

公司报告 > 杜邦德内穆尔公司

杜邦德内穆尔公司

DD: XNYS (美国)

查看库存摘要

晨星股票评级	公允价值	经济护城河	资本配置
★★★★	\$85.00	狭窄的	标准

尽管近期利润下降，杜邦仍处于长期利润增长的有利位置



赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 24 日

分享

股票分析师笔记



杜邦公司：2024 年初步指引导致利润下降，股价暴跌

赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 24 日

杜邦公布了 2023 年第四季度和全年初步业绩。年内，由于客户库存去库存影响销量并导致负运营杠杆，收入和运营 EBITDA 分别下降 7% 和 10%。该公司还宣布了 2024 年初步指引，这意味着由于库存去库存继续影响销量，上半年运营 EBITDA 将比 2023 年上半年下降 12%。

2023 年业绩和 2024 年初步指引均低于我们的预测。因此，我们下调了杜邦的近期前景。更新我们的模型后，我们将杜邦公允价值估计从每股 90 美元下调至 85 美元。我们的狭窄护城河评级保持不变。

截至撰写本文时，杜邦股价下跌 13%，因为市场对管理层的 2024 年指导做出负面反应，该指导意味着利润连续第二年下降。我们还认为市场正在对保护业务中的商誉减值费用做出反应。然而，我们认为该费用与陶氏与杜邦合并期间产生的商誉有关，而不是来自收购。因此，我们不认为减值是降低我们对水和保护业务长期前景的理由。

按照目前的价格，我们认为杜邦公司的股票被低估，该股的交易价格为四星级。我们认为电子业务的复苏是全年股市的催化剂。管理层在新闻稿中表示，半导体技术业务带来了连续的收入增长。这符合我们的长期观点，即杜邦应该受益于对其用于制造半导体和互连解决方案的产品的强劲需求。产生大部分利润的电子业务恢复增长应该会支撑该股。

经营策略及展望

杜邦德内穆尔是一家世界知名的特种化学品公司，拥有 200 多年的历史 and 不断发展的产品组合。在当前的迭代中，杜邦是一家特种化学品公司，成立于 2019 年，是由陶氏杜邦公司合并和随后的分拆而创建的。

自从陶氏杜邦分拆以来，杜邦于 2021 年初剥离了其营养和生物科学业务，并通过两笔交易剥离了约 80% 的移动和材料业务：一笔交易于 2022

年底完成，第二笔交易于 11 月初完成。因此，杜邦将拥有基于产品和终端市场的两个部门，其余的移动和材料业务位于企业部门和其他部门。

多年来，杜邦公司生产了一些值得注意的（且高利润的）产品。水和防护部门发明了凯夫拉尔等产品，在纺织品、安全设备和运输领域有着广泛的应用。Tyvek 广泛应用于建筑材料，也体现了杜邦产品开发的成功。该公司拥有良好的创新记录，我们认为，随着旧产品失宠，新产品将能够取代盈利。

电子和工业部门（约占 2022 年预计 EBITDA 的 55%，不包括资产剥离）销售电子材料，包括半导体组件和允许设备连接到 Wi-Fi 或 5G 网络的内容。该业务应该受益于半导体需求的长期增长和向更先进芯片的转变。它还应该看到设备互连性的提高带来的增长，这将需要智能手机、计算机、汽车和家用电器中更多的电子元件。

水和保护部门（45%）销售用于安全、建筑以及水管理和净化的产品。杜邦公司应该会受益于美国新屋开工量的增加以及不断增长的维修和改造需求。水务行业的需求应该会因水成本的上升而增长，这需要增加水回收技术以及水过滤的需求。

牛市说，熊市说

公牛队

杜邦公司的特种化学品业务位居世界前列，开发的产品包括 Kevlar 和 Tyvek，这些产品掌握着定价权并能产生可观的利润率。

由于半导体需求的增长以及 5G 和物联网技术连接性的增强，电子和工业业务处于有利的地位，可以增加利润。

杜邦随后的资产剥离为股东创造了价值，并为公司在有吸引力的终端市场中实现长期增长奠定了基础。

熊

成本通胀和潜在全球衰退导致的需求放缓将影响短期利润。

与同行相比，杜邦公司在研发方面的投资不足，这可能会限制其开发新产品以获取长期市场份额的能力。

杜邦公司与 PFAS 相关的负债最终将使该公司在诉讼和环境整治方面损失数十亿美元，从而降低股东价值。

财务实力

杜邦公司财务状况稳健。截至 9 月 30 日，我们计算出净债务/调整后 EBITDA 比率约为 2.3，略高于管理层约 2 倍的长期目标。杜邦公司以 17.5 亿美元收购 Spectrum，交易于 8 月完成。该公司还剥离了约 80% 的 Delrin 业务，获得 12.8 亿美元现金收益和 3.5 亿美元应收票据。因此，杜邦公司到 2023 年年底的杠杆率目标应约为或略高于管理层的长期杠杆率目标，我们认为这对公司来说是合理的。因此，我们认为杜邦应该能够保持其财务健康。

