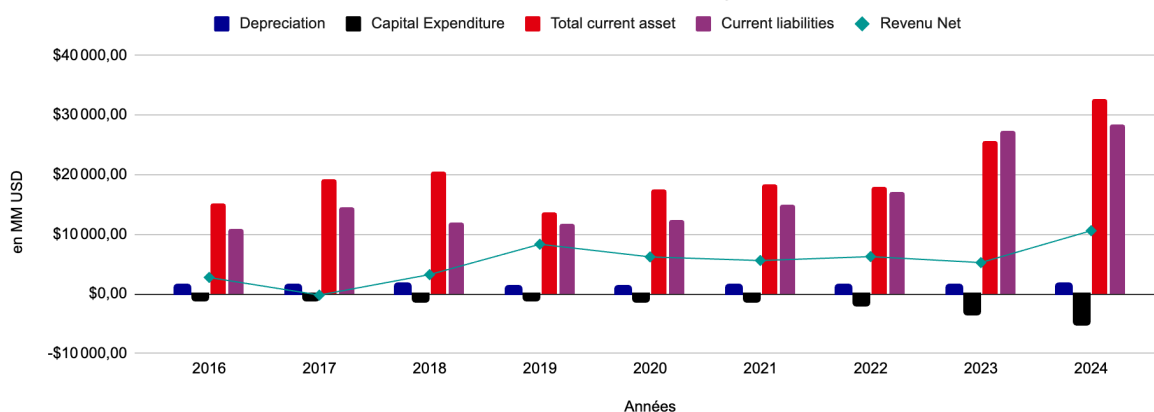


Flux de trésorerie

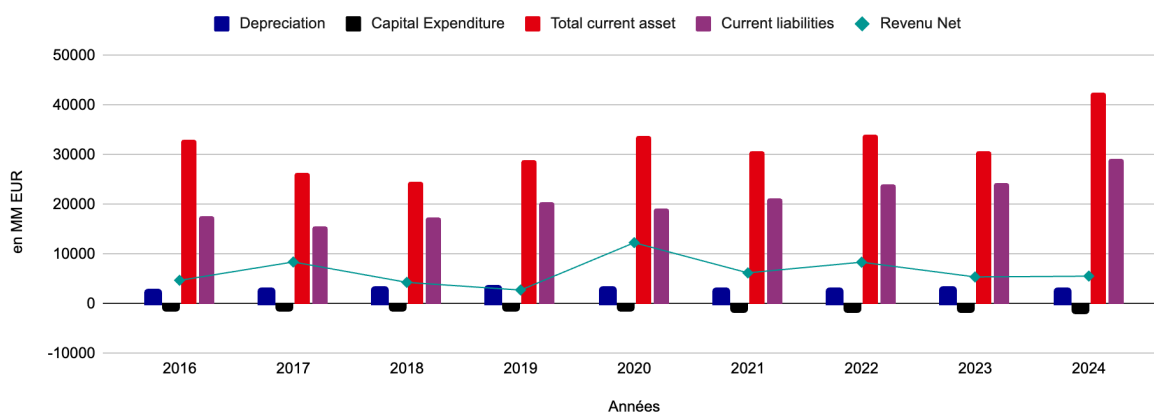
Flux de trésorerie - Novo Nordisk



Flux de trésorerie - Eli Lilly



Flux de trésorerie - Sanofi

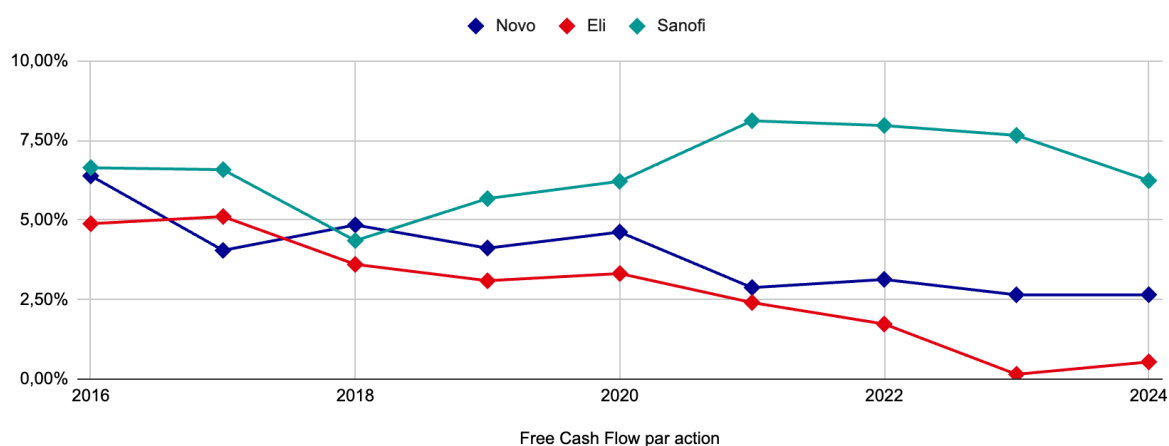




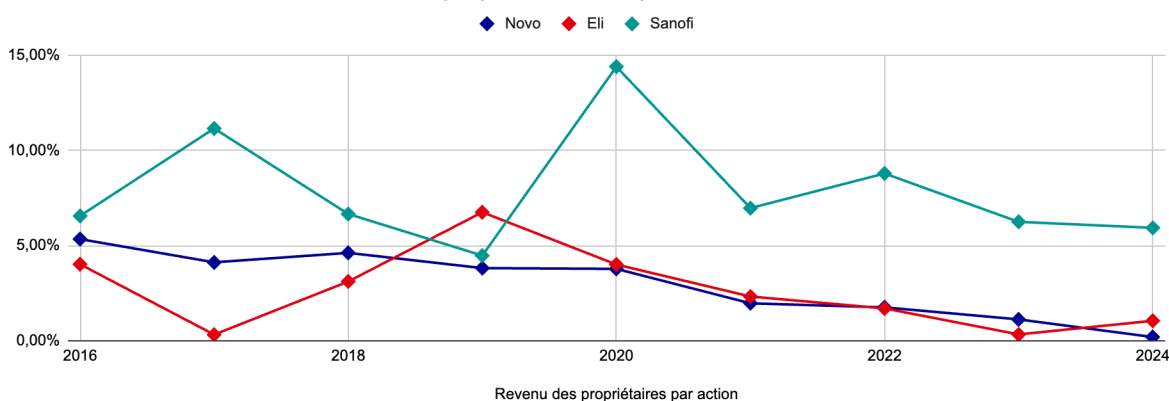
Le détail des flux de trésorerie illustre parfaitement la course aux capacités industrielles : Novo Nordisk lance ses investissements massifs dès 2021, suivi par Eli Lilly à partir de 2022, tandis que Sanofi maintient un rythme d'investissement conventionnel.

Cette frénésie d'investissements, couplée à l'envolée spectaculaire des capitalisations boursières de Novo Nordisk et Eli Lilly, pèse mécaniquement sur les ratios de valorisation. Le free cash flow par capitalisation boursière et le revenu des propriétaires (owner's earnings) par capitalisation s'en trouvent logiquement comprimés, comme le révèlent les graphiques ci-dessous.

