

2014

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af H. Lundbeck A/S

The logo for H. Lundbeck, featuring the word "Lundbeck" in a stylized, cursive script. The letter 'L' is large and prominent, with a horizontal line extending from its base. The rest of the word follows in a fluid, handwritten style.

Hovedopgave HD (R)

Afleveret 12. maj 2014

Vejleder: Jens O. Elling

Copenhagen Business School

Morten Norsbo – CPR.nr.: 050786-xxxx

Mia Gersly – CPR.nr.: 210491-xxxx

Antal anslag: 178.470 svarende til 78,45
normalsider

Indholdsfortegnelse

1. Introduktion og problemformulering	5
1.1 Problemformulering	5
1.1.1 Underspørgsmål	6
1.2 Afgrænsning.....	6
1.3 Metode og modelvalg.....	7
1.4 Kildekritik.....	11
1.5 Virksomhedspræsentation	12
1.5.1 Historik.....	12
1.5.2 Forretningsområder	12
1.5.3 Geografiske segmenter.....	16
1.6 Børskursudvikling de seneste 5 år	19
1.7 Udvikling af nye produkter	20
1.7.1 Patentudløb	20
2. Strategisk analyse	22
2.1 Omverdens analyse (PESTEL-analyse)	22
2.1.1 Politiske faktorer	22
2.1.2 Økonomiske faktorer	23
2.1.3 Sociokulturelle faktorer	24
2.1.4 Teknologiske faktorer	26
2.1.5 Miljømæssige faktorer.....	26
2.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer	27
2.2 Brancheanalyse (Porters Five Forces).....	28
2.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	28
2.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke.....	28
2.2.3 Truslen fra nye indtrængere.....	30
2.2.4 Truslen fra substituerende produkter	31
2.2.5 Konkurrenceintensitet	32
2.3 Analyse af produktportefølje – Boston Consulting Group model	33
2.3.1 Depression og angst	34
2.3.2 Alzheimers sygdom.....	36
2.3.3 Parkinsons sygdom	37

2.3.4 Huntingtons sygdom.....	37
2.3.5 Epilepsi.....	38
2.3.6 Andre lægemidler	39
2.3.7 Pipeline	39
2.3.8 Opsummering på Boston Consulting-modellen, PLC-kurven og Pipeline.....	41
2.4 Ansoff's vækstmatrix	42
2.4.1 Markedspenetrering.....	42
2.4.2 Produktudvikling.....	43
2.4.3 Markedsudvikling	43
2.4.4 Diversifikation.....	44
2.5 SWOT – Delkonklusion Strategisk analyse.....	44
3. Regnskabsanalyse.....	47
3.1 Årsregnskaber.....	47
3.1.1 Den uafhængige revisors erklæringer	47
3.1.2 Anvendt regnskabspraksis	47
3.2 Reformulering.....	48
3.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	48
3.2.2 Reformulering af balancen	49
3.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen	49
3.2.4 Reformulering af pengestrømsopgørelsen.....	51
3.3 Rentabilitetsanalyse	51
3.3.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)	52
3.3.2 Afkast på netto driftsaktiver (ROIC)	53
3.3.3 Overskudsgrad (OG)	54
3.3.4 Aktivers omsætningshastighed (AOH).....	55
3.3.5 Finansiell gearing (FGEAR).....	56
3.3.6 SPREAD	56
3.4 Trendanalyse	57
3.5 Risikoanalyse	58
3.5.1 Driftsmæssig risiko	59
3.5.2 Finansiell risiko	60
3.6 Delkonklusion regnskabsanalyse.....	60
4. Budgettering.....	62

4.1 Fastlæggelse af budgetperiode	62
4.1.1 Den eksplicite budgetperiode	62
4.2 Budgettering af salgsvæksten	63
4.3 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed og beregning af nettodriftsaktiver	66
4.4 Budgettering af core OG fra salg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat.....	66
4.5 Budgettering af den effektive skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat ...	67
4.6 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat	67
4.7 Budgettering af usædvanlige poster efter skat	68
4.8 Gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC	68
4.8.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen	68
4.8.2 Ejernes afkastkrav.....	69
4.8.2.1 Risikofri rente	69
4.8.2.2 Systematisk rente (beta)	70
4.8.2.3 Markedsrisikopræmie.....	73
4.8.2.4 Beregning af ejernes kapital afkast	73
4.8.3 Finansielle akivers afkast	74
4.8.4 Endelig beregning af kapitalomkostninger, WACC.....	74
5. Værdiansættelse.....	75
5.1 Cash Flow-modellen	75
5.2 Residualindkomstmodellen	76
5.3 Følsomhedsanalyse	77
5.4 Best- og worst-case scenarie	78
6. Konklusion	80
6.1 Perspektivering.....	82
7. Litteraturliste	85
7.1 Faglitteratur.....	85
7.2 Årsrapporter	85
7.3 Artikler mv.	85
8. Bilag	93
8.1 Bilag 1 – Ændring i regnskabspraksis.....	93
8.2 Bilag 2 – Reformulering af egenkapitalopgørelse	95
8.3 Bilag 3 – Reformulering af balancen.....	96
8.4 Bilag 4 – Reformulering af resultatopgørelse.....	97

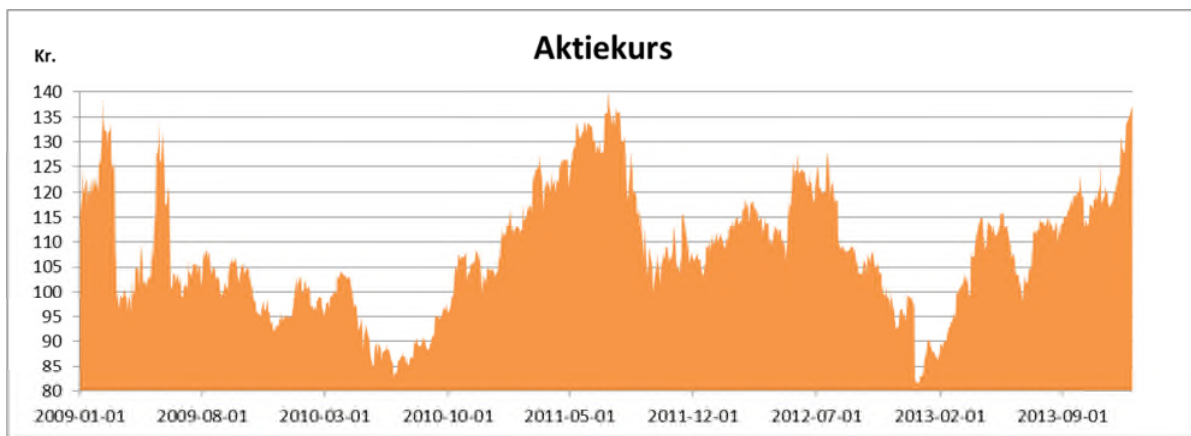
8.5 Bilag 5 – Reformulering af pengestrømsopgørelse	98
8.6 Bilag 6 – Den udvidede DuPont model	99
8.7 Bilag 7 – Overskudsgradens drivere	100
8.8 Bilag 8 – Beregning af beta-værdi	101
8.9 Bilag 9 – Beregning af nutidsværdier, FCF-modellen	103
8.10 Bilag 10 – Beregning af nutidsværdier, RI-modellen	104
8.11 Bilag 11 – Følsomhedsanalyse OG-vækst alle perioder og beta	105

1. Introduktion og problemformulering

H. Lundbeck A/S (herefter Lundbeck) er en global medicinal virksomhed, med hovedsæde i Danmark, som beskæftiger sig med forskning, udvikling, markedsføring samt salg af lægemidler til behandling af psykiske og neurologiske sygdomme¹.

Lundbeck blev introduceret på børsen i København i 1999.² Af nedenstående figur kan det ses, at kursen på Lundbeck aktien i perioden fra 2009 til 2013 har været svingende fra en aktiekurs på 81,65 til 139,7. Det er interessant at undersøge, hvad der ligger til grund for disse udsving, samt om der er et investeringspotentiale i virksomheden for investorer.

Derfor har vi i denne opgave valgt, på baggrund af kendskab til virksomheden, en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, at udarbejde en værdiansættelse af Lundbeck, for derved at vurdere investeringspotentialet i virksomheden.



Figur 1 - Lundbecks aktiekurs de seneste 5 år³

1.1 Problemformulering

Denne opgave har til formål at udarbejde en fundamental analyse samt værdiansættelse af Lundbeck, og på baggrund af denne, vurdere Lundbeck som investeringsobjekt, og herunder konkludere på om Lundbeck aktien er korrekt prisfastsat i forhold til børskursen. Vi har for denne opgave valgt følgende overordnede problemformulering:

Den teoretiske markedsværdi af Lundbeck beregnes og sammenholdes med den faktiske børskurs pr. 31.12.2013 på 137⁴, som basis for en vurdering af aktiens investeringspotentiale.

¹ <http://www.lundbeck.com/dk/om-lundbeck/kort-om-lundbeck>

² <http://www.lundbeck.com/global/about-us/facts-and-background>

³ Egen tilvirkning, ud fra tal fra <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/h-lundbeck-a-s/204900/historik>

⁴ <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/h-lundbeck-a-s/204900/historik>

1.1.1 Underspørgsmål

Den overordnede problemformulering, er opdelt i 4 undergrupper med delspørgsmål, for at gøre besvarelsen mere overskuelig for læseren:

1) Strategisk analyse

Den strategiske analyses formål, er at vurdere Lundbecks fremtidige indtjeningsmuligheder.

- Der foretages en analyse af makroøkonomiske forhold der har/kan have indvirkning på Lundbecks udvikling og økonomi
- Det analyseres hvorledes den konkurrencemæssige situation er på det marked Lundbeck befinder sig på

2) Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål, at give indblik i Lundbecks økonomiske udvikling.

- Der foretages en nøgletalsanalyse til brug for vurdering af Lundbecks rentabilitet
- De driftsmæssige og finansielle risici analyseres med henblik på vurdering af om der er foretaget nødvendig sikring mod disse risici

3) Budgettering

Budgettet udarbejdes på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

- På baggrund af de foretagne analyser opstilles budgetforudsætninger og budgetter udarbejdes
- De gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger (WACC) estimeres

4) Værdiansættelse

Værdiansættelsen bliver udarbejdet på baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen og budgetteringen.

- Under hensyntagen til de foretagne analyser beregnes aktiekursen for Lundbeck
- Den beregnede aktiekurs sammenholdes med den faktiske aktiekurs pr. 31.12.2013

1.2 Afgrænsning

I forbindelse med udarbejdelse af problemformuleringen og besvarelsen heraf, har vi været nødt til at afgrænse os, således vi får behandlet de områder vi vurderer som mest relevante og interessante for opgaven.

Vores afgrænsninger er som følgende:

- Opgaven tager udgangspunkt i værdiansættelse af H. Lundbeck A/S på baggrund af koncernregnskaberne inklusive helejede datterselskaber. Der foretages ikke en nærmere gennemgang af individuelle regnskaber for moder-, datterselskaber eller Lundbeckfonden.
- Opgaven vil tage udgangspunkt i data, som har været tilgængelig for investorer frem til 31. december 2013. Herudover vil opgaven, for at kunne beregne den teoretiske markedsværdi, tage udgangspunkt i Lundbecks årsrapport for 2013, selvom denne først er offentliggjort 6. februar 2014. Det vurderes, at Lundbecks finansielle performance i 2013 til dels har været kendt gennem børsmeddelelser og kvartalsrapporteringer for 2013.
- Analysen vil, udover lærerbøger og viden opbygget gennem HD-studiet, primært blive udarbejdet på baggrund af sekundære datakilder, herunder årsrapporter, artikler, børsmeddelelser og eksterne analyser. Vi afgrænser os derfor fra at anvende primære datakilder, såsom interviews, undersøgelser mv.
- Regnskabsanalysen er begrænset til at gå 5 år tilbage, da det vurderes at, ældre regnskabsdata ikke vil kunne anvendes til at give bedre indikationer på fremtiden.
- Vi afgrænser os fra at analysere den anvendte regnskabspraksis. Dog vurderes den anvendte regnskabspraksis i forhold til, at bidrage til et brugbart grundlag for regnskabsanalysen. Herunder vil vi kommentere og justere på ændringer i regnskabspraksis i forbindelse med reformuleringen, jf. afsnit 3.1.2.
- Der afgrænses fra en vurdering af, hvorvidt udviklingsomkostninger helt eller delvist burde aktiveres. Dette skyldes, at en aktivering af udviklingsomkostninger blot er en periodisering af de afholdte omkostninger over en valgt årrække, og derfor ikke ændrer cash flowet for selskabet.
- Der afgrænses fra at tage stilling til valutakursudsving i budgetteringsperioden.
- Der afgrænses fra at budgettere på nye produkter, hvor vi ikke har haft mulighed for at underbygge en forventet omsætningsudvikling.
- Der vil ikke blive udført eller inddraget primære kvalitative undersøgelser i opgaven.

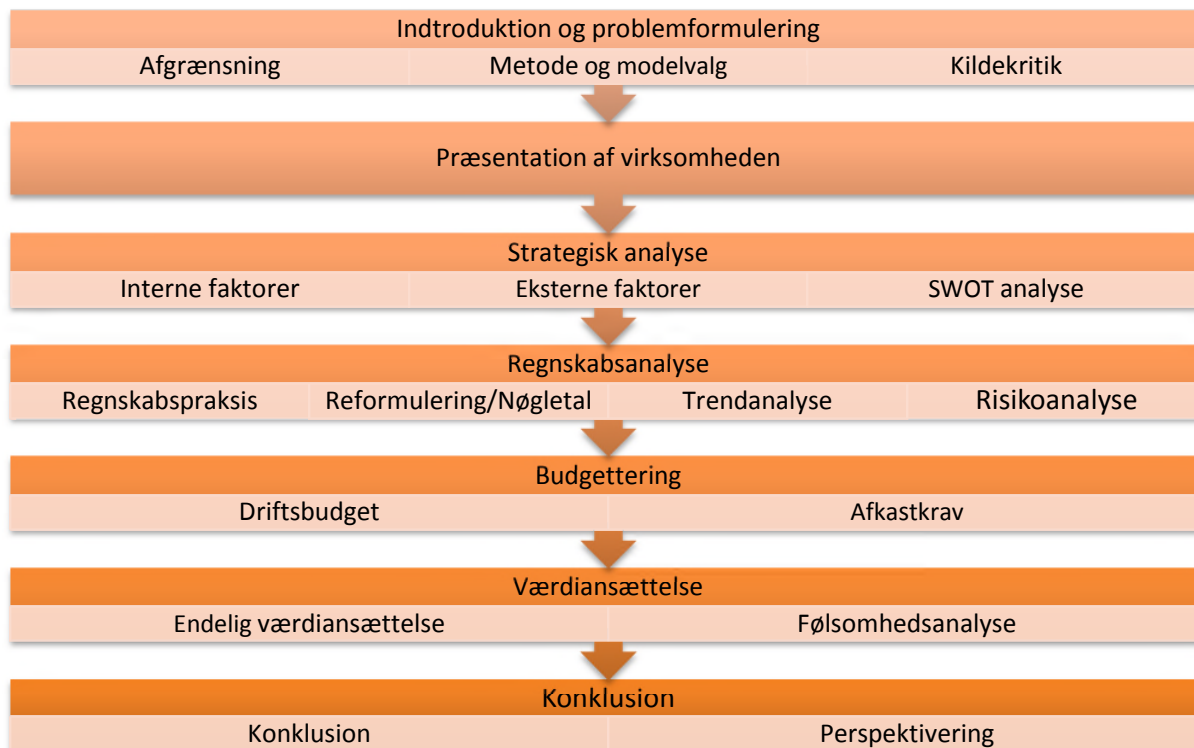
Udover ovenstående afgrænsninger vil der løbende blive foretaget afgrænsninger i forhold til de anvendte modeller i forbindelse med opstilling af forudsætningerne for anvendelsen af den pågældende model.

1.3 Metode og modelvalg

Overordnet metode

Delspørgsmålene i vores problemformulering besvares løbende gennem opgavens kapitler, og vil til sidst blive samlet i en konklusion. Opgaven er udarbejdet på baggrund af sekundært data. Der er den forbindelse anvendt kvalitative data i form af artikler, rapporter mv. og kvantitative data i form af årsrapporter og statistik- og databanker.

Opgavens struktur vil være som følger:



Figur 2 - Opgavens struktur⁵

Indroduktion og problemformulering

Første del opgaven består af indledende kapitler, hvor læseren introduceres for opgaven, problemformulering, afgrænsning, metode, modelvalg og kildekritik.

Præsentation af virksomheden

Indledningsvis vil vi give en præsentation af virksomheden Lundbeck, herunder historie, udvikling i aktiekursen samt Lundbecks produkter/fokus områder. Dette gøres for at opnå et grundlæggende kendskab til virksomheden.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse er det første skridt i den fundamentale værdiansættelsesproces af Lundbeck. Den strategiske analyse har til formål at identificere de ikke-finansielle værdidrivere, såvel internt i Lundbeck, som i Lundbecks omverden, der har væsentlig betydning for værdiskabelsen, og analysere deres konsekvenser for de finansielle værdidrivere.⁶

⁵ Egen tilvirkning

⁶ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 17

Analysen af de eksterne faktorer, vil blive udarbejdet med udgangspunkt i PESTEL⁷ og Porters Five Forces⁸. PESTEL modellen gør det muligt at vurdere, hvilken indflydelse de identificerede makrofaktorer har på branchen og Lundbeck. PESTEL har dog en begrænsning i, at den tager udgangspunkt i fortiden. Dog kan man argumentere for, at analysen kan bruges til at forecaste fremtiden, hvis det antages, at fremtiden bedst kan forklares ved at se på, hvad der er sket i fortiden. Endvidere bidrager modellen ikke til hvordan man kan håndtere de identificerede forhold, men den kan med fordel anvendes til at vurdere og analysere hvilke forhold man bør tage højde for.⁹

Porter's Five Forces modellen anvendes til analysen af de konkurrencemæssige forhold i medicinalbranchen. Analysen afsluttes med en vurdering af konkurrenceintensiteten og industriens attraktivitet, som kan hjælpe med at identificere trusler og muligheder i branchen for Lundbeck. Porters Five Forces bliver ofte beskyldt for at være en statisk model, som eksisterer i et miljø, der er under konstant udvikling. Modellen kan dog også bruges til at analysere, hvorledes forholdet mellem virksomheden og kunder/konkurrenter/leverandører/substituerende produkter forventes at udvikle sig over tid. Ligesom PESTEL lægger Porters Five Forces op til en diskussion om, hvilke forhold man bør tage højde for i fremtiden.¹⁰

Analysen af de interne faktorer, vil blive udarbejdet med udgangspunkt i Boston Consulting Group modellen. Boston-modellen vil dog alene blive anvendt for at sandsynliggøre Lundbecks produkters placering i PLC-kurven, da det ikke er muligt at indsamle oplysninger omkring markedsandele og -vækst, der skal bruges for at indplacere produkterne i Boston-modellen. PLC kritiseres for, at det kan være svært at estimere længden af produktets levetid. Ligeledes kan det være svært at placere produkter korrekt i PLC kurven, da det er svært at spå om den fremtidige udvikling på baggrund af nuværende og tidligere salgstal. Indeværende og tidligere års salgstal siger kun lidt omkring næste års udvikling i salget. Det antages i modellen, at produkterne ikke springer faser over eller bevæger sig tilbage til tidligere faser. I den virkelige verden er tingene dog ikke så simple og systematiske, da produkters PLC-kurver ofte er forskellige fra hinanden, og ikke alle produkter følger samme forløb..¹¹

I forlængelse af Boston-modellen vil vi også analysere og vurdere Lundbecks pipeline.

Ved hjælp af Ansoffs vækstmatrix, vil vi analysere Lundbecks vækststrategier. En virksomheds rentabilitet er nemlig ikke alene påvirket af industristrukturen, men også af de strategiske valg, som virksomheden foretager inden for branchen. Ved Ansoffs vækstmatrix vil vi kigge på, hvilket potentiale Lundbeck har for at skabe vækst, både for eksisterende og kommende produkter. Ansoffs vækstmatrice kan kritiseres for ikke at give nogen nyttelig information om, hvorledes en ny strategi implementeres i praksis, uden at gå på kompromis med sin originale strategi. Modellen kritiseres også for at have et forældet udgangspunkt i produktionsvirksomheder, der ikke tager højde for virksomheders øgede fokus på brand og services.¹² Vi har ved vores gennemgang taget udgangspunkt i Lundbecks tidligere strategier, hvorfor der ikke på samme måde er problemer med anvendelse af modellen i praksis.