杜邦管理层的目标是 35%-45% 的股息支付率。我们预计杜邦将产生大量自由现金流，使该公司能够履行其所有财务义务，并用剩余现金流支持年度股息增长和股票回购。

经济护城河

我们根据杜邦公司的特种产品专利组合，授予其无形资产狭隘经济护城河评级。公司成功开发创新材料，创造了一批在市场上享有优质地位的专利产品。

例如，在水和防护业务中，专有产品 Kevlar 已成为军事和执法安全和防护的首选材料。同样，Nomex 因其耐热性能而成为消防员的首选材料。Tyvek 特卫强 是市场领先的家居包裹材料。对于这些产品和其他产品，杜邦为终端市场开发了多个版本，其中 Kevlar 和 Nomex 等产品用于消费和工业应用。即使产品的专利到期，该公司也会为该产品创建新的申请，以维持高价。尽管凯夫拉最初是一种用于安全和防护的材料，但该材料现在用于航空航天和汽车、消费品、光纤以及粘合剂、密封剂和涂料。

总而言之，我们认为杜邦已经证明了其不断生产新产品的能力。随着专利到期和竞争对手开发仿制药替代品，这使得利润率保持在较高水平。该公司的特种化学品产品组合需要更高的利润，具有更高的进入壁垒，并且拥有更紧密的客户关系。我们相信，杜邦公司至少在未来 10 年的盈利能力将超过其资本成本。

公允价值和利润驱动因素

根据我们的贴现现金流估值，我们的公允价值估计为每股 85 美元。我们杜邦的加权平均资本成本约为 8%。我们的第二阶段 EBI 增长率为 5%，这反映了杜邦公司通过开发新的优质产品和接触快速增长的终端市场而获得的定价能力。我们的估值还包括杜邦以 17.5 亿美元现金收购 Spectrum（于 8 月完成），以及以 12.8 亿美元现金收益和 3.5 亿美元应收票据剥离 Delrin 约 80% 的股份（于 11 月初完成）。

杜邦公布的 2023 年初步业绩显示，收入和营业 EBITDA 分别下降 7% 和 10%。这是由于经济放缓影响了杜邦电子和工业部门的销量，以及其在水和保护领域更具周期性的住房解决方案业务。

2024 年，我们预计杜邦公司的利润将较 2023 年略有下降。虽然我们预计电子业务将实现利润复苏，但我们预计水和保护业务的需求将在年内持续疲软，从而影响公司整体业绩。

从长远来看，我们预计在五年的明确预测期内，全公司销售额将以中个位数的平均年增长率增长。随着杜邦公司不断开发新产品，我们预计在中期环境下，全公司 EBITDA 利润率将从 20% 的中段扩大到 20% 的高段。

我们的基本案例假设杜邦总共支付 13.6 亿美元的 PFAS 相关诉讼和清理费用，这是与 Corteva 和科慕协议规定的最大责任。其中包括与覆盖美国大多数人口的多个美国水区的集体诉讼中获得的 11.85 亿美元和解金。我们假设杜邦公司在此次和解中所承担的 4 亿美元份额将于 2023 年支付。由于 PFAS 付款时间未知，我们假设我们的剩余责任承担将在随后的 17 年内支付，这与 20 年协议一致。

尽管我们预测整个行业的 PFAS 清理和诉讼费用将达到 400 亿美元，但我们假设历史悠久的杜邦公司（包括今天的杜邦、科迪华和科慕）面临总计 65 亿美元的 PFAS 相关成本，其中大部分费用来自以前历史悠久的杜邦化学品植物。根据与科慕的协议，我们假设杜邦和 Corteva 在未来 20 年内总共支付 20 亿美元。根据杜邦和 Corteva 的责任分担协议，两家公司将平均分摊 PFAS 相关成本的前 3 亿美元。对于超过 3 亿美元的所有费用，杜邦公司支付 71%，Corteva 支付 29%，这导致杜邦公司的诉讼总额约为 13.6 亿美元。

在杜邦公司因经济放缓而销量长期下降的下行情景中，我们预计收入增长平均为低个位数，而营业 EBITDA 利润率低于 2022 年实现的 25%。这种情景还假设经济放缓后复苏不温不火。最后，这种情况假设杜邦的 PFAS 相关负债飙升至 45 亿美元，因为科慕无法支付不断增加的负债并申请破产，导致 71% 的负债转移到杜邦。我们的公允价值估计将降至每股 60 美元。

价格与公允价值

[查看历史记录 >](#)