Free cash flow / Capitalisation boursière



Revenu des propriétaires / Capitalisation boursière



Score Flux de trésorerie

Novo Nordisk

Rendement : 3 / 5

Eli Lilly

Rendement : 2 / 5

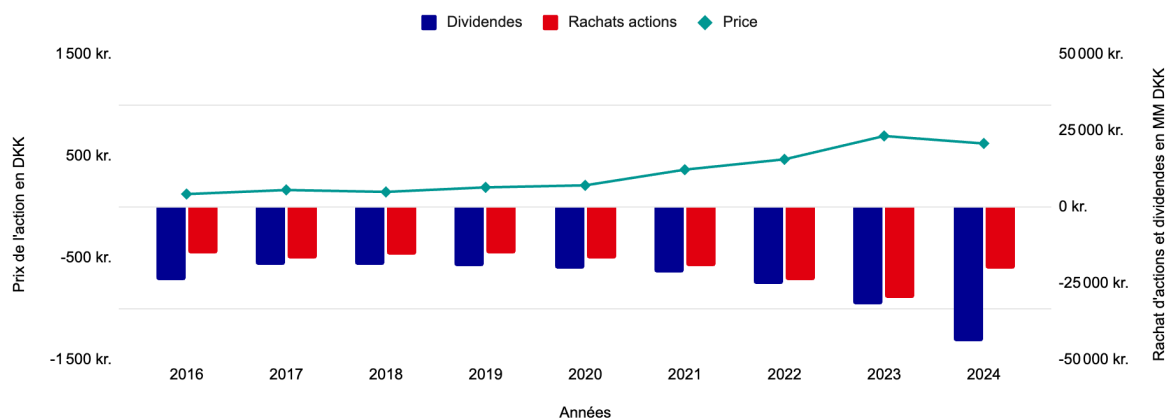
Sanofi

Rendement : 5 / 5

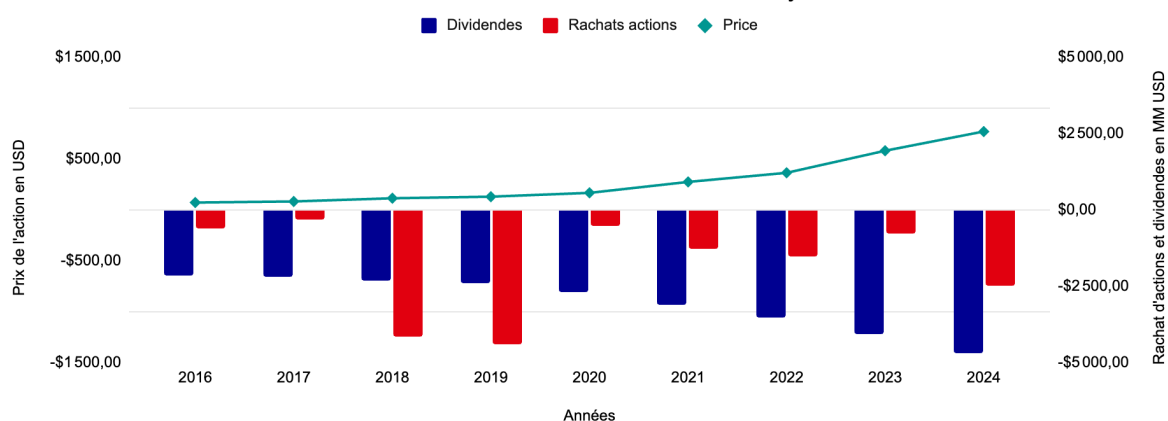


Redistribution aux actionnaires

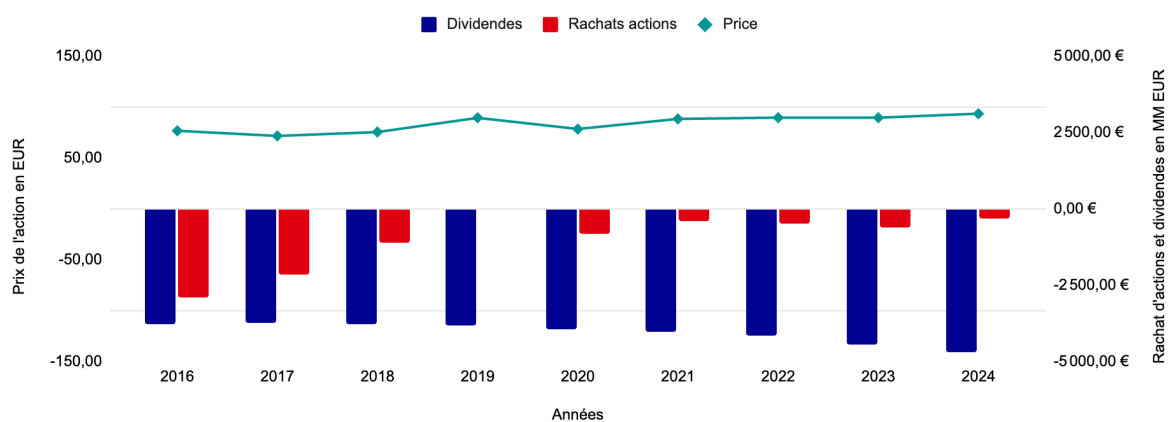
Redistribution à l'actionnaire - Novo Nordisk



Redistribution à l'actionnaire - Eli Lilly



Redistribution à l'actionnaire - Sanofi





Les trois entreprises distribuent régulièrement des dividendes et procèdent à des rachats d'actions, ces derniers étant particulièrement marqués chez Novo Nordisk et Eli Lilly. Un fait mérite attention : la réduction significative des rachats d'actions chez Novo Nordisk entre 2023 et 2024. Plusieurs facteurs peuvent l'expliquer — augmentation du dividende, priorité aux investissements industriels massifs — mais cette baisse me semble également révélatrice d'une gestion disciplinée du capital.

En effet, cette réduction intervient précisément au moment où l'action Novo Nordisk atteint ses plus hauts historiques. Or, racheter ses propres actions à des valorisations stratosphériques constitue une destruction de valeur actionnariale : l'entreprise paie au prix fort pour réduire le nombre d'actions en circulation. Je considère cette retenue comme un signal positif de rationalité managériale : plutôt que