⁷ PESTEL modellen analyser på følgende: Politiske, Økonomiske, Socio-kulturelle, Teknologiske, Miljø og Lovgivningsmæssige faktorer.

⁸ Porters Five Forces modellen analyser på følgende: Leverandørernes og kunders forhandlingsstyrke, truslen fra nye indtrængere og substituerende produkter samt konkurrenceintensiteten.

⁹ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/pest-analyse.html>

¹⁰ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-five-forces.html>

¹¹ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/plc-kurven.html>

¹² http://pure.au.dk/portal/files/10539/bachelor_opgave_opgavetekst.pdf

Som redskab for at konkludere på den strategiske analyse er SWOT analysen anvendt. SWOT-analysen opsummerer de identificerede styrker, svagheder, muligheder og trusler, som er fundet via ovennævnte strategiske analyser. SWOT analysen bliver kritiseret for at være en forenkling af problemstillingerne, forældet og utilstrækkelig som analysemodel. SWOT er dog en god måde at opsummere og kommentere på resultaterne fra såvel de interne og eksterne analyser, da den skaber overblik og fokusere på de mest relevante punkter¹³, hvorfor det er valgt at anvende denne model til at opsummere de foretagne strategiske analyser.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen består af en vurdering af den anvendte regnskabspraksis for aflagte årsrapporter, reformulering, en rentabilitetsanalyse og en risikoanalyse. Vurderingen af den anvendte regnskabspraksis, er for at sikre at det grundlag, som regnskabsanalysen baserer sig på er brugbart.

Regnskabsanalysen vil basere sig på de 5 foregående regnskabsår på baggrund af de reviderede årsrapporter, hvilket giver mulighed for at anvendes gennemsnitstal til at analysere udviklingen i 4 regnskabsår. Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i "den udvidede DuPont model". Modellen viser sammenhængen mellem nøgletallene i rentabilitetsanalysen, og kan således anvendes til at identificere de væsentligste drivere for udviklingen i virksomhedens rentabilitet.

Lundbeck aflægger årsrapport efter de internationale standarder, IFRS, som ikke kan anvendes direkte i DuPont-analysen. Der er derfor behov for at reformulere resultatopgørelsen, balancen samt egenkapitals opgørelsen for at få den nødvendige struktur til brug for analysen.

Risikoanalysen foretages på Lundbecks væsentligste risici inden for områderne finansielle risici og driftsmæssige risici.

Budgettering

Budgetteringen bliver foretaget ud fra analysen af de finansielle værdidrivere, såvel som de ikke-finansielle værdidrivere. Lundbecks historiske resultat sammenholdes med oplysninger fra den strategiske analyse for derved at lave et estimat over, hvordan fremtiden kan forventes at blive.

Der vil i forbindelse hermed blive udarbejdet et driftsbudget samt et cash flow budget for selskabet.

Ejernes afkastkrav og WACC'en beregnes ud fra CAPM-modellen.

Værdiansættelse

Til værdiansættelse af Lundbeck har vi valgt at tage udgangspunkt i de absolutte beregningsmodeller, som specificerer den fundamentale værdi ved at tilbagediskontere det forventede fremtidige afkast med en passende diskonteringsfaktor.¹⁴

De absolutte beregningsmodeller, kan opdeles i hhv. direkte og indirekte modeller. De direkte modeller benyttes til værdiansættelse af egenkapitalen, hvor man tilbagediskonterer de fremtidige afkast med aktio-

¹³ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/swot-analyse.html>

¹⁴ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 17

nærernes afkastkrav, mens de indirekte benyttes til værdiansættelse af virksomheden, og tilbagediskonterer de fremtidige afkast med de gennemsnitlige kapitalomkostninger (r_{wacc}).

I den absolutte beregningsmodeller findes der 3 direkte og indirekte værdiansættelsesmodeller; dividende modellen, Cash-Flow modellen (FCFF) og residualindkomstmodellen (RI). De indirekte modeller til værdiansættelse dækker over Cash-Flow modellen og Residualindkomstmodellen, som er dem vi vil tage udgangspunkt i. I opgaven vil vi ikke benytte dividende modellen til beregning af markedsværdien, da det er vanskeligt at forudsige fremtidige nettodividender. Samtidig vurderes dividenden ikke at være en rimelig opgørelse af indtjeningsniveauet for Lundbeck, hvorfor modellen vil have begrænset anvendelighed.

FCFF-modellen måler virksomheden på det forventede frie cash flow fordelt på budget og terminalperioden med fradrag for de netto finansielle forpligtelser/tillæg af de nettofinansielle aktiver.

RI-modellen tager i stedet udgangspunkt i den del af driftsoverskuddet, som overstiger den forventede indkomst. Hertil tillægges værdien af nettodriftsaktiver.

Terminalværdien vil blive estimeret i forbindelse med budgetteringsafsnittet.

Der vil for den fundne markedsværdi for Lundbeck blive foretaget en følsomhedsanalyse ud fra de variabler i værdiansættelsen, der vurderes at være størst usikkerheder ved. Endvidere vil vi kigge på best/worst case scenarie i forhold til basisscenariet.

Værdiansættelsen vil lede over til opgavens endelige konklusion, hvor den fundne værdi af Lundbeck vurderes og det konkluderes om aktien har investeringspotentiale.

Konklusion

I konklusionen vil vi lave den endelige besvarelse og opsummering af fundamentalanalysen, budgetteringen og værdiansættelsen og på baggrund heraf konkludere på Lundbeck aktiens investeringspotentiale, og vurdering af børskursen pr. 31. december 2013.

1.4 Kildekritik

Opgaven vil primært blive udarbejdet på baggrund af de tilgængelige data, som en ekstern investor har adgang til. Det offentlige tilgængelige data vil primært bestå af kvantitative og kvalitative data, som vil være sekundære. Dette vil bl.a. være interne data udarbejdet af Lundbeck selv, samt ekstern data i form af artikler, vurderinger og undersøgelser fra tredjepart.

Interne data udarbejdet af Lundbeck er primært årsrapporter, herunder ledelsesberetningen. Årsrapporterne er revideret af Deloitte uden forbehold og supplerende oplysninger, hvilket betyder, at der er taget stilling til om årsrapporten giver et retvisende billede. Ledelsesberetningen kan være præget af, at Lundbeck søger at fremstille dem selv så positivt som muligt, da der her er tale om ledelsens subjektive skøn og holdninger. Vi vil derfor forholde os mere kritisk over for ledelsesberetningen end årsregnskabet, som er revideret.

Artikler og lignende vil ligeledes blive behandlet kritisk, da de ligesom ved Lundbecks egne data, kan være præget af subjektive holdninger fra journalisten. De statistiske undersøgelser, som er anvendt i forbindelse

med den strategiske analyse, er udarbejdet af Danmarks Statistik og Eurostat, hvoraf ingen vurderes at have egeninteresse udover videreformidling af data.

Der er i opgaven anvendt internetkilder, såsom hjemmesider anvendt til reklame for medicinalprodukter overfor slutbrugere og Wikipedia. Internetbaserede kilder er som udgangspunkt vurderet i forhold til validitet før anvendelse i opgaven.

Der er anvendt enkelte tidligere HD-opgaver, som inspiration til opgavestruktur og informationssamling.

1.5 Virksomhedspræsentation

1.5.1 Historik¹⁵

Lundbeck blev grundlagt som et agentur i 1915 i København stiftet af Hans Lundbeck. Starten på virksomheden bestod af forhandling af en række forskellige produkter, dog ikke medicinalprodukter som er virksomhedens kendetegn i dag, disse kom først i sortimentet ca. 10 år senere.

Ved opstarten var Lundbeck en handelsvirksomhed, men fra 1930'erne etablerede man egen produktion af medicinalprodukter, hvilket stadig er gældende i dag. Selskabet har fra 1943 arbejdet med psykofarmaka området, hvilket på daværende tidspunkt var en niche for Lundbeck. Fokus på dette området skyldtes direktør Poul Viggo Petersen, som overtog efter Hans Lundbecks død.

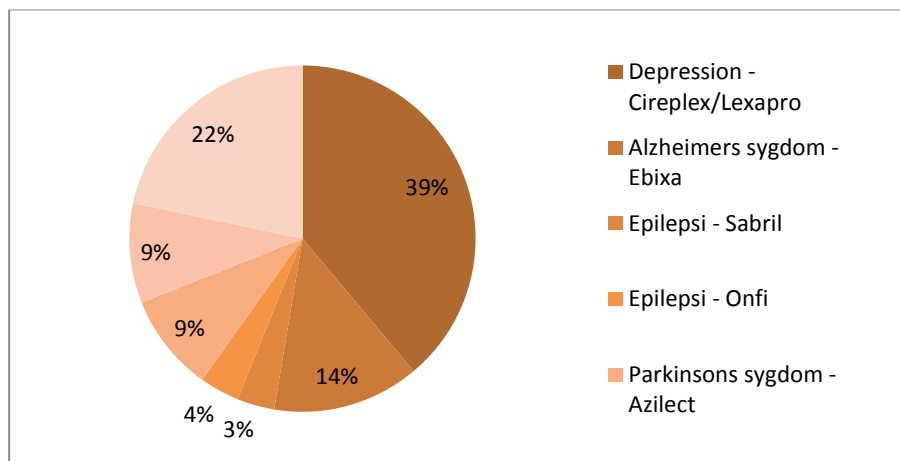
Sidst i 1970'erne blev det besluttet at udfase alle øvrige produkter end medicinalprodukter, hvilket i 1980'erne blev fulgt op af en yderligere specificering af virksomhedens strategi, således at der nu kun skulle være fokus på udvikling, produktion og distribution af lægemidler til behandling af sygdomme i hjernen.

Fra 00'erne har Lundbeck haft en væsentlig fokus på, gennem både forskning og opkøb, at sikre sig yderligere adgang til det amerikanske marked. Derudover har et fokus i de seneste år været at udvikle produkter inden for nye områder, hvor der tidligere har været begrænsede eller ingen behandlingstilbud.

1.5.2 Forretningsområder

Lundbeck operer på markedet for medicinalprodukter, nærmere bestemt psykofarmaka, der har været et fokusområde for virksomheden siden 1940'erne. Ser man på hvilke områder, hvor Lundbeck i dag er aktive, ses det, at der er tale om produkter, der behandler en række psykiske lidelser.

¹⁵ <http://www.lundbeck.com/dk/om-lundbeck/kort-om-lundbeck/lundbecks-historie>



Figur 3 - Omsætning fordelt på forretningsområder¹⁶

Depression

Et meget centralt forretningsområde for Lundbeck er midler til behandling af depression. Depression kan som lidelse ramme alle, og Lundbeck anslår selv at mere end 40 mio. mennesker i den vestlige verden lider af depression¹⁷.

Til behandling af depression har Lundbeck i en årrække tilbudt produktet Lexapro/Ciraplex¹⁸. Dette produkt er i 2012 gået af patent i USA, og vil i 2014 gå af patent i Europa. Som det ses af figur 3, er der tale om et produkt der har været meget vigtigt for Lundbeck, hvorfor der også på nuværende tidspunkt er fokus på udvikling af opfølgende produkter. Ciraplex/Lexapro virker ved at øge mængden af signalstoffet serotonin, der har indflydelse på impulsoverførslen i hjernen, om end den præcise sammenhæng mellem stoffet og depression ikke er kendt¹⁹.

I forhold til produkter under udvikling hos Lundbeck, der behandler de samme sygdomme som Lexapro/Ciraplex kan nævnes Brintellix, Tedatioxetin og Brexpiprazol, hvor analytikere især forventer meget af sidstnævnte²⁰. Forventningen til Brexpiprazol er at den vil virke anderledes end Ciraplex/Lexapro, især i forhold til kombinationsbehandling og behandling af svær depression.

Alzheimers sygdom

Behandling af Alzheimers sygdom er også et væsentligt område for Lundbeck. Sygdommen er ikke så almindelig som depression, med 7,5 mio. anslåede patienter i den vestlige verden. Der er tale om en sygdom,

¹⁶ Egen tilvirkning med udgangspunkt i segment information Lundbeck årsrapport 2013 note 2 s. 36

¹⁷ Lundbeck årsrapport 2012 s. 26

¹⁸ Ciraplex og Lexapro er det samme produkt. Lexapro navnet anvendes på det amerikanske marked, mens Ciraplex navnet anvendes på øvrige markeder.

¹⁹ <http://www.netdoktor.dk/interactive/medicin/Ciraplex-id2978.html>

²⁰ <http://m.business.dk/?article=27973290-Lundbeck-har-overset-mulighed-i-pipelinen>

der oftest ses hos personer over 65 år, hvorfor 7,5 mio. patienter stadig er en meget stor andel. Samtidig forventer Lundbeck selv en vækst på antallet af personer i behandling på 3,3 % om året.²¹

Lundbecks tilbud til alzheimers patienter er produktet Ebixa, der anvendes til at behandle symptomer ved Alzheimers sygdom²². Lundbeck har i pipelinen et produkt (LU AE58054) til behandling af Alzheimers sygdom, der har vist sig at kunne forbedre hjernefunktionen hos Alzheimers patienter i kombination med anden medicinering²³. Om end der stadig ikke er tale om en helbredelse vil medicinering, der kan forbedre funktionsevnen hos Alzheimers patienter, kunne forbedre livskvaliteten betragteligt hos disse og deres pårørende.

Epilepsi

Over de seneste år er epilepsi kommet til som særskilt produktgruppe hos Lundbeck. Produkterne Sabril og Onfi er kommet ind på det amerikanske marked, hvor der findes omkring 3 mio. epilepsipatienter²⁴. Medicinen fra Lundbeck er ikke i stand til at kurere epilepsi, men der er tale om medicin der kan forebygge epilepsianfald.²⁵

Lundbecks pipeline på dette område omfatter produktet I.V. Carbamazepine, der kan gives som injektion til patienter, der er ude af stand til at tage medicinen oralt²⁶. Der er derfor ikke tale om produkter der indeholder nye behandlingsformer eller forbedret symptombehandling i forhold til de eksisterende, men alene et produkt der sikrer medicinering af en gruppe, der pt. ikke kan behandles.

Parkinsons sygdom

Lundbeck tilbyder medicin, der kan lindre de fysiske symptomer på Parkinsons sygdom²⁷ i form af Azilect. Parkinsons sygdom anslås at have ramt 3,2 mio. personer i den vestlige verden²⁸. Der er ingen helbredelse for lidelsen, men behandling består i stedet af symptombehandling. Den eksisterende medicinering kan have perioder, hvor den er mindre virksom, og det vil være i sådanne situationer, at midlet Azilect kan have en positiv effekt ved at nedbringe disse perioder²⁹.

Lundbeck får 9 % af sin omsætning fra salg af Azilect, hvorfor det må betegnes som et væsentligt produktområde. Ser man på Lundbecks pipeline af mid- to late-stage udvikling, har de på nuværende tidspunkt ikke et nyt produkt, der vil klar til at tage over når Azilect går af patent i 2015³⁰.

²¹ Lundbeck årsrapport 2012 s. 25

²² <http://min.medicin.dk/Medicin/Praeparater/2982>

²³ Lundbeck årsrapport 2012 s. 25

²⁴ Lundbeck årsrapport 2012 s. 30

²⁵ <http://sabil.net/> & http://www.onfi.com/learn_about_onfi/

²⁶ <http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm> - Compound I.V. Carbamazepine klik "Show details"

²⁷ <http://www.azilect.com/FAQ>

²⁸ Lundbeck årsrapport 2012 s. 30

²⁹ <http://www.azilect.com/FAQ>

³⁰ <http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

Huntingtons sygdom

Huntingtons sygdom er en sjælden arvelig sygdom, hvor hjernen nedbrydes. Der findes ingen helbredelse, men det er muligt at behandle symptomer, der omfatter ukontrollerede bevægelser og psykiske problemer. Det anslås at 20.000 personer lider af sygdommen i USA, hvor langt størstedelen af Lundbecks omsætning på området, i form af produktet Xenazin, stammer fra³¹. Midlet Xenazin udgør 9 % af Lundbeck samlede omsætning, men der er for øjeblikket ingen produkter i pipelinen, der kan tage over når dette produkt går af patent i 2015³².

Andre lægemidler

Foruden de mere etablerede produkter, har Lundbeck en række lægemidler der endnu ikke har opnået samme markedsandele. Disse andre lægemidler omfatter både produkter, der behandler nogle af de samme sygdomme som Lundbecks øvrige produkter og produkter, der behandler nye lidelser. Eksempelvis består andre lægemidler af medikamenter til behandling af psykose og skizofreni, hvilket er et overlap med Lundbecks øvrige produkter.

Af produkter til behandling af nye lidelser kan nævnes Selincro, der anvendes til behandling af alkoholafhængighed, ved at muliggøre en nedtrapning af forbruget uden abstinenser³³. Derudover har man introduceret midlet Treanda, der er en behandling af leukæmi og lymfekræft, hvorfor der er tale om et produkt, der ligger lidt uden for Lundbecks almindelige fokusområde.

Endelig har man høje forventninger til produktet Desmoteplase, der er en behandlingsmulighed for slagtilfælde, der ligger inden for Lundbeck fokus på sygdomme i hjernen, men samtidig afviger fra mange af de nuværende produkter, idet der ikke er tale om en sindslidelse.

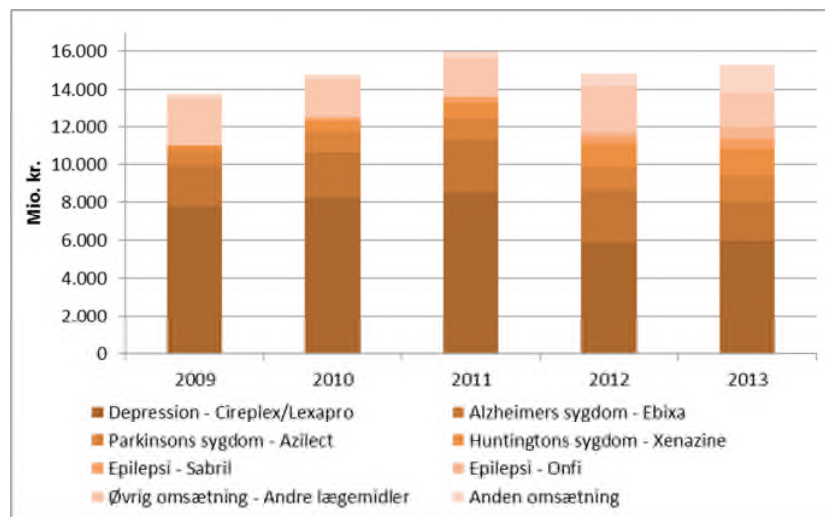
Forretningsområder overordnet

Lundbecks omsætning breder sig over mange områder af psykofarmaka. Foruden deres eksisterende produkter, arbejdes der med udvikling af produkter til behandling af sygdomme hvor Lundbeck ikke tidligere har tilbudt behandlingsmuligheder. Det er dog stadig især Lexapro/Ciraplex, der bidrager med en stor del af Lundbecks omsætning.

³¹ Lundbeck årsrapport 2012 s. 31 & Lundbeck årsrapport 2013 s. 36

³² <http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

³³ <http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2089865/lundbeck-lancerer-unik-alkoholpille-i-danmark/>

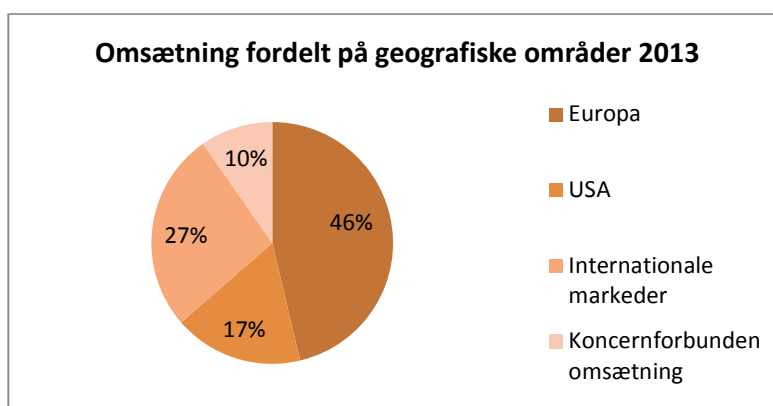


Figur 4 - Omsætning fordelt på produkter de seneste 5 år³⁴

Det kan ses af figur 4, hvor meget de enkelte områder har bidraget til omsætningen over de seneste 5 år. Det ses at effekten af, at Lexapro er gået af patent i USA i 2012 har været en omsætningsnedgang. Samtidig ses det at produkter inden for andre sygdomme har betydet, at man har været i stand til at opretholde en omsætning i 2013 på 95 % af omsætningen i 2011. Dette indikerer, at de nye produkter på sigt vil være i stand til at tage over fra Lexapro/Ciraplex i forhold til at sikre Lundbecks omsætning.