DD 的交易折扣为 22%。

一 公允价值

\$85.00

2024 年 1 月 24 日

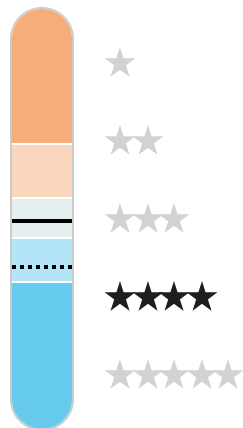
不确定

中等的

..... **价格**

66.15 美元

2024 年 1 月 24 日



一星级价格

114.75 美元

五星级价格

59.50 美元

经济护城河

狭窄的

资本配置

标准

条款 ①

风险和不确定性

我们对杜邦公司的晨星不确定性评级为中等。

杜邦公司在许多高度周期性的终端市场开展业务，包括汽车、住宅建筑和电子产品，这些市场的需求可能会长期放缓。此外，无法保证杜邦在研发新特种化学品方面的投资会取得成果。如果杜邦公司无法开发新产品来取代专利到期的配方，或者在专利到期时为其产品开发新用途，或者如果其新产品无法从最终用户那里产生同样的增量需求增长，那么它就具有能力收取费用其产品的溢价将会恶化。

杜邦以及前子公司科慕和 Corteva 面临着越来越多的 PFAS 相关环境清理义务和诉讼带来的 ESG 风险。接触 PFAS 化学品可能会对健康造成不利影响，美国环境保护局正在最终确定饮用水中 PFAS 含量的法规。新规定将刺激水质检测，并可能引发更多诉讼。

根据责任分担协议，这三家公司将分担高达 40 亿美元的 PFAS 负债，其中科慕支付 20 亿美元，杜邦和 Corteva 支付剩余的 20 亿美元。根据责任分担协议，我们预计杜邦将支付约 13.6 亿美元，而科迪华将支付剩余的 6.4 亿美元。科慕将赔偿杜邦和 Corteva 超过 40 亿美元的任何责任。

然而，科慕的债务水平有所上升。如果科慕无法付款，杜邦和 Corteva 可能承担所有费用。最终，只要存在水质测试或未决的 PFAS 相关诉讼，杜邦公司就仍然面临风险，所有这些都可能需要几十年的时间才能解决。

作为一家化学品公司，杜邦还面临与未来潜在新法规相关的 ESG 风险。这些措施可能包括产品禁令、排放上限或额外环境整治的风险。

资本配置

我们根据评估资产负债表、投资决策和股东分配的框架为杜邦分配标准资本配置评级。

我们认为杜邦的资产负债表是健全的。目前该公司的资产负债表强劲。假设没有进行重大收购，我们预计杜邦将保持强劲的财务状况。此外，杜邦的特种化学品产品组合使该公司能够每年产生相对稳定的收入。

我们认为管理层的投资是公平的。我们认为，管理层就出售其营养和生物科学产品组合以及将流动性和材料剥离给塞拉尼斯达成了良好的协议。此外，我们认为该公司普遍获得了公平的价格来剥离非核心业务和 Delrin 业务。此外，我们赞成管理层的投资策略，将投资组合定位为与电子和运输领域的长期趋势保持一致。这包括收购莱尔德高性能材料公司，我们认为该收购可以增值。Spectrum 交易将改善杜邦的医疗保健业务，我们认为 17.5 亿美元的收购价格对杜邦来说是公平的交易。我们认为此次收购是价值中立的。然而，我们认为杜邦的研发占销售额的比例相对较低，这是管理层长期对该业务投资不足的风险，这可能需要该公司进行更多收购，以保持其在终端市场的市场领先地位。

最后，我们认为分配是合适的。杜邦应该有足够的现金流来偿还债务并维持股息。目前的股息政策为净利润的35%-45%似乎比较合适。我们还支持管理层斥资超过 50 亿美元进行股票回购的计划。鉴于我们认为杜邦公司的股票目前被低估，我们认为股票回购可以为股东带来价值增值。

埃德·布林 (Ed Breen) 是首席执行官兼董事会执行主席。Breen 自 2015 年起担任杜邦公司首席执行官，领导了与陶氏化学公司的合并，形成了陶氏杜邦公司以及随后的分拆公司。从 2017 年到 2019 年中，布林还担任陶氏杜邦公司的首席执行官，当时该公司被拆分为杜邦公司、科迪华公司和陶氏化学公司。在领导杜邦公司之前，Breen 于 2002 年至 2012 年期间担任泰科国际公司首席执行官。

分享此报告



公司报告档案

[查看全部 >](#)

股票分析师笔记

杜邦公司：2024 年初步指引导致利润下降，股价暴跌



赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 24 日

公司报告

尽管近期利润下降，杜邦仍处于长期利润增长的有利位置



赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 24 日

股票分析师笔记

PFAS：杜邦、科迪华和科慕与俄亥俄州达成协议



赛斯·戈德斯坦 • 2023 年 11 月 29 日



© 版权所有 2024 Morningstar, Inc. 保留所有权利。道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数和晨星指数（市场晴雨表）报价均为实时。



美国