de céder à la pression des marchés exigeant des rachats mécaniques, Novo Nordisk privilégie une allocation de capital opportuniste, réservant ses liquidités pour des usages plus créateurs de valeur — investissements industriels, R&D, acquisitions ciblées, ou simplement patience pour racheter à meilleur prix lors de corrections futures.

Score redistribution à l'actionnaire		
Novo Nordisk	Eli Lilly	Sanofi
Dividendes et rachat actions : 5 / 5	Dividendes et rachat actions : 4 / 5	Dividendes et rachat actions : 3 / 5

Score MOAT quantitatif

Novo Nordisk	Eli Lilly	Sanofi
<ul style="list-style-type: none">• Score Revenus et Marges : 14 / 15• Score Actifs : 13 / 15• Score Passif : 17 / 20• Score Flux de trésorerie : 3 / 5• Score redistribution à l'actionnaire : 5 / 5	<ul style="list-style-type: none">• Score Revenus et Marges : 11 / 15• Score Actifs : 11 / 15• Score Passif : 13 / 20• Score Flux de trésorerie : 2 / 5• Score redistribution à l'actionnaire : 4 / 5	<ul style="list-style-type: none">• Score Revenus et Marges : 8 / 15• Score Actifs : 9 / 15• Score Passif : 7 / 20• Score Flux de trésorerie : 5 / 5• Score redistribution à l'actionnaire : 3 / 5
Total 52/60 soit 17,3/20	Total 41/60 soit 13,6/20	Total 32/60 soit 10,6/20



V. Valorisation

Comparaison historique et sectorielle

Comparaison à date du 31/12/2025, avec comme cotation : Novo Nordisk - 325.25 kr; Eli Lilly - 1079,75 USD; Sanofi 83,00 €.