1.5.3 Geografiske segmenter

Lundbeck inddeler selv sine aktiviteter i 3 områder: Europa, USA og internationale markeder. Ser man på disse markeder er det klart, at hovedparten af Lundbecks omsætning stammer fra Europa.



Figur 5 - Omsætning fordelt på geografiske områder 2013³⁵

Da man historisk set har haft sin base i Danmark, er det naturligt, at Europa udgør den største del af virk-

³⁴ Egen tilvirkning på baggrund af årsrapport 2009 - 2013

³⁵ Egen tilvirkning på baggrund af årsrapport 2013

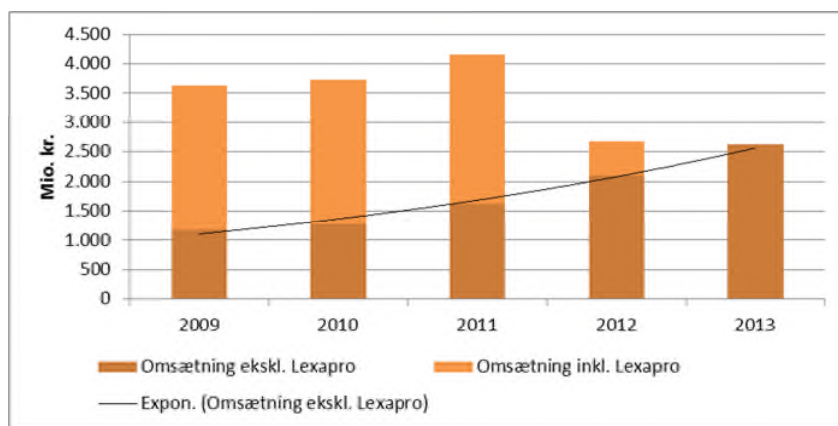
somhedens omsætning. Siden 00'erne har man haft et øget fokus på det amerikanske marked, der er verdens største marked for lægemidler.

Det ses, at det europæiske og amerikanske marked samlet udgør næsten to tredjedele af Lundbecks omsætning. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at Lundbecks produkter henvender sig til ressourcerstærke lande. Det vil sige lande, hvor befolkninger har de nødvendige økonomiske ressourcer til at købe produkterne. Eller lande med et så udbygget velfærdssystem på sundhedsområdet, at befolkningen derigennem kan gøre brug af produkterne. Dette skal ses som modsætning til behandling af fysiske lidelser, hvor behandling vil være mere tilgængelig for befolkningen.

På de internationale markeder har Lundbeck haft succes med at øge afsætningen af Lexapro/Ciraplex, hvor man i Japan har fået godkendt produktet, hvilket har ført til øget omsætning³⁶, og kraftigt øgede markedsandele.

Som det ses af figur 4, har Lexapro/Ciraplex udgjort en meget vigtig del af Lundbecks omsætning. Hvis man ser på forholdet mellem omsætning fra dette produkt og fra øvrige lægemidler på de forskellige markeder, kan man se betydning af dette lægemiddel, samt på hvilke geografiske markeder Lundbeck er bedst rustet når produktet går af patent.

Ser man på det vigtige amerikanske marked, har det haft en negativ effekt, at Lexapro er gået af patent, hvilket ses af figur 6.



Figur 6 - Omsætning i USA 2009 - 2013³⁷

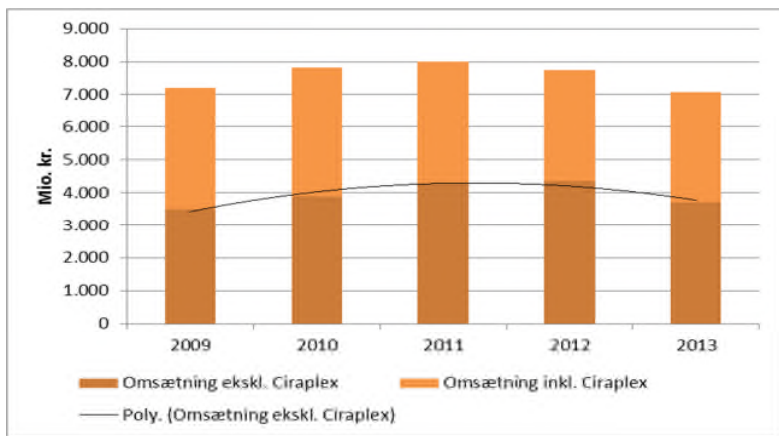
Det er tydeligt at Lundbecks omsætning på det amerikanske marked har lidt under, at Lexapro er gået af patent, hvor effekten fra regnskabsåret 2012 er meget tydelig.

Samtidig ses dog også en positiv udvikling, hvor de øvrige produkter viser en stigende omsætning, hvilket kan medvirke til at løfte tabet af omsætningen på Lexapro. Her er det især Xenazin til behandling af Huntingtons sygdom, der oplever en vækst i omsætning på det amerikanske marked³⁸.

³⁶ <http://www.business.dk/medico/lundbecks-depressionspiller-vinder-frem-i-asien>

³⁷ Egen tilvirkning på baggrund af årsrapporter 2009 - 2013 og figur Lundbeck årsrapport 2013 s. 14

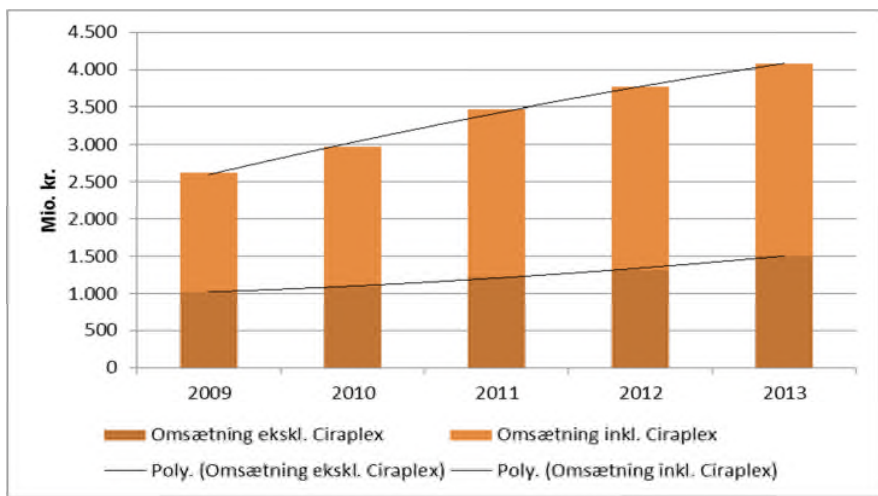
På det europæiske marked er Ciraplex endnu ikke gået af patent, hvilket betyder at man fortsat har en massiv omsætning herfra, jf. figur 7.



Figur 7 - Omsætning i Europa 2009 - 2013³⁹

Modsat det amerikanske marked ses det, at de øvrige produkter har svært ved at fastholde omsætningen. Med tanke på patentudløbet på Ciraplex i 2014, er dette bekymrende.

I modsætning til det europæiske og amerikanske marked, er Ciraplex ikke på vej af patent i samme hast på de internationale markeder, hvor patentet løber til 2019, hvor man bl.a. stadig oplever stor vækst på det japanske marked⁴⁰. Dette kombineret med at man også oplever øget omsætning på andre produkter i de internationale markeder, ses af figur 8.



Figur 8 - Omsætning i internationale markeder 2009 - 2013⁴¹

³⁸ Lundbeck årsrapport 2013 s. 36

³⁹ Egen tilvirkning på baggrund af årsrapporter 2009 – 2013

⁴⁰ <http://www.business.dk/medico/lundbecks-depressionspiller-vinder-frem-i-asien>

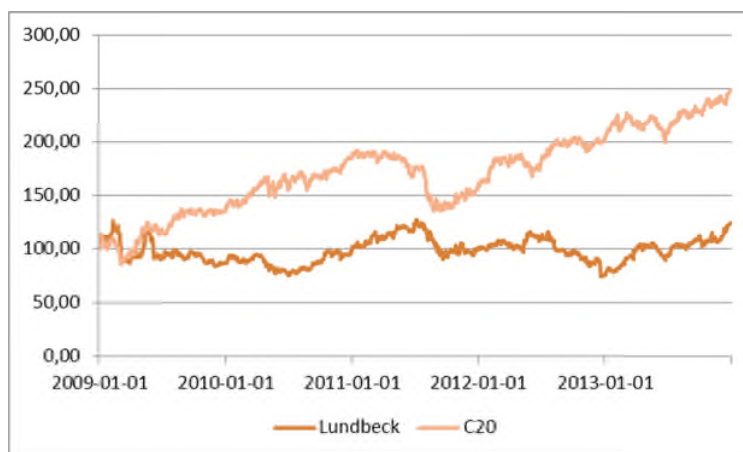
⁴¹ Egen tilvirkning på baggrund af årsrapporter 2009 – 2013

Udviklingen på internationale markeder, må således betragtes som yderst positiv, i det man har en stigende omsætning generelt, hvilket stammer fra øget salg af både Ciraplex og øvrige produkter.

1.6 Børskursudvikling de seneste 5 år

Ser man på Lundbeck aktiens kursudvikling over de sidste 5 år ses at, hvor markedet generelt har haft en stigende tendens, har Lundbeck aktien fastholdt nogenlunde samme niveau i perioden, om end med udsving.

Det ses af figur 9, at generelle påvirkninger af markedet også rammer Lundbeck, at væsentlige udsving på C20, går igen på Lundbeck aktien. Dette ses eksempelvis af udvikling medio 2010 til medio 2011, hvor Lundbeck aktien og C20 har samme tendens. I den sidste del af perioden i figur 9, ses det dog at stigningen i C20 har været større end stigningen i Lundbeck aktien.



Figur 9 - Kursudvikling Lundbeck og C20, indekseret 1.1.2009 = 100⁴²

Ser man på væsentlige udsving, der har været på Lundbeck aktien i de seneste år, er det værd at bemærke at kursen den 26. december 2012 var det laveste for perioden, kurs 81,65. Det skyldtes nedjusteringer af forventningerne til de finansielle resultater, da man ønskede at investere yderligere i forskning mv.⁴³

Ved udgangen af 2013, var aktiekursen på sit højeste niveau siden juli 2011, hvilket skyldes en række positive nyheder, omfattede godkendelse af produktet Brintellix på det europæiske marked⁴⁴, samt positive resultater i test vedrørende samme produkt⁴⁵. Samtidig har man udvidet samarbejdet med sine japanske samarbejdspartnere, hvilket forventes at resultere i nye produkter til behandling af Alzheimers sygdom⁴⁶.

⁴² Egen tilvirkning på baggrund af kurser fra euroinvestor.dk:

<http://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omx-copenhagen-20/historik>

<http://www.euroinvestor.dk/boerter/nasdaq-omx-copenhagen/h-lundbeck-a-s/204900/historik>

⁴³ http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/248291/nye_investeringer_koster_lundbeck_en_nedjustering.html

⁴⁴ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/12/27/lundbeck-faar-groent-europaeisk-lys-til-antidepressiv-ny/12640719>

⁴⁵ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/12/11/lundbeck-nyt-antidepressiv-forbedrer-kognitiv-funktion/12619801>

⁴⁶ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/12/11/lundbeck-udvider-samarbejde-med-otsuka-med-nyt-alzheimersmiddel/12619998>

1.7 Udvikling af nye produkter

Processen med udvikling af medicinalprodukter er meget omfangsrig og bekostelig. Der er tale om en proces der tager adskillige år⁴⁷. Processen starter med identifikation af, hvor der er et behov for nye behandlingsmuligheder. På baggrund af den indledende forskningsindsats, udvikles et egentligt medikament, hvor udviklingsprocessen kan tage 5-8 år.

Testfaserne, der herefter følger, er det man ofte hører omtalt i forhold til medicinalvirksomheders pipeline⁴⁸. Fase 1 er test på raske personer, hvor dosis starter meget lavt, og langsomt øges under kontrollerede forhold. Der er tale om test på et begrænset antal personer, der typisk har en varighed på 1-1,5 år. Det er ofte i fase 1, at patenter udtages, da man her har identificeret et middel, der potentielt kan have en effekt, og man derfor ønsker at sikre sin udvikling⁴⁹.

Fase 2 er en forlængelse af fase 1 tests, hvor man observerer over længere tid, og tester stoffets effekt på en større gruppe, herunder en test af, hvordan stoffet virker på personer af forskellig etnisk oprindelse. Tidshorisonten på fase 2 er typisk 2-3 år.

Fase 3 er igen en endnu større test med flere testpersoner, hvor man tester på personer, der udelukkende lider af netop den sygdom, der ønskes behandlet, således at resultaterne ikke forurenes af øvrige lidelser. I fase 3 er der også nogle store dokumentationskrav over for myndighederne, der i sidste ende skal godkende produktet. Fasen tager som hovedregel 3-4 år.

Fase 4 er den proces, hvor medicinalvirksomhederne på baggrund af deres resultater i fase 3 tests, sender produkter til sundhedsmyndighederne for godkendelse. Det er derfor den sidste del af udviklingsprocessen, hvor sandsynligheden for endelig godkendelse er meget stor.

Det er ikke alle medikamenter, der kommer ud af den indledende forskning, og vil blive til et færdigt produkt, der kan introduceres på markedet. Der vil derfor være omkostninger forbundet med udviklingen, af disse medikamenter, uden at det genererer en fremtidig indtjening til dækning af disse omkostninger.

1.7.1 Patentudløb

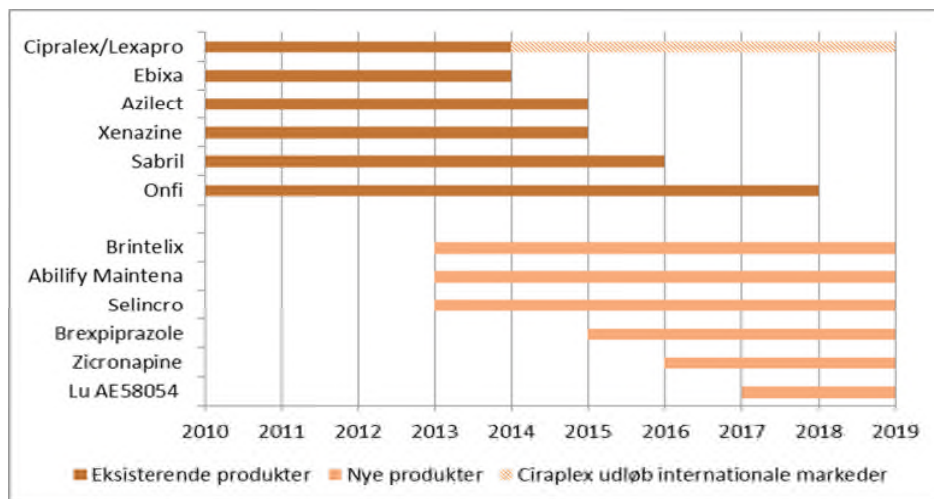
Som nævnt under gennemgangen af processen omkring udvikling af medicinalprodukter, tages patenter i medicinalbranchen forholdsvis tidligt i udviklingsprocessen. Det sker for at sikre, at man ikke bliver overhalet af konkurrenter undervejs i udviklingen. Beskyttelsen af lægemidler gennem patenter har samtidig stor betydning, hvilket f.eks. kan ses af udviklingen på det amerikanske marked, efter Lexapro gik af patent i 2012. På den baggrund er det interessant at se på hvordan Lundbecks patentsituation ser ud.

Situationen med Lundbecks patenter kan ses af nedenstående figur:

⁴⁷ <http://videnskab.dk/miljo-naturvidenskab/sadan-laver-man-ny-medicin>

⁴⁸ <http://videnskab.dk/miljo-naturvidenskab/sadan-laver-man-ny-medicin>

⁴⁹ <http://www.menneskerogmedicin.dk/udvikling-af-medicin/om-patenter/et-laegemiddelpatent>



Figur 10 - Patentudløb for Lundbeck eksisterende og nye produkter⁵⁰

Det ses af figuren, at der er en del af Lundbecks produkter, der netop i disse år går af patent. Dette betyder, at der i de kommende år er en betydelige opgave for Lundbeck med at få introduceret sine nye produkter, for at kunne opretholde den nuværende omsætning. Især perioden 2014 til 2015 er præget af nogle markante produkter, der går af patent, da Ciprallex (i Europa), Ebixa, Azilect og Xenazine i denne periode går af patent. Disse produkter er til sammen svarende til 71 % af Lundbecks samlede omsætning i 2013.

Allerede i 2013 er der introduceret 3 nye produkter. Derudover forventes produktet Brexpiprazole introduceret i 2015. Både Lundbeck selv og analytikere har store forventninger til dette produkt, hvorfor det vurderes, at det vil være i stand til at kunne generere omsætning på et niveau, hvor det vil kunne være medvirkende til at lukke hullet fra de produkter, der går af patent.

⁵⁰ Egen tilvirkning på baggrund af:

Ciprallex/Lexapro, Azilect & Xenazine: <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/35018/artikel.html>

Ebixa: <http://www.business.dk/medico/lundbecks-bragende-alzheimer-middel-paa-laant-tid>

Sabril: <http://www.drugs.com/availability/generic-sabril.html>

Onfi: <http://www.drugs.com/availability/generic-onfi.html>

Brintellix, Abilify Maintena & Selincro: Lundbecks årsrapport 2013

Brexpiprazole: http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article6383811.ece

Zicronapine: <http://npinvestor.dk/nyheder/visnyhed/220045>

Lu AE58054: <http://www.reuters.com/article/2013/12/16/us-lundbeck-cso-idUSBRE9BF0IQ20131216>

2. Strategisk analyse

2.1 Omverdens analyse (PESTEL-analyse)

Til analyse af muligheder og trusler i Lundbecks omverden, vil vi starte med at lave en analyse af Lundbecks makromiljø. Til brug herfor vil vi anvende PESTEL-analysen. Her vil vi identificere eventuelle fremtidige ændringer i nøglefaktorer i omverdens forhold, som vurderes at have størst indflydelse på Lundbecks fremtidige værdiskabelse.

Vi vil inden for hvert område foretage en beskrivelse, analyse og vurdering af væsentlige faktorer i forhold til Lundbecks omverden.

2.1.1 Politiske faktorer

Medicinalbranchen er lovgivningsmæssigt stærkt reguleret. Baggrunden for dette er naturligvis et hensyn til folkesundheden, idet medicinalprodukter ofte vil have en direkte effekt på brugerens velbefindende. Denne kraftige regulering er naturligvis ikke mindre i de situationer, hvor medicinalprodukterne, som tilfældet er med Lundbeck, er beregnet til at påvirke folks mentale tilstand.

Af den grund er medicinalbranchen underlagt strenge krav i forhold til godkendelsesprocedurer for nye produkter. Disse strenge krav betyder at det er en langstrakt og bekostelig proces at udvikle, teste og markedsføre nye produkter for medicinalvirksomhederne.

En anden væsentlig politisk faktor er forholdet mellem sundhedssikring og brugerbetaling. I Danmark har vi en tradition for at en del af omkostningerne til medicin dækkes af velfærdssamfundet, hvorved det sikres, at det ikke er den enkelte syge persons ansvar at købe den ofte dyre medicin. Dette giver mulighed for, at den pågældende patient kan få den mest optimale medicin uagtet økonomiske ressourcer.

Ser man på USA, der er verdens største marked for lægemidler,⁵¹ har det historisk været et meget individuelt marked, hvor den enkelte borger selv har ansvaret for at skaffe den nødvendige medicin. Derved vil den mindre velstillede del af befolkningen blive afskåret fra dyre medicinalprodukter, såfremt de ikke har en forsikring, der kan dække det, hvilket ikke alle har.

I marts 2010 underskrev den amerikanske præsident en lov (affordable care act), der skal beskytte amerikanske forbrugere i forholdet til sundhedsforsikringsselskaberne⁵². På den måde bliver en sundhedsforsikring langt mere tilgængeligt for den almindelige amerikanske forbruger, hvilket stiller dem langt bedre i forhold til en sygdomssituation.

I december 2013 har ministeren for health and human services meldt ud, at 2,7 mio. amerikanere havde gjort brug af de nye muligheder for sundhedssikring,⁵³ hvor målsætning pr. marts 2014 er 7 mio. amerikanere.

⁵¹ <http://www.lundbeck.com/dk/om-lundbeck/kort-om-lundbeck/lundbecks-historie>

⁵² <http://www.hhs.gov/healthcare/facts/timeline/timeline-text.html>

⁵³ <http://www.forbes.com/sites/brucejapsen/2013/12/24/record-2-million-use-healthcare-gov-amid-additional-obamacare-signup-time/>

I forhold til Lundbecks afsætningsmuligheder på det amerikanske marked, vurderes denne nye lovgivning at have en positiv indflydelse, da flere amerikanere vil have mulighed for at gøre brug af Lundbecks produkter.

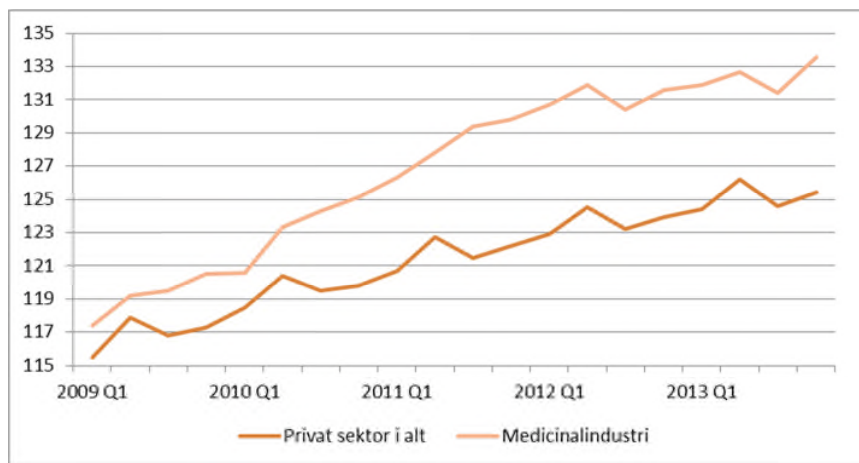
2.1.2 Økonomiske faktorer

I modsætning til mange brancher er medicinalbranchen mindre konjunkturfølsom, i det der er tale om produkter, der for mange patienter er nødvendige. Derfor kan man også se at de seneste år, hvor fyringsrunder har været tilfældet mange steder,⁵⁴ er man i medicinalbranchen gået den modsatte vej, og har ansat flere medarbejdere.⁵⁵

Da medicinalprodukter må betegnes som nødvendighedsvarer, vil man ikke forvente at opleve et forøget forbrug i situationer med en mere positiv økonomi, ligeså vil man ikke opleve, at patienter vil fravælge nødvendig medicin i situationer med anstrengt økonomi.

Selv om der for medicinalvirksomheder i almindelighed ikke er tale om konjunkturfølsomme varer, sker der dog ændringer som følge af udviklingen i den økonomiske situation. Kina oplever i disse år et økonomisk boom, hvilket betyder at den kinesiske middelklasse er væsentligt forøget. Derved har langt flere kinesere råd til medicin, også medicin der går udover direkte livsnødvendigt.⁵⁶ Forventningen er, at Kina inden for forholdsvis få år vil være det største marked for medicinalprodukter i verden.⁵⁷

Lundbeck og øvrige virksomheder indenfor medicinalindustrien er virksomheder, der påvirkes kraftigt af lønomkostninger, da de har et behov for højtuddannede medarbejdere til deres forskning og udvikling af medicinalprodukter. Ser man på udviklingen i lønomkostninger i medicinalindustrien i forhold til den private sektor generelt, kan man se hvordan udviklingen i lønomkostninger har påvirket branchen.



Figur 11 - Lønindeks for den private sektor (1.kvartal 2005 =100)⁵⁸

⁵⁴ <http://www.business.dk/emne/fyringsrunder>

⁵⁵ <http://www.fagbladet3f.dk/nyheder/254ff37754cd42dbb61c1a999940934a-20130507-medicinalindustrien-trodser-krisen>

⁵⁶ <http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/256960/lundbeck-venter-stor-fremgang-i-kina.html>

⁵⁷ http://www.danskeinvest.com/plsql/vis_news.vis?p_language=75&p_page=0000002623_NEWS_NEWS

⁵⁸ Egen tilvirkning på baggrund af ILON2: Lønindeks for den private sektor (1.kvartal 2005 =100) efter branche og sæsonkorrigering - <http://www.statistikbanken.dk/ilon2>

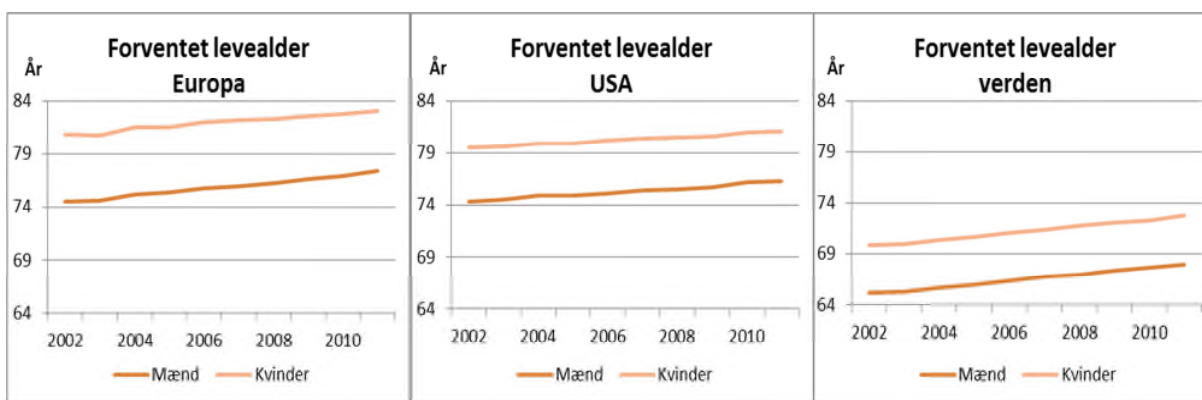
Det kan ses af figuren at lønningerne i medicinalindustrien henover de sidste 5 år er steget mere end den private sektor som helhed. Hvor lønudgifterne i den private sektor generelt er steget med 9 % i perioden 2009 til 2013, er lønninger i medicinalbranchen tilsvarende steget med 14 %.

2.1.3 Sociokulturelle faktorer

Lundbeck producerer medicinalprodukter til behandling af sygdomme i hjernen.⁵⁹ For så vidt angår midler mod depression, er der ikke tale om produkter, hvor befolkningssammensætningen har den store indflydelse, idet depression kan ramme alle.⁶⁰

For Parkinsons⁶¹ og Alzheimers⁶², hvor Lundbeck i dag også sælger medicinalprodukter, vil der være en sammenhæng mellem forekomst og alder, da sygdommene som regel først dukker op senere i livet. Ved en stigning i den gennemsnitlige levealder må det antages, at det vil medføre flere, der lider af disse sygdomme og derved potentielt mere salg for Lundbeck på disse områder.

Ser vi på udviklingen i den forventede levealder for en nyfødt på de markeder der i dag er vigtigst for Lundbeck, Europa og USA, er det klart at der er en stigning i levealderen, jf. figur 12.



Figur 12 - Forventet levealder for en nyfødt i Europa, USA og verdensgennemsnit 2002 - 2011⁶³

Tendensen med en stigende forventet levealder går igen for alle geografiske områder. Om end der er forskelle i niveauet for de forventede levetider for en nyfødt er den stigende tendens identisk i de forskellige regioner, dog med en lavere stigningstakt i USA.

Som tidligere nævnt er Kina et marked med en positiv økonomisk udvikling. Ser man på udviklingen i den forventede levealder, ses det at Kina i lighed med øvrige geografiske områder oplever en stigning i den forventede levealder, se nedenstående figur.

⁵⁹ <http://www.lundbeck.com/dk/om-lundbeck>

⁶⁰ <http://www.sind.dk/depression>

⁶¹ <http://www.netdokter.dk/sygdomme/fakta/parkinson.htm>

⁶² <http://www.alzheimer.dk/viden/alder-og-k%C3%B8n>

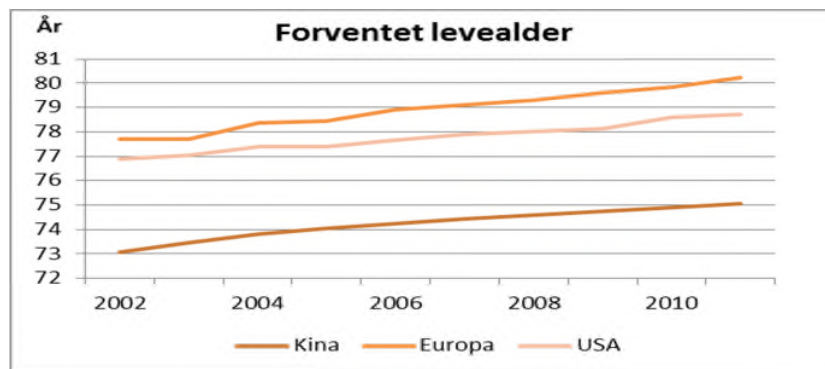
⁶³ Egen tilvirkning baseret på:

Europa : <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00025>

USA & Verden:

Mænd - <http://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.MA.IN>

Kvinder - <http://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.FE.IN/countries>



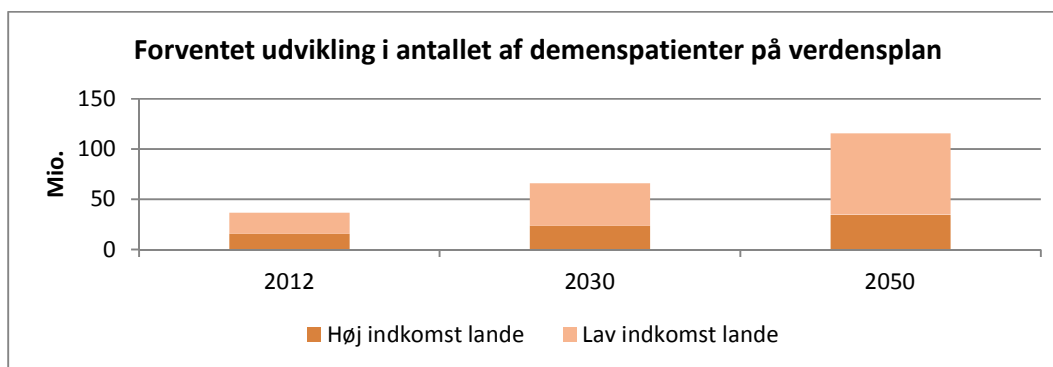
Figur 13 - Forventet levealder for Europa, USA og Kina⁶⁴

Derved er det tydeligt, at Lundbeck vil kunne forvente at opleve stigende efterspørgsel på medicin til behandling af de sygdomme, der har en større aldersbetingethed, på grund af udvikling i befolkningens alder.

Ser man på depressionsområdet nævner Lundbeck selv i deres årsrapport for 2012, at der er 40 mio. anslåede patienter.⁶⁵ WHO opgør i stedet antallet af folk, der lider af depression i en eller anden form til 350 mio.⁶⁶ Da Lundbeck kun taler om patienter og ikke folk, der lider af sygdommen, mens WHO opgør det efter, hvor mange, der faktisk lider af depression, er WHO's tal nok mere retvisende. Der er således tale om, at ca. 5 % af verdens befolkning lider af depression. Spændet mellem, hvor mange der lider af sygdommen, og hvor mange patienter, der er giver således udtryk for det vækstpotentiale, der er på markedet.

I WHO's opgørelse af antallet af personer, der lider af depression, indgår folk der endnu ikke har fået stillet en egentlig diagnose. De personer vil ikke indgå i det umiddelbare vækstpotentiale, da man ikke vil søge behandling før end at man har modtaget en diagnose. På samme måde vil WHO's tal indeholde folk, der lider af depression, men ikke har de økonomiske midler til at kunne søge behandling herfor.

Kigger man på demenspatienter, er situationen tilnærmelsesvis sammenlignelig, i det langt størstedelen af de folk, der lider af demens, stammer fra lavindkomstlande, jf. figur 14.



Figur 14 - WHO's forventning til udvikling i antallet af demenspatienter⁶⁷

⁶⁴ Egen tilvirkning på baggrund af <http://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.IN?page=1>

⁶⁵ Lundbeck årsrapport 2012 s. 26

⁶⁶ <http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs369/en/>

⁶⁷ Egen tilvirkning på baggrund af http://www.who.int/mediacentre/news/releases/2012/dementia_20120411/en/

Det ses af figuren, at ikke alene forventes antallet af demenspatienter at stige, hvilket ligger i forlængelse af udviklingen på aldersområdet, men de klart største stigninger forventes i lavindkomstlande. Dette taler også for et enormt potentiale, idet der så vil være tale om patienter der efter dagens standard ikke vil modtage behandling. Dette skal ses som en trussel for Lundbeck, idet en stigende efterspørgsel i lavindkomstlande vil medføre øget udbud af kopimedicin.

2.1.4 Teknologiske faktorer

I forhold til teknologien i branchen vil man se på teknologiske muligheder inden for produktionen. For en virksomhed som Lundbeck, der selv udvikler sin medicin, kan det være et problem med de produktionsmuligheder der er i dag. Det skyldes, at kopivirksomheder vil have nemmere ved at producere kopier af Lundbecks produkter.

Handel med forfalsket medicin er meget skadeligt for medicinalvirksomhederne, da det både betyder mistet omsætning, og risikoen for skader på omdømme såfremt en patient intetanende køber forfalsket medicin.⁶⁸

Foruden forfalskede medicinalprodukter er kopiprodukter også en trussel for Lundbeck. Det skyldes, at det er svært at opretholde markedsandele for Lundbecks produkter, i en situation hvor der udbydes et kopi-produkt med de samme egenskaber til en lavere pris.

Foruden teknologiens udvikling for produktion, vil teknologien have betydning for Lundbeck i forhold til udvikling af ny medicin. Eksempelvis har Lundbecks konkurrent, Eli Lilly, investeret i radioaktive sporstoffer, der kan lette forskningsarbejdet indenfor Alzheimersområdet.⁶⁹ Disse nye muligheder betyder fordele i udviklingen af nye produkter.

2.1.5 Miljømæssige faktorer

Ser vi på de miljømæssige faktorer, der kan påvirke Lundbeck, er der i høj grad tale om miljø i en CSR-sammenhæng. Lundbeck vil som en produktionsvirksomhed selvfølgelig belaste miljøet i forbindelse med deres forsknings- og produktionsarbejde, men i forhold til en vurdering af miljømæssige faktorer er det næppe dette der vil være belastende for Lundbecks omdømme.

En af de typiske problemstillinger i medicinalbranchen er anvendelsen af dyreforsøg. Såfremt dette ikke sker på en etisk forsvarlig måde, kan det skade virksomhedens omdømme betragteligt. Dette er også tilfældet for Lundbeck, hvor man anvender dyreforsøg for at teste produkter under udvikling.

Et andet eksempel, hvor Lundbeck har været presset på det etiske område, er anvendelsen af virksomhedens produkter til eksekvering af dødsstraf i USA. Her fik Lundbeck stor kritik, i det de, som producent, i manges øjne havde et ansvar for at sikre, at deres produkt ikke blev anvendt til formål der lå uden for hovedformålet om behandling⁷⁰.

⁶⁸ https://www.pharmadanmark.dk/aktuelt/pharma/Documents/2011%20juni/Pharma_s22-23.pdf

⁶⁹ http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article5393554.ece

⁷⁰ <http://www.business.dk/medico/doedsstraf-kritiker-roser-lundbecks-nye-initiativ>

Her medførte den stærke kritik, at Lundbeck ændrede praksis, og forsøgte at stoppe denne brug af virksomhedens produkter, hvilket har betydet, at Lundbeck er blevet anerkendt for at have vist etisk lederskab⁷¹, og på den måde er kommet styrket ud af denne situation.

2.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer

En af de vigtige lovgivningsmæssige faktorer for Lundbeck er patentlovgivningen på de respektive markeder, hvor Lundbeck sælger sine produkter. Som udviklende medicinalvirksomhed, er Lundbeck meget afhængig af den beskyttelse, der ligger i patenter, der sikrer, at de har en mulighed for at få en indtjening, der kan dække deres udviklingsomkostninger uden frygt for kopiprodukter.

Inden for EU arbejder man i øjeblikket med en fælles patentdomstol, der vil betyde, at man lettere kan tage patent på et nyt produkt i EU, da det kun vil kræve en ansøgning⁷².

I forhold til det kinesiske marked, der er et meget interessant vækstmarked, alene på grund af sin størrelse, er det dog værd at bemærke, at der her kan være udfordringer i forhold til forfalskede produkter. Dog har danske virksomheder fået muligheder for at få en accelereret behandling af patentansøgning i Kina⁷³.

Et andet lovgivningsmæssigt område, der kan have betydning for en medicinalvirksomhed, som Lundbeck er markedsføringslovgivning. Da Lundbeck sælger produkter, hvor der kan være begrænsninger på hvordan og om der må markedsføres, vil det betyde, at de kan have sværere ved at introducere et nyt produkt, da deres muligheder for at oplyse potentielle brugere om produktet er kraftigt begrænset.

Hoved punkterne i PESTEL analysen er opsummeret i nedenstående figur:

Politiske faktorer	• Strenge godkendelseskrav • Sundhedsforsikring kontra brugerbetaling
Økonomiske faktorer	• Løntung branche • Forøget middelklasse i Kina
Socio-kulturelle faktorer	• Stigende levealder med deraf følgende aldersbetingede sygdomme • Øget behov i lavindkomstlande
Teknologiske faktorer	• Risiko for forfalsket medicin og kopiprodukter • Konkurrenters mulighed for udvikling af teknologi
Miljømæssige faktorer	• Anvendelse af dyreforsøg • Anvendelse af produkter til andre formål
Lovgivningsmæssige	• Patenter • Markedsføringsloven

Figur 15 - Opsummering af PESTEL analysen

⁷¹ <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?releaseid=660227>

⁷² <http://www.eu-oplysningen.dk/emner/Patentdomstolen/>

⁷³ <http://www.dkpto.dk/politik-og-jura/internationale-patenteringer/pph-aftaler/pct-pph-og-pph-aftale-med-kina.aspx>

2.2 Brancheanalyse (Porters Five Forces)

I forbindelse med analysen af Lundbecks strategiske position, er det ikke nok med kun at kigge på Lundbecks omverden på samfundsniveau. Det er lige så vigtigt at kigge på den strategiske position på brancheniveau. For at belyse Lundbecks fremtidige evne til at skabe værdi, skal vi have vurderet indtjeningsmulighederne inden for medicinalbranchen.

Lundbeck befinder sig i den globale medicinalbranche, med primært fokusområde inden for psykofarmaka. Analysen på brancheniveau udarbejdes med udgangspunkt i Porters Five Forces.

2.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

I medicinalbranchen kan leverandører både omfatte leverandører af råvarer til produktionen og leverandører af arbejdskraft (forskere og eksperter).

Lundbeck startede i 1930'erne med selv at stå for produktion og pakning af lægemidler.⁷⁴ Råvareleverandørernes forhandlingsstyrke vurderes derfor at være lav. Lundbeck er en stor virksomhed, hvorfor de også er en attraktiv samarbejdspartner for leverandørerne, hvilket ligeledes taler for at leverandørernes forhandlingsstyrke vil være lav overfor Lundbeck.