		Actuel	AVG 2016-2024	Min 2016-2024	Max 2016-2024
Cash / action	Novo Nordisk	5,89 kr.	4,30 kr.	2,73 kr.	6,73 kr.
	Eli Lilly	\$3,83	\$4,60	\$2,61	\$7,64
	Sanofi	3,10 €	7,94 €	5,54 €	11,04 €
Asset Net / Action	Novo Nordisk	85,45 kr.	40,07 kr.	19,24 kr.	85,49 kr.
	Eli Lilly	\$55,89	\$37,35	\$27,19	\$55,38
	Sanofi	49,67 €	79,09 €	67,50 €	96,34 €
Net en % par action	Novo Nordisk	6,95%	4,00%	2,61%	5,87%
	Eli Lilly	1,09%	2,60%	-0,23%	6,76%
	Sanofi	2,75%	6,21%	2,44%	12,40%
Owner's earning en % par action	Novo Nordisk	0,38%	2,93%	0,20%	5,27%
	Eli Lilly	0,75%	2,63%	0,32%	6,93%
	Sanofi	3,43%	7,84%	4,46%	14,35%
Div en % par action	Novo Nordisk	3,04%	1,98%	1,01%	3,69%
	Eli Lilly	0,48%	1,62%	0,67%	2,76%
	Sanofi	2,33%	3,83%	3,40%	4,08%
P/E	Novo Nordisk	14,38	26,82	16,82	38,16
	Eli Lilly	91,34	-6,99	-433,34	100,04
	Sanofi	36,37	19,44	8,04	40,78



Au 31 décembre 2025, les positions de liquidités divergent fortement : le cash par action de **Novo Nordisk** frôle son maximum historique, tandis que **Eli Lilly** se situe sous sa moyenne 2016-2024 et que **Sanofi** enregistre son niveau le plus bas de la période.

Concernant l'actif net par action, **Novo Nordisk** avoisine également son sommet historique. **Eli Lilly** présente un paradoxe intéressant : son actif net par action dépasse son maximum historique, contrastant avec un cash par action en retrait. **Sanofi** reste sous son plancher 2016-2024.

Les ratios de valorisation placent **Novo Nordisk** en position favorable. Le bénéfice net par action (en % du cours) atteint ses plus hauts, tandis que le P/E touche ses niveaux les plus bas de la période — double signal d'attractivité relative. Le rendement des "owner's earnings" apparaît logiquement comprimé par les dépenses d'investissement colossales, mais le rendement du dividende se rapproche de son plus haut historique.

Pour **Eli Lilly** et **Sanofi**, les ratios se révèlent nettement moins attractifs. **Verdict : Novo Nordisk** remporte clairement la comparaison historique.

Méthodes de valorisation

Au 31/12/2025, les différentes méthodes de valorisation maison donne:

Méthode revenu opérationnel

	CAGR	Revenu opérationnel par action moyen 2016-2024	Revenu opérationnel par action Max 2016-2024	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
Novo Nordisk	14,46%	4,69%	6,89%	OAT 10 ans = 3,45%	Optimiste	1 168,84 kr.	-72,17%
Eli Lilly	26,03%	2,99%	3,88%	OAT 10 ans = 3,45%	Très optimiste	\$4 290,19	-74,83%
Sanofi	6,74%	8,61%	10,79%	OAT 10 ans = 3,45%	Réaliste	102,28 €	-18,85%



Méthode revenu net

	CAGR	Revenu net par action moyen 2016-2024	Revenu net par action Max 2016-2024	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
Novo Nordisk	13,02%	4,00%	5,87%	OAT 10 ans = 3,45%	Optimiste	1 029,80 kr.	-68,42%
Eli Lilly	18,42%	2,60%	6,76%	OAT 10 ans = 3,45%	Très optimiste	\$1 145,69	-5,76%
Sanofi	2,10%	6,21%	12,40%	OAT 10 ans = 3,45%	Conservateur	41,14 €	101,73%