Leverandører af arbejdskraft, dvs. forskere og eksperter, som anvendes til forskning, udvikling og produktion af medicinalprodukter, anses også for at være en vigtig brik i medicinalbranchen. Der søges efter at have de mest kvalificerede forskere og eksperter inden for de specifikke medicinalområder. Som det også fremgår under gennemgang af de økonomiske forhold under PESTEL analysen, så er der en markant større stigning i lønninger i medicinalbranchen i forhold til den private sektor generelt. Hertil har Lundbecks HR-direktør tidligere udtalt *"Det kræver store investeringer og meget dygtige og kvalificerede medarbejdere at udvikle nye, innovative og effektive lægemidler, som vi gør i Lundbeck,"*.⁷⁵ For at tiltrække de bedste medarbejdere fra hele verden, bliver virksomhederne nødt til at tilbyde en konkurrencedygtig løn.

Udover lønnen, forsøger bl.a. Lundbeck at tiltrække, fastholde og motivere nøglepersoner med incitamentsprogrammer⁷⁶, hvor de ansatte bl.a. bliver tilbudt tegningsrettigheder eller aktier.

Dette gør, at forhandlingsstyrken hos forskerne og eksperterne er middel/stor, da der er efterspørgsel efter kvalificeret arbejdskraft indenfor branchen.

Samlet set anses truslen fra leverandører som middel, hvor råvareleverandørerne forhandlingsstyrke er lav, da de er underlagt f.eks. Lundbecks regler som samarbejdspartner. Samtidig er leverandører af arbejdskraft middel/stor, da det er virksomhederne, som har omkostninger til at fastholde/tiltrække de bedste medarbejdere fra hele verden.

2.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Kunderne kan ligesom leverandører deles op i flere kategorier – lægerne, som udskriver produkterne, slutbrugeren af medicinalproduktet og staten/myndigheden.

⁷⁴ Se omtale herom i historik under præsentation af Lundbeck, jf. afsnit 1.5.1

⁷⁵ http://www.avisen.dk/der-er-loenfest-i-pilleindustrien_156421.aspx

⁷⁶ Lundbecks årsrapport 2013, note 3

Da det ofte er lægerne, som vejleder slutbrugerne ift. valg af medicinalprodukt, er det vigtigt, at lægerne har kendskab til de udbudte produkter, deres egenskaber og bivirkninger. Derfor er det bl.a. vigtigt for virksomhederne at være synlige ved f.eks. konferencer for at vedligeholde lægernes viden omkring nye behandlingsmetoder og produkter. I Danmark har vi endvidere de nationale rekommandationslister, som skal anbefale lægerne de lægemidler, der forener den største effekt med de færreste og mindst alvorlige bivirkninger. Disse rekommandationslister bliver dog kritiseret for alene at sigte mod besparelser og for at gå på kompromis med valget af den bedste medicin.⁷⁷

Det fremgår af Lægeforeningens etiske regler § 7, stk. 1,⁷⁸ at *"En læge skal i sit virke sikre sig uafhængighed af uvedkommende interesser, der vil kunne påvirke lægens bedømmelser og handlinger. Lægen skal for offentligheden være uafhængig af bindinger til branchen eller andre for lægepatientforholdet uvedkommende interesser."* Der har været flere sager, hvor virksomheder er blevet anklaget for at honorere læger, for at frempromovere virksomhedens produkter, bl.a. Novartis⁷⁹. I 2010 viste tal fra Lægemiddelstyrelsen at hele 1.694 læger, stod på lønningslisten hos en række medicinalvirksomheder⁸⁰

Producenter og leverandører skal hver 14. dag oplyse prisændringer til Sundhedsstyrelsen, som herefter finder de frem til det billigste af de produkter, der kan erstatte hinanden. Prisen på dette produkt er bestemmende for, hvor stort et tilskud, der ydes fra sygesikringen. Det samme tilskud ydes altså til alle præparater i samme gruppe uanset prisen på det enkle præparat. Apoteket skal altid tilbyde slutbrugeren den billigste medicin af den type, som er udskrevet på recept af lægen.⁸¹ Det er derfor ofte slutbrugeren, som står med den endelige beslutning.

Så længe virksomhederne har deres patent, og der er tale om produkter, som er svære at erstatte, kan virksomhederne sætte deres pris relativt højt, hvorfor kundernes forhandlingsstyrke er lav. Hvis der derimod er tale om produkter, der kan erstattes forholdsvis nemt, vil kundernes forhandlingsstyrke blive gradvis højere, jo nemmere det er at substituere medicinen.

Flere internationale virksomheder omorganisere deres salgsmetoder på det europæiske marked, og sender dermed traditionelle sælgere, som banker på lægernes dør med sin salgskuffert, på pension. Årsagen hertil er at det i højere grad er myndigheder og specialister, fremfor de praktiserende læger, som dikterer, hvilke lægemidler der skal sælges. Dette gør bl.a., at der opleves prispres fra myndigheder mv.⁸² I 2012 oplevede Lundbeck, at den franske Økonomiske Komité besluttede at pålægge en prisnedsættelse på 18 % på lægemidlet Ebixa.⁸³

Det er ikke kun i Europa, at virksomhederne oplever prispres, lægemiddelpriser er også under pres i USA, hvor forsikringselskaber og sundhedsmyndigheder kræver væsentlige højere rabatter for at gøre et lægemiddel tilgængeligt for patienterne. Hertil siger John Koconis, adm. direktør for Leo Pharma i USA *"Der er et øget pres på at drive prisen på lægemidler efter rabat ned, også selv om listeprisen stiger. Vi skal forvente*

⁷⁷ <http://politiken.dk/indland/ECE119120/laeger-faar-hjaelp-til-at-vaelge-medicin/>

⁷⁸ http://www.laeger.dk/portal/page/portal/LAEGERDK/Laegerdk/R%C3%A5dgivning%20og%20regler/ETIK/LAEGEFORENINGENS_ETISKE_REGLER#7

⁷⁹ <http://www.business.dk/medico/novo-rival-sagsoegt-for-bestikkelse>

⁸⁰ <http://ekstrabladet.dk/nyheder/samfund/article1367771.ece>

⁸¹ <http://www.forbrug.dk/Artikler/Test-og-raad/sundhed/Medicinpriser/Pris-saadan?tc=D53220D8006545C092CCA0A788D42D60>

⁸² http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article4728012.ece

⁸³ Lundbeck årsrapport 2012, side 35

rabatter på et meget højere niveau end tidligere, og selskaberne må æde tabet i margin. Der er ikke tale om, at det føres videre til patienten, at betalerne kræver større rabatter”⁸⁴

Forhandlingsstyrken hos staten/myndigheder anses for at være høj, da de i højere grad kan gennemtvinge deres vilje, som den eneste reelle køber på markedet.

2.2.3 Truslen fra nye indtrængere

Der findes to typer potentielle indtrængere i medicinalbranchen – originalproducenter og kopiproducenter.

Truslen fra originalproducenter er globalt set lav, da der er en hård konkurrence mellem de eksisterende medicinalvirksomheder, samt at forskning og udviklingsprocessen er lang og omkostningstung.

Ønsker en ny konkurrent at komme ind på markedet, kræver det, at de har et nyt eller forbedret medicinprodukt, som endnu ikke findes på markedet. Inden produktet kan komme ud på markedet skal den igennem følgende faser⁸⁵:

- 1) Præklinisk forskning, som tager 5-8 år
- 2) Fase I, som tager 1-1,5 år
- 3) Fase II, som tager 2-3 år
- 4) Fase III, som tager 3-4 år

Herefter kommer registreringsansøgning og efterudvikling af produkterne.⁸⁶ Lundbeck anvendte i 2013 2.872 mio.kr. på forskning og udviklingsomkostninger, svarende til 19 % af omsætning mod 20 % i 2012⁸⁷.

Den lange og omkostningstunge proces vil forsage at nye medicinalvirksomheder vil lide store tab de første mange år.

En originalproducent kan patentbeskytte en ny medicintype i en årrække, for at kunne tjene omkostningerne ind igen. Når patentet udløber får kopiproducenterne adgang til at sælge deres betydeligt billigere produkter. I USA skal kopiproducenterne købe medicinen af originalproducenten, og kan ikke bare købe produktet hos en grossist og gå i gang med udviklingen, så kopien er klar ved patentets udløb.⁸⁸ Derved har originalproducenter en mulighed for at forsinke udviklingen af kopimedicin.

For kopiproducenter, er det en fordel at en stor del af de omkostninger, som er forbundet med forskning og udvikling af medicinalprodukt, ikke er nødvendige. Derved er udviklingsforløbet også forkortet, hvilket gør, at truslen fra indtrængere, som kopiproducenter er højere end fra originalproducenter. Når originalproducenternes patent udløber, og kopier af lægemidlet sendes på markedet, kan det have prisfald på op til 90 % til følge. Derfor søger originalproducenterne gennem hemmelige forlig, retssager, protester mod myndig-

⁸⁴ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/72766/artikel.html>

⁸⁵ Se afsnit 1,7

⁸⁶ Lundbeck årsrapport 2012, side 23

⁸⁷ Lundbeck årsrapport 2013, side 6

⁸⁸ <http://www.business.dk/medico/lundbeck-hvirvlet-ind-i-konkurrencesager-mod-kopiproducenter>

heders godkendelser af kopiprodukter og et virvar af patentansøgninger at spænde ben for konkurrenterne og dermed opretholde sin eneret og høje pris på produkterne.⁸⁹

Der har været flere sager, hvor originalproducenter forsøger at bremse kopivirksomhederne – bl.a. fik Lundbeck en bøde på 700 mio. kr. af EU-Kommissionen for at have indgået konkurrenceskadelige aftaler med seks kopiproducenter. Dette er blot ét eksempel på de såkaldte pay-for-delay-forlig, som der findes i medicinsektoren.⁹⁰

Samlet anses truslen potentielle indtrængere som middel, hvilket hovedsageligt skyldes truslen fra kopi-producenter. Medicinvirksomhedernes værktøjer og aftaler for at bremse kopivirksomhederne er med til at reducere truslen.

2.2.4 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter kan både komme fra de tidligere omtalte kopivirksomheder, som har mulighed for producere kopimedisin, som indeholder de samme elementer i de samme blandingsforhold, men som bliver lanceret under et andet produktnavn. Dette gør, at prisen på kopimedicinen er lavere end originalproduktet grundet besparelserne i forskning og udviklingsfasen. Kopiprodukter kan som nævnt give prisfald op til 90 %.

Et patentudløb kan derfor have konsekvenser for originalproducenterne, f.eks. mistede Lundbeck næsten hele deres salg af depressionsmidlet Ciprallex/Lexapro i USA efter patentudløbet i 2012.⁹¹

Truslen kan også komme fra konkurrenter i branchen, da flere medicinalvirksomheder forsker og udvikler medicinprodukter inden for psykofarmaka. De største aktører inden for samme forretningsområde er bl.a.:

- Pfizer, som er verdens største medicinalvirksomhed, beskæftiger sig bl.a. med CNS, demens, skizofreni mv.⁹²
- GlaxoSmithKline, er verdens næststørste medicinalvirksomhed, og har portefølje som bl.a. indeholder depression og epilepsi,⁹³
- Eli Lilly, som er blandt de 10 største medicinalvirksomheder.⁹⁴ Eli Lillys produktportefølje dækker bl.a. medicin til nervesystemet.⁹⁵

En anden form for substituerende produkter er cannabis, som kommer fra hamplanten. I flere år har forskere over hele verden lavet dyre- og laboratorieforsøg med cannabis. Cannabis indeholder cannabinoider, som er kemikalier, der påvirker receptorer i hjernen, når stoffet kommer ind i patientens blod. Cannabinoider har gavnlig effekt mod en lang række dyremodeller for forskellige sygdomme som sklerose, kræft, epilepsi, diabetes, Parkinson, Alzheimers og mave-tarmsygdomme. Medicinalindustrien har dog ikke haft lyst til at anvende cannabis og bruge planten i medikamenter, da stoffet har en euforiserende virkning, hvorfor

⁸⁹ <http://www.business.dk/medico/medicinalfirmaers-tricks-koster-forbrugerne-milliarder>

⁹⁰ <http://m.epn.dk/brancher/medicin/ECE6399505/medicin-tricks-koster-forbrugere-milliarder/>

⁹¹ <http://www.business.dk/medico/lundbecks-depressionspiller-vinder-frem-i-asien>

⁹² <http://www.pfizer.dk/patientinformation> og <http://da.wikipedia.org/wiki/Pfizer>

⁹³ <http://da.wikipedia.org/wiki/GlaxoSmithKline>

⁹⁴ http://da.wikipedia.org/wiki/Eli_Lilly

⁹⁵ https://www.eli-lilly.dk/Vores_terapiomrader

den er svær at få godkendt som lægemiddel. Cannabis hører nemlig under narkotikaloggivningen, og det gør godkendelsesprocessen vanskelig.⁹⁶

Den generelle trussel fra substituerende produkter vurderes at være lav, mens produktet er beskyttet af patent, men middel ved patentudløb. Trussel fra substituerende produkter som cannabis vurderes også lav da, dette er et ulovligt middel, og anvendelse heraf derfor ikke er særlig udbredt.

2.2.5 Konkurrenceintensitet

Konkurrenceintensiteten i den globale medicinalbranche er middel/høj. Begrundelsen herfor er truslen fra hhv. leverandører af arbejdskraft, samt kunder er vurderet middel/høje grundet hhv. efterspørgsel på de bedste medarbejdere, samt muligheden for at købe billigere produkter når patentet er udløbet. Myndigheder/staten har også fået mere indflydelse på prissætninger, hvilket presser virksomhederne mere.

Truslen fra potentielle indtrængere (originalvirksomheder) og forhandlingsstyrken hos leverandører af råvarer er lav, hvilket er med til at gøre branchen attraktiv. Det vurderes dog ikke at opveje den høje konkurrenceintensitet samt truslen fra substituerende produkter, hvorfor vi vurderer den samlede konkurrenceintensiteten som værende høj/middel.

Vækstpotentialet i branchen skal ses i.f.t. at der stadig er et stort udækket behov for nye og perspektivrige behandlinger. Ifølge WHO indberettes der over 700 millioner tilfælde af hjernesygdomme hvert år.⁹⁷

Som vi vil komme ind på senere har Lundbeck en del produkter i deres pipeline, som skal tage over efter gamle produkter og sørge for omsætning de følgende år.

Lundbeck befinder sig i en konkurrencepræget branche. Der er selvfølgelig en risiko for at konkurrenterne pludselig fratager Lundbeck markedsandele, hvis de udvikler og patenterer nye banebrydende produkter. Lundbeck står i øjeblikket stærkt på sine markedsandele, og der er potentiale i de internationale markeder, som f.eks. Asien og Canada.

Hoved punkterne i Porters Five Forces analysen er opsummeret i nedenstående figur:

⁹⁶ <http://videnskab.dk/krop-sundhed/cannabis-kan-draebe-kraeftceller-og-bremse-sklerose>

⁹⁷ <http://www.lundbeck.com/dk/om-lundbeck/kort-om-lundbeck>



Figur 16 - Opsummering af Porters Five Forces

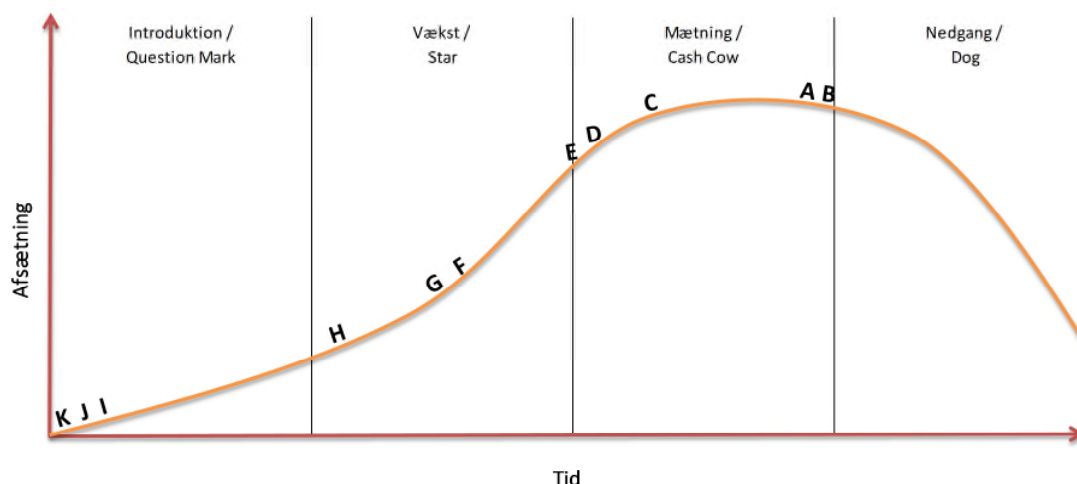
2.3 Analyse af produktportefølje – Boston Consulting Group model

Boston-modellen anvendes til at analysere virksomhedens produktportefølje og forretningsområder. Der er 2 variable i modellen: markedsvækst og markedsandel. Da oplysninger om markedsandele ikke er tilgængelige, vil Boston modellen alene blive anvendt som en tilnærmet model på baggrund af oplysninger om Lundbeck forretningsområder.

Da Boston-modellen har en sammenhæng med Produktlivscyklusmodellen (PLC-kurven), vil denne blive anvendt som guideline til at placere de forskellige forretningsområder inden for ovennævnte kategorier. Overordnet kan man beskrive sammenhængen mellem PLC-kurven og Boston-modellen som følgende:

- Introduktionsfasen er lig Question Mark.
- Vækstfasen er lig Star
- Mætningsfasen er lig Cash Cow.
- Nedgang er lig Dog.

Sidstnævnte sker i medicinalbranchen ofte ved patentudløb.



Figur 17 - Lundbecks produktportefølje indplaceret på PLC-kurve, forklaring af de anvendte bogstaver findes i teksten nedenfor⁹⁸

Vi vil nu gennemgå forretningsområderne særskilt, hvor vi vil kigge på produktlivscyklussen sammen med Boston modellen. Der vil blive taget udgangspunkt i følgende forretningsområder: Depression og angst, Alzheimers sygdom, Parkinsons sygdom, Huntingtons sygdom, Epilepsi og Andre læger midler.

2.3.1 Depression og angst

På markedet for depression og angst har Lundbeck lægemidlet Cipralext/Lexapro (A), som indeholder stoffet escitalopram.⁹⁹ Cipralext/Lexapro er Lundbecks hovedprodukt, som har stået for mere end 50 % af omsætning i årene 2009 til 2011 jf. figur 18. I år 2012 udløb patentet på Lexapro i USA. Dette kan også ses af faldet mellem 2011 og 2012, hvor andelen af omsætningen faldt fra 53 % til 43 % af den samlede omsætning. Patentet i Europa udløber i 2014, mens patent i Japan udløber i 2019.¹⁰⁰

Samlet set har Cipralext (ekskl. Lexapro) øget omsætningen fra 5.827 mio. kr. i 2012 til 5.933 mio. kr.¹⁰¹ Faldet i den samlede omsætning for Cipralext/Lexapro fra 2012 til 2013 skyldes derfor kun, at der i 2013 ikke er nogen omsætning på Lexapro mere.¹⁰² Det forudsættes, at salget af Cipralext/Lexapro i Japan indgår i omsætningslinjen for Cipralext i 2013 regnskabet. I regnskabet kan der ses en fremgang i salget på internationale markeder fra 2.448 mio.kr. i 2012 til 2.565 mio. kr. i 2013,¹⁰³ hvilket bl.a. skyldes, at Cipralext/Lexapro for nyligt er blevet lanceret i Japan.¹⁰⁴

⁹⁸ Egen tilvirkning på baggrund af Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 78

⁹⁹ Lundbecks årsrapport 2012, side 26

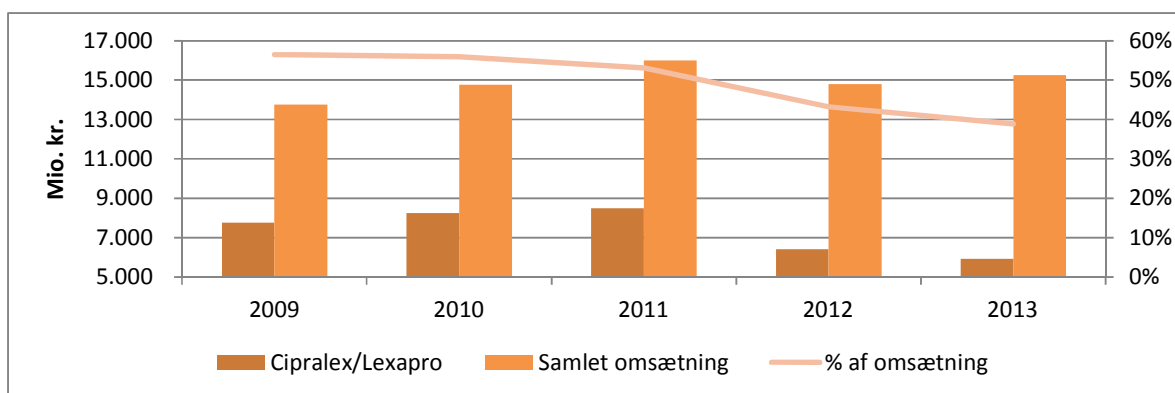
¹⁰⁰ Se omtale under afsnit 1.7.1

¹⁰¹ Lundbecks årsrapport 2013, side 36 (engelsk version)

¹⁰² <http://www.business.dk/medico/lundbecks-depressionsspiller-vinder-frem-i-asien>

¹⁰³ Lundbecks årsrapport 2013, side 36 (engelsk version)

¹⁰⁴ Lundbecks årsrapport 2013, side 5 (engelsk version)



Figur 18 - Cipralex/Lexapro som andel af samlet omsætning 2009 - 2013¹⁰⁵

Cipralex/Lexapro blev lanceret i 2002¹⁰⁶, hvorfor det må forventes, at Lundbeck på den 10-årige periode har nået at indtjene de forskning- og udviklingsomkostninger, som er investeret i produktet. Derfor vurderes væksten og salget i Japan for at være en gevinst for Lundbeck, da den ikke skal dække gamle investeringsomkostninger.