Méthode Owner's Earning

	CAGR	Owner's earning par action moyen 2016-2024	Owner's earning par action Max 2016-2024	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
Novo Nordisk	-20,41%	2,93%	5,27%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Irréaliste	18,17 kr.	1689,85%
Eli Lilly	11,30%	2,63%	6,93%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Réaliste	\$439,40	145,73%
Sanofi	1,50%	7,84%	14,35%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Conservateur	30,53 €	171,89%



Méthode Free Cash Flow

	CAGR	Free Cash Flow par action moyen 2016-202	Free Cash Flow par action Max 2016-202	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
Novo Nordisk	7,54%	3,92%	6,39%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Réaliste	407,15 kr.	-20,11%
Eli Lilly	-0,18%	2,76%	5,11%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Irréaliste	\$210,21	413,65%
Sanofi	1,31%	6,61%	8,12%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Conservateur	44,61 €	86,07%

	Novo Nordisk	Eli Lilly	Sanofi
Moyenne	655,99 kr.	\$1 521,37	54,64 €
Décote	-50,42%	-29,03%	51,90%

En synthèse, et même en conservant quelques hypothèses volontairement pessimistes — notamment un déclin annuel de 20% des owner's earnings pour Novo Nordisk, scénario hautement improbable — l'entreprise danoise conserve la valorisation la plus attractive des trois concurrents analysés.

Insider trading

L'analyse des mouvements d'initiés (insider trading) s'avère délicate pour les entreprises non françaises, les bases de données publiques étant moins exhaustives que la BDIF française.

*Concernant **Novo Nordisk**, la version gratuite du site Insider Screener révèle quelques transactions en 2025 : en novembre, Stephan Engels (administrateur) et David Moore (Executive Vice President) ont procédé à des achats. Toutefois, aucun mouvement d'ampleur significative n'émerge — pas d'achats massifs du management suggérant une forte conviction d'opportunité.*

*Chez **Eli Lilly**, l'activité reste également limitée. Le 15 décembre 2025, plusieurs administrateurs ([Ralph Alvarez](#), [J. Erik Fyrwald](#), [Mary Lynne Hedley](#), [Juan Luciano](#)) ont acquis de modestes quantités d'actions à 1 062,19 USD. Ces transactions sont classées comme acquisitions hors marché,*



typiquement liées à des plans de réinvestissement de dividendes ou d'attribution de bonus — signal neutre plutôt que conviction d'achat opportuniste.

*Pour **Sanofi**, la BDIF (Base des Décisions et Informations Financières) ne signale aucune transaction notable sur la période analysée.*

Score MOAT Valorisation		
Novo Nordisk	Eli Lilly	Sanofi
Historique et compétition : 5/5	Historique et compétition : 3/5	Historique et compétition : 2/5
Initiés "insider trading" : N/A	Initiés "insider trading" : N/A	Initiés "insider trading" : N/A
Total = 5/5	Total = 3/5	Total = 2/5



VI. Risque

Novo Nordisk répertorie de nombreux risques aux pages 39 et 40 de son rapport annuel 2024. Ci-dessous figurent ceux qui me semblent les plus significatifs :

Risques stratégiques

(Risques externes, macroéconomiques, réglementaires et stratégiques)

1/ Réformes des systèmes de santé et pressions tarifaires

Les gouvernements adoptent des réformes pharmaceutiques complexifiant les cadres réglementaires et introduisant des pressions accrues sur les prix. Ces mesures peuvent réduire la rentabilité et limiter l'accès aux médicaments. Novo Nordisk s'engage activement auprès des décideurs politiques pour expliquer les conséquences potentielles de ces réformes sur l'innovation.

2/ Risques juridiques, brevets et conformité

Violation de législations, codes sectoriels ou politiques internes. Concurrents contestant des brevets critiques pour la protection des produits commerciaux et du pipeline.

3/ Risques commerciaux

Pressions concurrentielles, dynamiques de marché, crises géopolitiques, macroéconomiques ou sanitaires (pandémies) réduisant la capacité et la volonté des payeurs.