Cipralex/Lexapro vurderes, at være en Cash Cow, da den forsat generer størstedelen af omsætningen hos Lundbeck. Grundet patentudløb i USA og snarligt patentudløb i Europa, ligger produktet tæt på grænsen for at være en Dog. Grunden til, at produktet ikke allerede nu ligger som en Dog skyldes, at Lundbeck forsat har forventninger til salget og markedsandelen af Cipralex i Japan, som bl.a. har haft positiv fremgang i 2013.

Udover Cipralex/Lexapro, har Lundbeck følgende nye produkter: Saphris/Sycrest (G) og Brintellix (K) på markedet for depression og angst.

Saphris/Sycrest anvendes til behandling af bipolar sygdom (og skizofreni), og blev lanceret i 2011. Saphris/Sycrest blev ind licenseret fra Merck & Co. i oktober 2010, hvor Lundbeck fik tildelt de kommercielle rettigheder til alle markeder uden for USA, Japan og Kina. I 2011 udtalte man, at man forventede at lancere produktet i 15 lande i Europa (udover Danmark), og på internationale markeder i løbet af 2011.¹⁰⁷

Produktet vurderes, at være en Star, da omsætningen udgør en mindre del af den samlede omsætning på nuværende tidspunkt, samtidig med, at Lundbeck klassificerer den som et nyt produkt i deres årsrapport fra 2013. Det har ikke været muligt at se på væksten i produktet, da dette ikke er oplyst i årsrapporten for 2013 eller 2012. Patentet for Saphris forventes at udløbe i 2015,¹⁰⁸ hvorfor deres stadig vurderes at være belæg for indtjeningsmuligheder i fremtiden.

¹⁰⁵ Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter fra 2009 til 2013.

¹⁰⁶ <https://www-2.danskebank.dk/Link/investeringsbutilaktieranalyselundbeck011002>

¹⁰⁷ <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?releaseid=608766>

¹⁰⁸ <http://schizophrenia.emedtv.com/saphris/generic-saphris.html>

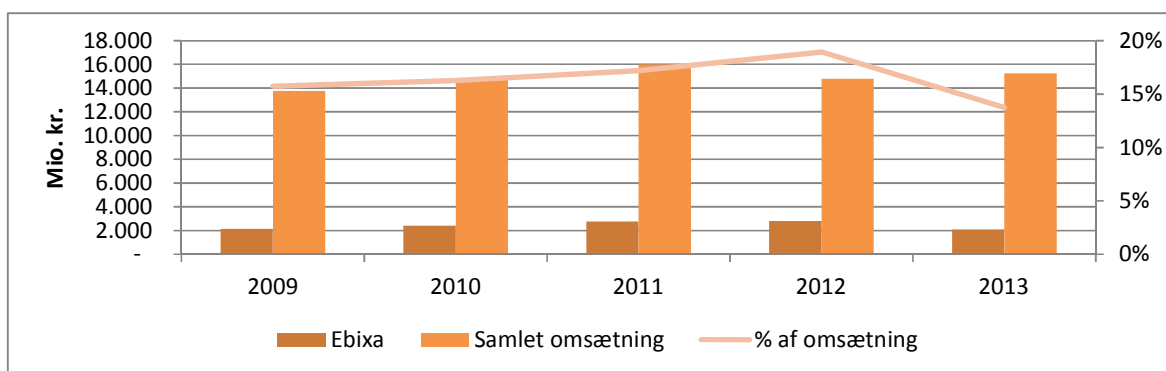
Brintellix anvendes til behandling af depression. Ansøgning til salg i Europa og USA blev godkendt i slutningen af 2013, hvorefter produktet forventes lanceret i 2014. Selskabet venter et topsalg på mellem 1 og 2 mia. dollar årligt for Brintellix, når det er rullet ud på alle markeder.¹⁰⁹

Grundet at produktet kun er nået at blive godkendt i 2013, og derfor ikke endeligt lanceret på markedet, vurderes Brintellix at være et Question Mark.

2.3.2 Alzheimers sygdom

For forretningsområdet Alzheimers sygdom, har Lundbeck Exbia (B), som indeholder stoffet memantin.¹¹⁰

Salget af Ebixa er faldet i 2013 som følge af konkurrence fra kopiprodukter på blandt andet det spanske, engelske og franske marked.¹¹¹ Som det fremgår af nedenstående figur faldt den samlede omsætning for Ebixa fra 2.803 mio. kr. i 2012 til 2.096 mio. kr. i 2013, svarende til et fald fra 19 % af den samlede omsætning i 2012 til 14 % i 2013.



Figur 19 - Ebixa som andel af samlet omsætning 2009 - 2013¹¹²

Patentet på Ebixa udløber i 2014, hvorfor der må forventes yderligere nedgang. Lundbeck forventer dog ikke, at salget forsvinder helt, men i stedet finder et andet niveau.¹¹³

Det er vores vurdering at Ebixa er en Cash Cow, som i lighed med Ciprexal/Lexapro, ligger tæt på at være en Dog pga. det snarlige patentudløb og dermed forventet faldende omsætning.

Der er ikke på nuværende tidspunkt nye produkter, som kan tage over for Ebixa. Dog har Lundbeck Lu AE58054, som er et senfaseprojekt i deres pipeline. Se yderligere omtale heraf under gennemgang af Pipeline, jf. afsnit 2.3.7.

¹⁰⁹ <http://www.business.dk/medico/lundbeck-faar-groent-europaeisk-lys-til-antidepressiv>

¹¹⁰ <http://min.medicin.dk/Medicin/Praeparater/2982>

¹¹¹ http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article5791629.ece

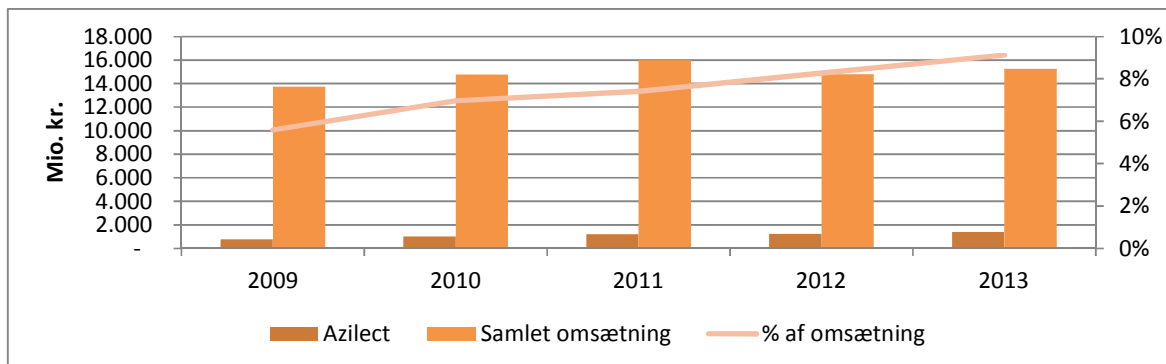
¹¹² Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter fra 2009 til 2013

¹¹³ <http://www.business.dk/medico/lundbecks-bragende-alzheimer-middel-paa-laant-tid>

2.3.3 Parkinsons sygdom

Til behandling af Parkinsons sygdom, har Lundbeck lægemidlet, Azilect (C), som indeholder lægemidlet Rasagilin.¹¹⁴

Lundbeck har rettighederne til Azilect i Europa, og nogle lande uden for Europa, herunder 6 asiatiske lande.¹¹⁵ Salget af Azilect har haft en svag positiv fremgang siden 2009. Fra 769 mio. kr. i 2009 til 1.392 mio.kr. i 2013, og salget udgør i 2013 9 % af den samlede omsætning. Patentet forventes at udløbe i 2015¹¹⁶, hvorfor der forsat er indtjeningsmuligheder i de næste år.



Figur 20 - Azilect som andel af samlet omsætning 2009 - 2013¹¹⁷

Azilect er det sidste produkt, som betegnes som modent af Lundbeck. Det er vores vurdering, at Azilect er en Cash Cow, som modsat Cipralax og Ebixa forsat har opgang i afsætningen. Der forventes forsat mulighed for svag opgang i afsætning, på baggrund af tidligere års erfaring, og da patentet først udløber i 2015.

2.3.4 Huntingtons sygdom

For Huntingtons sygdom, har Lundbeck produktet Xenazine (D), som indeholder stoffet tetrabenazine.¹¹⁸

Xenazine blev lanceret i USA i 2008, hvor hovedparten af omsætningen også kommer fra.¹¹⁹ Ved opkøbet af britiske selskab LifeHealth Limited i 2008, sikrede Lundbeck sig yderligere 25 % af rettighederne til salget af Xenazine (der betales nu ca. 40-47 % i royalties til Biovail Corporation)¹²⁰.

Salget har været stødt stigende i årene 2009 til 2013, fra 298 mio. kr. i 2009 til 1.420 mio.kr. i 2013. I 2013 udgør den samlet 9 % af den samlede omsætning. Patentet forventes at udløbe i 2015.¹²¹

¹¹⁴ <http://min.medicin.dk/Medicin/Praeparater/3609>

¹¹⁵ Lundbeck årsrapport 2013, side 15

¹¹⁶ Se omtale under afsnit 1.7.1

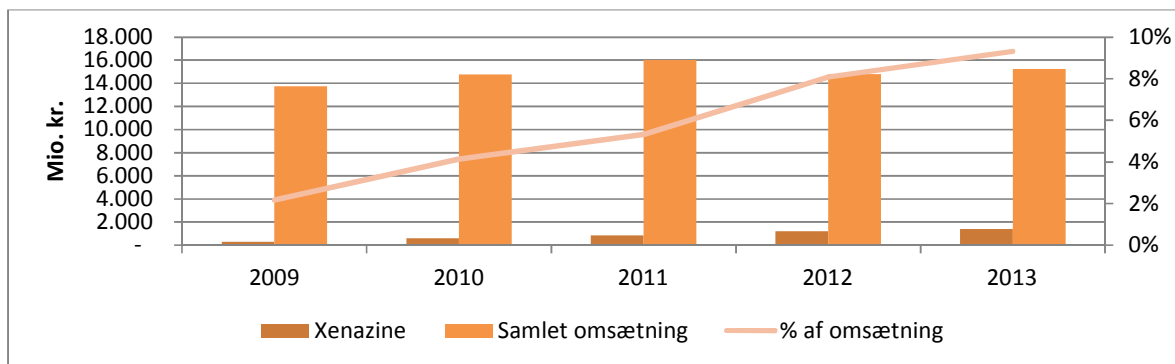
¹¹⁷ Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter fra 2009 til 2013

¹¹⁸ Lundbecks årsrapport 2013, side 15

¹¹⁹ Lundbecks årsrapport 2013, side 15 og 36

¹²⁰ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php?id-23533016:lundbeckceo-salg-af-xenazine-vil-toppe-om-45-%C3%A5r.html>

¹²¹ Se omtale under afsnit 1.7.1



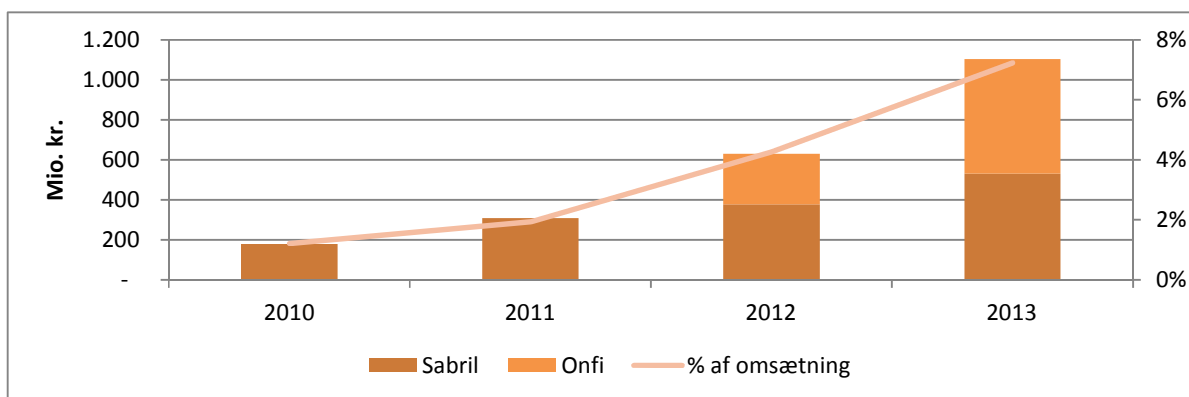
Figur 21 - Xenazine som andel af samlet omsætning 2009 - 2013¹²²

Xenazine vurderes, at være en Cash Cow, med forsat potentiale for øget afsætning. Der er ikke mange lægemidler mod Huntingtons sygdom,¹²³ hvorfor der fortsat er gode indtjeningsmuligheder. Endvidere udløber patentet først i 2015.

2.3.5 Epilepsi

Til behandling af epilepsi har Lundbeck 2 produkter, hhv. Sabril (E), som indeholder stoffet vigabatrin og Onfi (F), som indeholder stoffet clobazam.¹²⁴

Sabril blev lanceret i USA i 2009, mens Onfi blev lanceret i USA i 2012. Samlet set er de 2 produkter steget fra en omsætning i 2010 på 179 mio.kr. til 1.103 mio.kr. i 2013. Blot fra årene 2012 til 2013 er Sabril vækset med 41 % og Onfi med 125 %. Andel af den samlede omsætning er gået fra 1 % i 2009 til 7 % i 2013. Patenterne forventes at udløbe i hhv. 2016 for Sabril og 2018 for Onfi.¹²⁵



Figur 22 - Sabril og Onfi som andel af samlet omsætning 2010 - 2013¹²⁶

Sabril har været på markedet nogle år, men oplever fortsat fremgang i omsætningen, derfor ligger den på

¹²² Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter fra 2009 til 2013

¹²³ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-23533016:lundbeckceo-salg-af-xenazine-vil-toppe-om-45-%C3%A5r.html>

¹²⁴ Lundbeck årsrapport 2013, side 15 (engelsk version)

¹²⁵ Se omtale under afsnit 1.7.1

¹²⁶ Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter fra 2009 til 2013

grænsen fra at være en Star til at blive en Cash cow. Med den vækst lægemidlet tidligere har oplevet, og set i lyset af, at patentet først udløber i 2016, er der fortsat øget indtjeningsmuligheder, hvorfor produktet ikke helt er trådt ud af Star-kategorien.

Onfi vurderes at være en Star, med fortsat god vækst muligheder. Der er endnu lang patenttid, hvorfor der ikke forventes kopiprodukter i nærmeste fremtid.

2.3.6 Andre lægemidler

Andre lægemidler dækker over midler til behandling af alkoholafhængighed, skizofreni og kræft (non-Hodgkin og leukæmi), hvor Lundbeck har hhv. Selincro (I), som indeholder stoffet nalmefene, Abilify Maintena (J), som indeholder stoffet aripiprazole, og Treanda (H), som indeholder stoffet bendamustine hydrochloride.¹²⁷

Treanda er blevet lanceret i Canada i 2012, men det har ikke været muligt få omsætningstal herpå. I 2013 udgjorde omsætningen 129 mio.kr, svarende til 1 % af den samlede omsætning.¹²⁸

Selincro og Abilify Maintena er lanceret/godkendt i 2013 på hhv. det europæiske og amerikanske marked.¹²⁹ Der er ikke oplyst omsætningstal for disse i årsrapporten for 2013. Lanceringen af Abilify Maintena sker i samarbejde med Otsuka Pharmaceutical Europe Ltd.¹³⁰

Treanda vurderes at være en Star. Det er endnu ikke muligt at afgøre, hvor stor vækst den kan få, men vurderes at have haft en pæn start.

Selincro og Abilify Maintena er lanceret i slutning af 2013, hvorfor de ikke har nået at generere en egentlig omsætning. Disse vurderes derfor at være Question Marks.

2.3.7 Pipeline

Som det fremgår ved gennemgang af Boston Consulting-modellen / PLC-kurven, har patent udløb en stor påvirkning på Lundbecks produktportefølje. Omsætningen har vist sig i nogle tilfælde at falde hurtigt, når der sker patentudløb, hvorfor det er vigtigt for Lundbeck at sørge for produktporteføljen følger med den medicinske udvikling.

Følgende tabel er udarbejdet med baggrund i Lundbecks egen opstilling. Fase I projekter er ikke inkluderet. Disse projekter vil også have stor usikkerhed, hvorfor det vil være vanskeligt at vurdere det fremtidige potentiale. For gennemgang af faserne henvises der til afsnit 1.7.

¹²⁷ Lundbeck årsrapport 2013, side 15 (engelsk version)

¹²⁸ Lundbeck årsrapport 2013, side 15 (engelsk version)

¹²⁹ Lundbeck årsrapport 2013, side 15 (engelsk version)

¹³⁰ <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=808814>

Sygdomsområde	Produkt	Fase
Epilepsi	I.V. Carbamazepine	Ansøgning om registrering
Depression/Skizofreni	Brexiprazole	Fase III
Slagtilfælde	Desmoteplase	Fase III
Skizofreni	Zicronapine	Fase III
Alzheimer	Lu AE58054	Fase III
Depression	Tedatioxetine	Fase II

Tabel 1 - Produkter i pipeline¹³¹

Vi vil kort gennemgå ovenstående produkter, og vurdere hvilken indflydelse de kan have for Lundbeck og vores budgettering.

I.V. Carbamazepine

I.V. Carbamazepine er en ny formulering af det orale anti-epileptikum Carbamazepine, og vil være et behandlingsalternativ ved epilepsi, bl.a. fordi dette produkt kan indtages via injektion. Produktet skal bruges til patienter der er indlagt, eller af anden grund ikke kan tage Carbamazepine oralt.¹³²

Grundet at stoffet blot er et behandlingsalternativ, forventes det ikke at tage store markedsandele inden for epilepsibehandling. Omsætningspotentialet anses derfor, at være på et lavere niveau end Sabril og Onfi.

Brexiprazole

Brexiprazole er en behandling af sindslidelser såsom svær depression og skizofreni.¹³³ Det testes dog også på posttraumatisk stress (PTSD) og raserianfald hos Alzheimers-patienter.¹³⁴

Produktet er udarbejdet i samarbejde med japanske Otsuka Pharmaceuticals Ltd. Produktet vurderes af analytikerne at være en stor gevinst for Lundbeck – nærmere omtalt som en 'usleben' diamant. Lundbeck selv forventer en andel af topsalg på ca. 5 mia. kr., mens analytikerne mener, at produktet vil kunne generere helt op til 10 mia. kr. i omsætning. Brexiprazole forventes at komme på markedet i 2015.¹³⁵

Desmoteplase

Produktet sigter mod behandling af akut slagtilfælde. Desmoteplase er en genmodificeret version af et blodpropopløsende protein, som er fundet i spyt hos vampyrflagermus.¹³⁶ De nuværende produkter indenfor området har en behandlingstidsbegrænsning på 4,5 timer, mens Desmoteplase har vist sig effektiv op til 9 timer efter et slagtilfælde.¹³⁷

¹³¹ Egen tilvirkning på baggrund af <http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

¹³² <http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

¹³³ <http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

¹³⁴ http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article6383811.ece

¹³⁵ http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article6383811.ece

¹³⁶ <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?releaseid=652265>

¹³⁷ <http://en.wikipedia.org/wiki/Desmoteplase>

Lundbeck har erhvervet de globale rettigheder til produktet fra PAION AG i Tyskland.¹³⁸

Da produktet er inden for et nyt forretningsområde for Lundbeck, har det ikke været muligt at sammenligne med andre produkter i forhold til omsætningspotentiale.

Zicronapine

Zicronapine er i klinisk udvikling som en potentiel oral behandling af psykiske lidelser såsom skizofreni.¹³⁹

Anders Gersel Pedersem, udviklingschef hos Lundbeck sagde i forbindelse med at produktet igangsættelsen af fase III for Zicronapine *"Med Zicronapin, ser vi frem til at kunne tilbyde patienter og deres læger et nyt behandlingsvalg, inden for et område, som fortsat er karakteriseret af betydelig udækkede medicinsk behov."*¹⁴⁰

Det vurderes af analytikere, at produktet vil komme på markedet i 2016, og generer en topomsætning på 2,5 mia. kr.¹⁴¹

Lu AE58054

Lu AE58054 er et produkt, som er designet til at afhjælpe nogle af symptomerne og forbedre den kognitive funktion ved Alzheimers sygdom. Der findes pt. ingen midler der kan helbrede sygdommen fuldstændig, så der er et stort marked for denne form for medicin indtil helbredelse af sygdommen bliver mulig.

Lundbeck forventer, at Lu AE58054 lanceres i 2017, og man forventer at kunne nå en årlig omsætning 1 mia. dollars på verdensplan.¹⁴²

Tedatioxetine

Tedatioxetine er et antidepressiv under udvikling af Lundbeck og Takeda Pharmaceutical Company Limited til behandling af svær depression.¹⁴³ Grundet at produktet stadig er i fase II er der usikkerheder om hvorvidt produktet vil blive markedsført. Dette produkt vurderes, derfor ikke at bidrage væsentlig til omsætning i vores budgettering.

2.3.8 Opsummering på Boston Consulting-modellen, PLC-kurven og Pipeline

Lundbeck har 4-5 Cash cows i deres produktportefølje. Heraf ligger Cipralex/Lexapro og Ebixa tæt på grænsen for at være Dogs, grundet de forstående patentudløb. Inden for begge områder (depression og alzheimers) har Lundbeck nye produkter på vej, som man forventer, vil kunne overtage den tabte omsætning på sigt – herunder Brintellix (lanceret ultimo 2013), Brexpiprazole og Lu AE58054.

Lundbeck ser selv det nye produkt Brintellix, som en ny blockbuster, mens analytikere også mener at pipeline produktet Brexpiprazole er en 'usleben' diamant, grundet sine mange egenskaber.

¹³⁸ Lundbecks årsrapport 2012, side 29

¹³⁹ Lundbecks årsrapport 2012, side 28

¹⁴⁰ <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=608573>

¹⁴¹ <http://npinvestor.dk/nyheder/visnyhed/220045>

¹⁴² <http://www.reuters.com/article/2013/12/16/us-lundbeck-cso-idUSBRE9BF0IQ20131216>

¹⁴³ <http://en.wikipedia.org/wiki/Tedatioxetine>

I alt har Lundbeck 6 produkter, som ligger i hhv. Star og Question marks fasen. Derudover findes der 4 produkter i pipeline inden for fase III og 1 produkt hvor der ansøges om registrering. Det kan heraf konkluderes at Lundbeck har sikret sin foreløbige fremtid med nye markedsspillere og mulighed for at vækste.

2.4 Ansoff's vækstmatrix

Som sidst del af den strategiske analyse, vil vi kigge på Lundbecks vækststrategier, og fremtidige muligheder for at vækste. Ser man på Lundbecks muligheder for vækst, kan man dele det op efter Ansoffs vækstmatrix. Denne deler vækst op i henholdsvis nye og eksisterende produkter, og nye og eksisterende markeder.

Denne opdeling er opsummeret i nedenstående tabel.

	Nuværende produkter	Nye produkter
Nuværende markeder	Markedspenetrering - Ciraplex (Japan) - Amerikanske og internationale markeder	Produktudvikling - Pipeline (men dog samme sygdomme) - Slagtilfælde (ny produkttype) - Alkoholafhængighed (ny produkttype)
Nye markeder	Markedsudvikling - Xenazine (primært USA) - Onfi (Pt. kun USA) - Sabril (pt. kun USA)	Diversifikation - Tvivlsom

Tabel 2 - Ansoff's vækstmatrix¹⁴⁴

Nedenfor er de enkelte områder i matrixen gennemgået, for at se på hvilke vækstmuligheder Lundbeck har.

2.4.1 Markedspenetrering

Hvis man ser på Lundbecks muligheder for at vækste gennem salg af eksisterende produkter på eksisterende markeder, er mulighederne generelt begrænsede. En begrænsende faktor for dette er reglerne for patenter inden for medicinalindustrien, der betyder, at man kun har eneret på et produkt i en begrænset periode. Det betyder, at de produkter Lundbeck i dag har stor succes med, inden for en kort årrække vil gå af patent, og man derfor ikke vil have denne eneret.

Lundbeck har samtidig ikke mulighed for at konkurrere med kopiproducenterne grundet flere omkostninger til udvikling. Derfor er muligheden for at udbrede eksisterende produkter til eksisterende markeder kun relevant de steder, hvor man har et patent, der kan sikre salget. Eksempler på, at det er lykkedes Lundbeck at vokse gennem salg af eksisterende produkter på eksisterende markeder, er den vækst man har oplevet i salget af Ciraplex på bl.a. det japanske marked¹⁴⁵. Selvom der overordnet er tale om vækstmarkeder for Lundbeck, hvor de endnu ikke er så store, som de er i Europa og USA, er der stadig tale om markeder, hvor

¹⁴⁴ Egen tilvirkning

¹⁴⁵ <http://www.jv.dk/artikel/1636731:Business--Lundbecks-depressionspiller-vinder-frem-i-Asien>

de allerede er aktive samtidig med, at der er tale om et produkt, der har været på markedet i en række år. Der er derfor tale om markedspenetrering som vækststrategi. Dette er en praktisk og billig måde for Lundbeck at skabe vækst på, da der ikke er forbundet omkostninger til udvikling af nye produkter, samt at Lundbeck ikke først skal skaffe sig adgang til nye markeder.

I dag udgør det amerikanske marked 17 % af Lundbecks omsætning¹⁴⁶. Der er tale om verdens største marked for medicinalprodukter, og det er derfor oplagt, at man fra Lundbecks side her ønsker at skabe mere omsætning og vinde flere markedsandele. Samtidig er der stadig mulighed for vækst på det amerikanske marked, bl.a. pga. udviklingen inden for sundhedssikring.

Lundbecks egen ambition for geografisk vækst er at være i stand til at fastholde sin markedsandel i Europa samtidig med, at man opnår større andele af de amerikanske og øvrige internationale markeder¹⁴⁷.

2.4.2 Produktudvikling

En af de vigtige strategier for Lundbeck er produktudvikling. Som tidligere nævnt er patenter tidsbegrænsede, og når et produkt løber af patent, vil kopiproducenterne hurtigt overtage Lundbecks markedsandele, hvilket bl.a. er set med Lexapro på det amerikanske marked¹⁴⁸.

Derfor er produktudvikling vigtig for Lundbeck. Det ses også af virksomhedens pipeline, hvor de produkter, der skal tage over for de nuværende allerede er i udviklingsfaserne. Dette skyldes naturligvis også den tids-horisont, der er for udvikling af medicinalprodukter, der nemt kan tage 10-12 år.

Udviklingen af nye produkter kan ske indenfor eksisterende områder, fx udvikling af medicinalprodukter til behandling af depression. Heraf forventes nogle at kunne tage over for Ciraplex/Lexapro, mens andre forventes at have andre effekter.

Foruden medicinalprodukter, der behandler de samme sygdomme, arbejder Lundbeck også med udvikling af produkter til behandling af sygdomme, hvor de ikke tidligere har haft produkter i deres portefølje. Her kan fx nævnes Desmoteplase til behandling af slagtilfælde og Selincro til behandling af alkoholafhængighed. Sidstnævnte er foruden at være et nyt område for Lundbeck, generelt et produktområde, hvor der ikke tidligere har været mange medicinske behandlingsmuligheder¹⁴⁹.

2.4.3 Markedsudvikling

Vækst gennem salg af eksisterende produkter på nye markeder, også kaldet markedsudvikling, er potentielt set interessant for Lundbeck. En række af virksomhedens produkter henter i dag hele, eller langt størstedelen, af sit salg på et enkelt marked. Fx Xenazine, der primært sælger i USA, og Onfi og Sabril, der kun genererer omsætning i USA. Da man for disse produkter har afholdt udviklingsomkostningerne, kunne det være interessant af skabe afsætning af dem på nye markeder.

¹⁴⁶ Se Figur 5

¹⁴⁷ Lundbeck årsrapport 2013 s. 9

¹⁴⁸ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/10/01/lundbeck-dir-brintellix-godkendelse-en-kolossal-lettelse/12516023>

¹⁴⁹ <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=793731>

Foruden ønsket om at specificke produkter kan generere salg på flere markeder, er det også relevant at kigge på muligheden for generelt at udbrede Lundbecks aktiviteter til nye markeder. Et åbenlyst eksempel er det kinesiske marked, der i dag kun udgør 3,2 % af det samlede verdensmarked, men er kraftigt voksende¹⁵⁰. Man har inden for andre områder end psykofarmaka kunnet se, at kineserne har taget vestlige tendenser til sig, og på andre medicinalområder har det medført en kraftig vækst i salget. Der er en begrundet forventning om, at man fra Lundbecks side vil kunne opleve noget lignende, såfremt man kan komme ind på det kinesiske marked.

2.4.4 Diversifikation

Vækst gennem udvikling af nye produkter til nye markeder, virker ikke som en fornuftig vækststrategi for Lundbeck, idet udviklingen af nye produkter er så dyr, at det alt andet lige vil være meget risikofyldt at udvikle nye produkter, og samtidig satse på at lancere dem på markeder, hvor man i dag ikke opererer. Det vil alt andet lige være mere oplagt at teste nye produkter på markeder, man allerede opererer på, eller at forsøge at vinde markedsandele på nye markeder med produkter, der allerede er udviklet og på markedet andre steder, da man således har mere baggrundsinformation til grund for at skabe vækst.

2.5 SWOT – Delkonklusion Strategisk analyse

Som afslutning på gennemgang af de ikke-finansielle drivere i den strategiske analyse, vil vi nu sammenfatte oplysningerne. Dette gøres ved en SWOT-analyse, som er en model, der sammenfatter en virksomheds interne styrker og svagheder, og holder disse op mod virksomhedens eksterne muligheder og trusler.

Styrker	Svagheder
- Etableret brand - Specialiseret inden for psykofarmaka - Bred portefølje inden for psykofarmaka - 4-5 produkter i Cash cow - Lancering af Brintellix - Pipeline – herunder Brexpiprazol - Ej påvirket af konjunkturudvikling	- Ciprelex og Ebixa har patentudløb i 2014 - Mangler ny stor succes-lægemiddel, som skal tage over fra Lexapro/Ciprelex - Risiko på pipeline produkter – 1 i fase 2 og 4 i fase 3 - 51 % af indtjening kommer fra EU
Muligheder	Trusler
- Stigende levealder - Uudnyttede markedsandele - affordable care act (USA) - Nye forskningsområder - Markedspenetrering (Amerikanske og internationale markeder) - Markedsudvikling (kinesiske marked)	- Øget prispres - Kopiprodukter - Konkurrenter kommer først med et produkt - Truslen fra leverandører af arbejdskraft - Udvikling i antallet af demenspatienter i lavindkomstlande

Tabel 3 - SWOT analyse¹⁵¹

¹⁵⁰ Lundbeck årsrapport 2013 s. 10

¹⁵¹ Egen tilvirkning på baggrund af strategisk analyse

Lundbeck har etableret sig som et stærkt brand på markedet for medicinalprodukter i både Europa, USA og Internationale markeder, såsom Canada og Japan. 51 % af den samlede omsætning (fratrasket 'anden omsætning', som ikke fordeles på markederne) vedr. salg til Europa. Dette kan være risikabelt, da størrelsen af markedet set i forhold til USA og de Internationale markeder er begrænset. Lundbeck har dog stadig gode muligheder for at vækste, da der både er uudnyttede markedsandele i både USA og de asiatiske lande. I f.eks. Japan, er man så småt begyndt at mærke, at man har fået foden ind på markedet efter lancering af depressionsproduktet Lexapro/Cipralext. I USA ligger der muligheder i Præsident Barack Obama's affordable care act, som betyder, at folk der ikke tidligere har haft adgang til sygesikring, nu vil have bedre muligheder for at skaffe hjælp, hvilket potentielt kan betyde at flere vil komme i behandling på det amerikanske marked.

Andre markeder, som kan være attraktive for Lundbeck, er det kinesiske marked. Udover at markedet er kraftigt voksende, har man også erfaret, at kineserne har taget de vestlige tendenser til sig, hvilket er en mulighed for Lundbecks markedsudvikling og salg, især indenfor området depression.

Lundbeck har specialiseret sig i psykofarmaka, hvor mange af deres konkurrenter også opererer inden for andre områder. Styrken heri, er at Lundbeck bedre kan koncentrere sig om at skaffe markedsdele inden for et område. Dog kan det også være en trussel for Lundbeck, da det kan ramme økonomisk hårdt, hvis en konkurrent kommer først på markedet med et nyt innovativt produkt, som kan substituere Lundbecks produkter og som er foretrukket blandt kunderne.

I de første år, fokuserede Lundbeck kun på sygdomsområdet Depression indenfor psykofarmaka. Nu har de en bred portefølje af produkter til hhv. Depression og Angst, Alzheimers sygdom, Parkinsons sygdom, Huntingtons sygdom, epilepsi, skizofreni, alkoholafhængighed og slagtilfælde. Og der er fortsat mulighed for nye forskningsområder, da der rapporteres over 700 mio. tilfælde af hjernesygdomme hvert år. Udover mulighederne for nye forretningsområder, er der også mulighed for vækst inden for de nuværende områder, da bl.a. Alzheimers, Parkinson og Huntingtons er aldersbetinget, og med den stigende levealder, vil der være et større behov for medicin mod disse sygdomme.

Den største stigning i antallet af patienter med demens og andre aldersbetingede sygdomme sker i lavindkomstlande. Derved stiger antallet af patienter der ikke vil have råd til Lundbecks produkter. På den baggrund er det en trussel for Lundbeck at området vil tiltrække flere kopiproducenter.

Inden for Lundbecks nuværende portefølje, har de 4-5 produkter, som er kategoriseret som Cash cows, og som stod for 71-75 % af den samlede omsætning i 2013.¹⁵² Over halvdelen af omsætningen hviler dog på salg af hhv. Cipralext og Ebixat, hvor patentet udløber i 2014, og markedet derefter vil være åbent for kopiprodukter, som kan presse prisen ned, da kopiproducenterne ikke har lige så store omkostninger til forskning og udvikling, som Lundbeck har haft.

Lundbeck mærkede allerede i 2012, hvordan et patentudløb kan ramme omsætningen, da Lexapro patentet udløb i USA. I den forbindelse faldt omsætningen fra 2.535 mio. kr. i 2011 til 575 mio. kr. i 2012,¹⁵³ og i 2013 var salget tæt på nul. Med patentudløbene i sigte, står Lundbeck derfor og mangler succes-lægemidler, som kan tage over for Cipralext og Ebixat.

¹⁵² Beregnet på baggrund af Lundbecks årsrapport 2013, side 36

¹⁵³ Lundbecks årsrapport 2012, side 79

Ultimo 2013, fik Lundbeck godkendelse på ansøgning om registrering af Brintellix, som de selv forventer, vil kunne give et topsalg på 1-2 mia. USD. Brintellix forventes at blive lanceret i 2014. Udover Brintellix mener analytikere også, at der er mange penge at hente i pipeline produktet Brexpiprazol, som er udarbejdet i samarbejde med japanske Otsuka Pharmaceuticals Ltd. Lundbeck selv forventer en andel af topsalg på ca. 5 mia. kr., mens analytikerne mener, at den vil kunne generere helt op til 10 mia. kr., og kalder den for en usleben diamant. Brexpiprazole forventes at komme på markedet i 2015.

Brexpiprazol ligger i fase III i pipeline. Derudover var der pr. 31.12.2013 tre yderligere produkter i fase III, et produkt i fase II og et produkt, hvor der er sendt ansøgning om registrering. Der er en vis usikkerhed ved pipeline produkter, da det stadig ikke er sikkert, hvornår de vil blive markedsført. Usikkerhederne kan ligge i, at et produkt ikke har den ønskede effekt, hvorfor lanceringen vil blive skubbet og udviklingen og forskningen vil blive dyrere for Lundbeck.

Udviklingen af nye produkter kræver, at man har den rette arbejdskraft. I medicinindustrien er der derfor rift om at få den bedste kandidater til opgaverne. For at tiltrække de bedste medarbejdere fra hele verden, bliver virksomhederne nødt til at tilbyde en konkurrencedygtig løn. Dette viser sig bl.a. også ved at det generelle lønniveau i medicinalindustrien i Danmark, er steget med 14 % fra 2009 til 2013, mens lønnen for den private sektor generelt kun er steget med 9 % fra 2009 til 2013.

Medicin er en nødvendighedsvarer, hvorfor Lundbeck ikke er påvirket af konjunkturudvikling. Dog har man mærket prispres fra f.eks. myndigheder, som kræver billigere medicin.

3. Regnskabsanalyse

3.1 Årsregnskaber

Efter at det, ved hjælp af den strategiske analyse, er blevet belyst, hvorledes Lundbeck kan formå at generere værditilvækst, vil der i det efterfølgende blive analyseret på den historiske udvikling. Regnskabsanalysen har til formål at klarlægge de historiske værdidrivere og finde tendenser i udviklingen til brug for budgetlægning. Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i de 5 seneste regnskabsår. Årsrapporterne 2009 til 2013 er derfor anvendt. For at være sikre på, at årsrapporterne er pålidelige og anvendelige til vores regnskabsanalyse, har vi indledende gennemgået årsrapporternes revisionspåtegning og kontinuiteten i den anvendte regnskabspraksis.

3.1.1 Den uafhængige revisors erklæringer

Lundbeck er i i den seneste 5 år blevet revideret af Deloitte, som har forsynet årsrapporterne med en påtegning uden forbehold eller supplerende oplysninger. Der kan derfor tages udgangspunkt i, at regnskaberne er retvisende, og derfor ikke kræver yderligere stillingtagen til, om dele af regnskaberne skal tages op til andre værdier end de i regnskaberne angivne.

3.1.2 Anvendt regnskabspraksis

For at sikre, at årsrapporterne er sammenlignelige, er der foretaget en gennemgang af årsrapporternes anvendte regnskabspraksis. Årsrapporterne er aflagt i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS) udstedt af International Accounting Standards Board (IASB) samt de internationale regnskabsstandarder (IFR), som er godkendt af EU.¹⁵⁴

I alle årsrapporterne er regnskabspraksis tilrettet de nyeste internationale standarder. Dette har medført ændringer i årsrapporterne 2012 og 2013.