Risques opérationnels

(Risques internes, industriels et liés à l'exécution)

1/ Innovation et concurrence - Risque de concentration

Novo Nordisk fait face à un risque de concentration avec plusieurs marques dépendantes du sémaglutide comme principe actif. Pour rester compétitif à long terme, l'entreprise investit dans des opportunités de pipeline internes et externes et attire efficacement les talents pour continuer à fournir des traitements innovants.

2/ Pipeline R&D et essais cliniques

Découvertes inattendues lors d'activités cliniques, processus réglementaires ou erreurs d'évaluation du potentiel commercial pouvant entraîner retards ou échecs des produits en développement. [Par exemple, lorsque l'entreprise a publié des résultats décevants pour l'utilisation de sa molécule contre la maladie d'Alzheimer, le cours de bourse a perdu -9%.](#)



3/ Capacité de production et chaîne d'approvisionnement

Fluctuations de la demande, pénuries de ressources, instabilité géopolitique, litiges commerciaux et exigences de fabrication locale exercent des pressions sur les chaînes mondiales. L'expansion des capacités est complexe avec des délais longs.

L'entreprise est bien consciente de ces risques, et adopte une approche à double volet :

- *identifier et à atténuer à la fois les risques opérationnels qui menacent nos plans à court et moyen terme*
- *identifier et à atténuer les risques stratégiques qui pourraient réduire notre capacité à mettre en œuvre notre stratégie d'entreprise à long terme.*



VII. Conclusion

Note

Score finale		
Novo Nordisk	Eli Lilly	Sanofi
Score MOAT Quantitatif : 52/60 Score MOAT Valorisation : 5/5	Score MOAT Quantitatif : 41/60 Score MOAT Valorisation : 3/5	Score MOAT Quantitatif : 32/60 Score MOAT Valorisation : 2/5
Total 57/65 soit 17,5/20	Total 44/65 soit 13,5/20	Total 34/65 soit 10,4/20

Verdict

Novo Nordisk se distingue nettement d'Eli Lilly et Sanofi. Cette entreprise centenaire exceptionnelle doit néanmoins faire face à des défis majeurs qui nécessitent une vigilance particulière.

Avantage comparatif face à Eli Lilly : La différenciation s'opère principalement sur la gestion du passif — discipline de l'endettement et supériorité des retours sur capitaux (ROCE et ROIC). Toutefois, ces indicateurs méritent une surveillance attentive dans la durée. La dette de Novo Nordisk a progressé rapidement ces dernières années et devra impérativement rester maîtrisée. Par ailleurs, l'érosion continue des ratios ROCE et ROIC depuis 2016 ne peut s'expliquer uniquement par l'envolée de la valorisation post-2021 — ce déclin structurel pourrait traduire une dilution de l'efficacité du capital investi.

Perspectives long terme : Novo Nordisk et Eli Lilly bénéficient de tendances démographiques et épidémiologiques favorables — l'augmentation mondiale du diabète et de l'obésité, ainsi que l'émergence de classes moyennes dans les pays en développement, et donc un marché en expansion continue. Cependant, la spécialisation de Novo Nordisk constitue à la fois un atout (expertise concentrée, efficacité opérationnelle) et une vulnérabilité (risque de concentration). À l'inverse, la diversification d'Eli Lilly offre une résilience accrue face aux chocs sectoriels.

Verdict final :

- **Novo Nordisk :** Achat sous 327 DKK (décote de 50% par rapport à la moyenne des valorisations). J'ai procédé à plusieurs achats et je possède désormais 60 actions pour 366.16



DKK. Comme pour LVMH, j'ai acheté trop tôt par peur de rater l'opportunité... Une leçon que j'ai du mal à apprendre.

- **Eli Lilly** : À surveiller. Achat potentiel sous 760 USD (décote de 50%), conditionnée à une analyse approfondie du pipeline hors diabète/obésité
- **Sanofi** : Moins attractive que les deux leaders du GLP-1