I årsrapporten for 2012 ændres regnskabspraksis, som følge af en ændret ledelsesmæssig vurdering af klassifikation af visse markedsføringsomkostninger. Denne ændrede klassifikation er foretaget for at ensrette praksis med sammenlignelige virksomheder. Reklassifikationen har medført, at markedsføringsomkostninger, der tidligere var indregnet som administrationsomkostninger, nu klassificeres som salgs- og distributionsomkostninger. Effekten på årets resultat er 0 kr.¹⁵⁵ Der henvises til bilag 1, hvoraf opstilling af ændringen er foretaget. Disse ændringer er reguleret i vores analyse, så det stemmer til ny praksis. Det er sandsynligt, at denne ændring også ville have betydning for 2010 og 2009, men effekten er ikke oplyst herfor, og på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale er det ikke muligt at tilpasse tallene i 2009 og 2010. Analysen vurderes stadig valid, da den anførte klassifikation ikke har nogen resultateffekt.

I årsrapporten for 2013 har Lundbeck reklassificeret afskrivninger på produktrettigheder, som tidligere var indregnet som salg- og distributionsomkostninger, til vareforbrug. Formålet med reklassifikationen er at tilpasse omkostningerne til salget for alle produkter, uanset om de er produceret af Lundbeck eller Lundbeck har købt rettighederne til produktet og efterfølgende amortiseret dem. Tallene for 2012 er tilpasset

¹⁵⁴ Lundbecks årsrapporter 2009 – 2013, anvendt regnskabspraksis (note 1)

¹⁵⁵ Lundbecks årsrapporter 2012, anvendt regnskabspraksis (note 1)

hertil. Ligesom tidligere er det ikke muligt at ændre øvrige sammenligningstal, da effekten ikke er oplyst. Analysen vurderes stadig valid, da den ikke har nogen resultateffekt.

Desuden er sammenligningstallene for 2012 korrigeret som følge af ændringerne til IAS 19 Personaleydelser, som trådte i kraft 1. januar 2013. Konsekvensen for Lundbeck er, at aktuariemæssige gevinster og tab nu indregnes i totalindkomstopgørelsen i stedet for resultatopgørelsen.

Ændringen i regnskabspraksis i forhold til IAS 19 har en effekt på resultatopgørelsen, resultat per aktie (EPS), resultat per aktie, udvandet (DEPS), totalindkomstopgørelse, opgørelse af egenkapitalen og pengestrømsopgørelse for 2012. Balancen påvirkes ikke. Der henvises til bilag 1, hvoraf opstilling af ændringen er foretaget.

Effekten for 2013 er, at der indregnes 11 mio. kr. i totalindkomstopgørelsen, i stedet for resultatopgørelsen. I 2012 er der reklassificeret 58 mio. kr. fra resultatopgørelsen til totalindkomsten.¹⁵⁶ Det har ikke været muligt at foretaget regulering af tidligere år, på grund af beløbets størrelse vurderes dette ikke at være væsentligt for opgaven. Og det vil fortsat være muligt at opstille et budget for Lundbeck uagtet de nævnte forhold.

3.2 Reformulering

For at have det rigtige grundlag for beregning af nøgletal efter DuPont-modellen har det været nødvendigt at reformulere årsrapporterne, som aflægges efter IFRS. Reformuleringen foretages for at finde virksomhedens totalindkomst, der i årsrapporten er fordelt på resultatopgørelsen og øvrige egenkapitalposter.

Derudover fordeles totalindkomsten op i driftoverskud fra salg, andet driftoverskud og finansieringsaktivitet. Dette gøres for at finde frem til, hvor værdivæksten i Lundbeck opstår, da det er driften, der skal budgetteres på senere, jf. afsnit 4.

Balancen er delt op i netto-finansielle forpligtelser og netto driftsaktiver til brug for analyse af balancen og beregning af driftens aktiver og gældsforpligtelser.

Reformuleringen deles op i følgende fire trin:

- Reformulering af egenkapitalopgørelsen
- Reformulering af balancen
- Reformulering af resultatopgørelsen
- Reformulering af pengestrømsopgørelsen

3.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Ved reformulering af egenkapitalopgørelsen, adskiller man totalindkomsten (TI) og transaktioner med ejerne (TE). Dette gøres bl.a. fordi, man ikke ønsker at foretage analyse på transaktioner med ejerne, da dette blot er aflønning af aktionærerne og ikke fortæller om værdiskabelsen i virksomheden.

¹⁵⁶ Lundbecks årsrapporter 2013, anvendt regnskabspraksis (note 7)

I Lundbeck består transaktioner med ejerne af udloddet udbytte, kapitalforhøjelse, tilbagekøb af egne aktier og incitamentsprogrammer. Når transaktioner med ejerne er udskilt, tilbagestår årets resultat samt en række egenkapitalposter, hvor sidstnævnte dækker over poster, som føres direkte på egenkapitalen. Den praksis med at postere overskudskomponenter direkte på egenkapitalen frem for i resultatopgørelsen kaldes dirty-surplus accounting.¹⁵⁷ Dirty surplus posterne er en del af værditilvæksten i virksomheden, hvorfor de er lagt til årets resultat for at finde totalindkomsten.

Se bilag 2 for den reformulerede egenkapitals opgørelse.

3.2.2 Reformulering af balancen

I den officielle balance bliver aktiver og forpligtelser opdelt i hhv. kort- og langfristede. Denne inddeling er primært indført for at dække kreditorenes informationsbehov i forbindelse med kreditværdighedsanalyser. Når vi skal kigge på rentabilitet, opdeles der efter driftsaktivitet og finansieringsaktiviteter. Finansieringsaktiviteterne viser, hvorledes Lundbeck rejser kapital, mens driftsaktivitet viser, hvorledes Lundbeck anvender den rejste kapital til at skabe værdi.¹⁵⁸

Se bilag 3 for den reformulerede balance.

Alle aktivposter på nær værdipapirer og likvider er klassificeret som driftsaktiver. Det kan dog diskuteres hvorvidt "finansielle aktiver disponible for salg", skal klassificeres som driftsaktiv eller finansieringsaktiv. Det er ikke angivet i regnskabet, hvad denne post dækker over, hvorfor vi med udgangspunkt i teksten "disponible for salg" vurderer, at den indgår som en del af den daglige drift, hvorfor vi har valgt at placere posten som et driftsaktiv.

Likvid beholdning er som udgangspunkt et finansieringsaktiv. Det er dog nødvendigt for den daglige drift at have en vis driftslikviditet. Det er ikke muligt at vide præcis, hvor stor driftslikviditeten er, hvorfor den er estimeret til 1 % af omsætningen.

På gældssiden er det fordelt således, at bankgæld og prioritetsgæld er finansielle forpligtelser, og resten er driftsforpligtelser. Driftsforpligtelser består primært af leverandørgæld, anden gæld, udskudt skat samt medarbejder forpligtelser.

3.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Formålet med at reformulere den officielle resultatopgørelse er at finde Lundbecks samlede overskud, dvs. totalindkomsten, gennem at opdele resultatopgørelsen i driftsoverskud og netto finansielle omkostninger. Det samlede overskud (totalindkomsten), består af nettooverskuddet fra resultatopgørelsen samt øvrig totalindkomst, som er tidligere nævnte dirty-surplus poster, som er ført direkte på egenkapitalen.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 170

¹⁵⁸ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 158

¹⁵⁹ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 170

Totalindkomsten opdeles i:

- Driftsoverskud fra salg
- Driftsoverskud fra andet
- Usædvanlige poster
- Finansieringsomkostninger

Driftsoverskuddet omfatter de primære værdiskabende aktiviteter. Dette kaldes også det permanente overskud, som danner grundlag for virksomhedens indtjeningsevne og vækst.

Andet driftsoverskud/usædvanlige poster omfatter virksomhedens sekundære aktiviteter, omkostninger/indtægter, der er ikke forventes at forekomme i fremtiden, eller som er svære at budgettere såsom nedskrivninger og gevinst/tab ved salg, samt dirty surplus poster fra egenkapitalen.

Netto finansielle omkostninger omfatter finansielle indtægter og omkostninger, herunder renteindtægter og omkostninger, valutakurstab/-gevinster og kurstab/-gevinster på værdipapirer. Disse transaktioner er ikke værdiskabende.

I forbindelse med reformuleringen skal følgende forhold bemærkes:

Ved gennemlæsning af kommentarerne til Lundbecks årsrapporter er det konstateret, at der forekommer engangsomkostninger/restruktureringsomkostninger i 2011¹⁶⁰, 2012 og 2013. Engangsomkostningerne i 2012 skyldes en omstrukturering af Lundbecks kommercielle aktiviteter i Europa.¹⁶¹ I 2013 oplyses det, at Lundbeck har afholdt engangsomkostninger på ca. 1 mia. kr., som følge af Europa-Kommissionens bøde (ca. 700 mio. kr.)¹⁶², nedskrivning på Saphris/Sycest (210 mio. kr.) og restruktureringsomkostninger.¹⁶³ Det forudsættes restruktureringsomkostninger udgør 90 mio. kr.¹⁶⁴, hvorfor der i alt indregnes 790 mio. kr. under engangsomkostninger/restrukturerings-omkostninger. Udover nedskrivningen på Saphris/Sycest er der yderligere en nedskrivning på 38 mio. kr.¹⁶⁵, hvorfor der samlet er indregnet 248 mio. kr. under nedskrivning på immaterielle og materielle driftsaktiver i reformuleringen af resultatopgørelsen.

Ved gennemgang af noten for af- og nedskrivning, er hhv. nedskrivninger og gevinst/tab ved salg immaterielle og materielle anlægsaktiver fundet. Disse er herefter flyttet til usædvanlige poster. I 2013 er der ikke oplyst nogen gevinst/tab ved salg immaterielle og materielle anlægsaktiver, hvorfor det antages nettogevinster ved dette har været 0 kr.

Oplysning vedr. andet driftsoverskud er fundet i årsrapporterne for Lundbeck i segmentoplysningsnoten (note 2) i de enkelte årsrapporter.

¹⁶⁰ I Lundbecks årsrapport for 2011, er restruktureringsomkostninger ikke angivet i beløb, men det er den ved sammenligning i årsrapporten for 2012 (side 5)

¹⁶¹ Lundbeck årsrapport 2012, side 5

¹⁶² Lundbeck årsrapport 2013 (dansk resumé version), side 5

¹⁶³ Lundbeck årsrapport 2013 (dansk resumé version), side 5

¹⁶⁴ Samlet omkostninger: 1.000 mio. kr. fratrukket hhv. 700 mio. kr. (bøde) og 210 mio. kr. (nedskrivning – oplyst i note i regnskab), giver en rest på 90 mio.kr.

¹⁶⁵ Oplysning findes i noten for afskrivninger i Lundbeck årsrapporten 2013 (note 16)

Den anvendte skattesats er 25 %. Der estimeres ikke skat på dirty surplus, da den korrekte skatteeffekt allerede er medtaget særskilt under egenkapitalopgørelsen.

Se bilag 4 for den reformulerede resultatopgørelse.

Skatteomkostningen fra driftsoverskud fra salg er jf. nedenstående tabel, anvendt til at beregne udviklingen i den effektive skatteprocent.

Reformuleret Resultatopgørelse, DKK mio.	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsoverskud fra salg før skat	1.430	1.405	3.293	2.782	2.257
Skat af driftsoverskud	(543)	(400)	(966)	(662)	(461)
Effektiv skatteprocent	37,97%	28,43%	29,33%	23,80%	20,41%

Tabel 4 - Effektiv skatteprocent for Lundbeck¹⁶⁶

Skatteprocenten i 2013, er høj for en koncern med base i Danmark, hvor skatteprocenten forventes at ligge mellem 20 % til 30 %. Udsvinget skyldes bøden på ca. 700 mio. kr. fra Europa-Kommissionen, som ikke var fradragsberettiget. Bødens skatteeffekt udgør 11,90 %.¹⁶⁷ Hvis der korrigeres herfor bliver den effektive skatteprocent 26,07 %.

3.2.4 Reformulering af pengestrømsopgørelsen

Den reformulerede pengestrømsopgørelsen giver overblik over virksomhedens evne til at omdanne værdi til cash flow. Det frie cash flow er det cash flow, der genereres ved virksomhedens drift og investeringer, hvilket bruges til aflønning af kapitalindskyderne. Det vil sige bl.a. udbytte til aktionærerne.

Det frie cash flow kan beregnes efter 2 metoder. Den ene tager udgangspunkt i driften og beregner det frie cash flow ud fra driftsoverskuddet og nettodriftsaktiviteter. Den anden ser det fra kapitalydernes side, og beregnes ud fra de nettofinansielle omkostninger, netto finansielle forpligtelser (afdrag/optagelse af fremmedkapital) samt nettodividende, som kapitalejerne har modtaget i året.

Se bilag 5 for den reformulerede pengestrømsopgørelse.

Som det fremgår af bilag 5, ligger Lundbeck på et stabilt niveau med et cash flow på over 2 mia. kr. på trods af faldende driftsoverskud. Dog falder cash flowet i 2012, og ligger på 602 mio. kr. Dette skyldes bl.a. øget binding i aktiver, som hovedsageligt kan henføres til produktrettigheder, i forbindelse med nye lanceringer, samt tilgodehavende selskabsskat. Ses der i stedet på de finansielle aktiver/forpligtelser skyldes det at beholdningen i værdipapirer er faldet. Endvidere er nettodividenden faldet som følge af lavere udlodnet udbytte.

3.3 Rentabilitetsanalyse

Som udgangspunkt for rentabilitetsanalysen anvendes den udvidede DuPont-model. Modellen er opbygget med udgangspunkt i egenkapitalens forrentning, da denne er udtryk for den forrentning man historisk har

¹⁶⁶ Egen tilvirkning på baggrund af reformuleret resultatopgørelse

¹⁶⁷ Lundbeck årsrapport 2013 (engelsk version), side 43

opnået af en investering i virksomheden. Ser man på DuPont modellen, viser denne, hvordan sammenhængen mellem egenkapitalen og de underliggende nøgletal. Se bilag 6 for illustration af den udvidede DuPont model, inklusiv formler for beregning af nøgletal.

Med udgangspunkt i modellen kan egenkapitalens forrentning opdeles, således at det kan illustreres hvad der skaber denne forrentning. Modellen deler de underliggende drivere af egenkapitalens forrentning op i to grupper, henholdsvis driftsaktivitet og finansieringsaktivitet.

3.3.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning som er udtryk for, hvad en investor kan forvente af afkast på en investering i Lundbeck, er faldende henover perioden 2010 til 2013. ROE beregnes på baggrund af driftsaktivitet (afkast på netto-driftsaktiver) og finansiering (finansiell gearing og SPREAD).

Afkast på nettodriftsaktiver er udtryk for afkastet set i forhold til den samlede investerede kapital.

Den finansielle gearing er udtryk for de netto finansielle forpligtelser i forhold til egenkapitalen i virksomheden.

SPREAD er udtryk for forskellen mellem afkast på nettodriftsaktiver og virksomhedens gennemsnitlige rente på de finansielle forpligtelser.

ROE	2013	2012	2011	2010
Afkast på nettodriftsaktiver (ROIC)	7,37%	10,38%	23,08%	28,31%
Finansiell gearing (FGEAR)	-0,201	-0,143	-0,095	0,060
SPREAD	13,29%	14,75%	33,67%	13,97%
Effekt af finansieringsaktivitet	-2,67%	-2,11%	-3,19%	0,83%
Egenkapitalens forrentning (ROE)	4,70%	8,27%	19,88%	29,14%

Tabel 5 - Beregning af ROE¹⁶⁸

Helt overordnet ses en kraftig faldende tendens for egenkapitalens forrentning henover de sidste 4 år. Samlet set et ROE faldet 84 %. Da ROE består af afkast på nettodriftsaktiver og effekten af den finansielle aktivitet, er det derfor værd at se på, hvad der bidrager til dette fald.

Ser vi først på udvikling i effekten af finansieringsaktiviteten, er denne negativ i forhold til udviklingen i ROE. Effekten af finansieringsaktiviteten falder over hele perioden, med eneste stigning fra 2011 til 2012. Det er samtidig tydeligt, at dette fald primært kan henføres til den finansielle gearing, da SPREAD ligger på nogenlunde samme niveau, med undtagelse af 2011. Den samlede effekt af faldet i effekten af finansieringsaktivitet kan ses ved at beregne ROE, med ROIC (afkastet på nettodriftsaktiver) fastholdt på 2010 niveau.

¹⁶⁸ Egen tilvirkning på baggrund af de reformulerede opgørelser, jf bilag 2-5

Fastholdte 2010 tal	2013	2012	2011	2010
ROE beregnet med ROIC = 28,31 %	25,63%	26,20%	25,12%	29,14%
ROE beregnet med effekt af finansieringsaktivitet = 0,83 %	8,21%	11,21%	23,91%	29,14%

Tabel 6 - ROE beregnet med henholdsvis ROIC og effekt af finansieringsaktivitet fastholdt på 2010-niveau¹⁶⁹

På baggrund af disse beregnede værdier, er det tydeligt, at selvom nedgangen i effekten af finansieringsaktiviteten har haft en effekt på udviklingen i ROE, så er det primært udviklingen i ROIC, der har påvirket udvikling i ROE. Det ses, at såfremt ROIC havde været uændret gennem perioden, ville ROE være faldet 12 %, mod den nuværende situation hvor faldet udgør 84 %. Modsat ville en situation, hvor effekten af finansieringsaktiviteten havde været uændret på 2010 i hele perioden have betydet, at faldet ville have været 72 %. Det ses således, at faldet i ROE primært kan henføres til faldet i ROIC.

3.3.2 Afkast på netto driftsaktiver (ROIC)

Ser man på driftssiden af egenkapitalens forrentning udtrykkes denne af afkast på nettodriftsaktiver. Afkast på nettodriftsaktiver kan dekomponeres til overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed.

ROIC	2013	2012	2011	2010
Overskudsgrad (OG)	5,59%	8,22%	16,46%	21,18%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,319	1,263	1,402	1,337
Afkast på nettodriftsaktiver (ROIC)	7,37%	10,38%	23,08%	28,31%

Tabel 7 - Beregning af ROIC¹⁷⁰

Overordnet ses det, at overskudsgraden falder gennem hele perioden, hvorimod aktivernes omsætningshastighed forbliver på nogenlunde samme niveau. Dette indikerer, at det især er overskudsgraden der påvirker udviklingen i ROIC.

For at illustrere dette yderligere er det muligt at beregne overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed, hvor de to parametre fastholdes på 2010 niveau.

Fastholdte 2010 tal	2013	2012	2011	2010
ROIC beregnet med OG = 21,18 %	27,93%	26,74%	29,69%	28,31%
ROIC beregnet med AOH = 1,337	7,47%	10,99%	22,00%	28,31%

Tabel 8 - ROIC beregnet med henholdsvis OG og AOH fastholdt på 2010-niveau¹⁷¹

Her ses det, at såfremt OG fastholdes på 2010-niveau, ville faldet i ROIC kun have udgjort ca. 1 %, modsat det aktuelle fald på 74 %. Det ses således, at OG bidrager med 73 % -point af de 74 % fald i ROIC, hvor AOH kun bidrager med det sidste procentpoint.

¹⁶⁹ Egen tilvirkning

¹⁷⁰ Egen tilvirkning på baggrund af de reformulerede opgørelser, jf. bilag 2-5

¹⁷¹ Egen tilvirkning

3.3.3 Overskudsgrad (OG)

For at analysere på årsagen til faldet i overskudsgraden, kan man kigge på de underliggende drivere, der påvirker overskudsgraden. Her anvendes den reformulerede resultatopgørelses poster opgjort i procent af omsætningen, hvorved det ses, hvordan de bidrager til overskudsgraden, der er udtryk for driftsoverskudet i procent af omsætningen.

Overskudsgradens drivere	2013	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,0%
Produktionsomkostninger	-28,74%	-26,47%	-20,54%	-20,97%	-20,5%
Bruttoresultat	71,26%	73,53%	79,46%	79,03%	79,5%
Salgs- og distributionsomkostninger	-28,40%	-34,41%	-29,85%	-24,44%	-23,3%
Administrationsomkostninger	-18,14%	-11,39%	-10,51%	-13,53%	-14,4%
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-20,17%	-20,61%	-19,49%	-21,58%	-24,6%
Regulering til usædvanlige driftsposter	5,62%	2,87%	2,10%	0,23%	0,1%
Overskudsgrad fra salg før skat fra salg før skat	10,18%	10,00%	21,72%	19,72%	17,4%
Skat af driftsoverskud fra salg	-3,86%	-2,84%	-6,37%	-4,69%	-3,6%
Overskudsgrad fra salg i alt	6,31%	7,15%	15,35%	15,02%	13,8%
Overskudsgrad fra andre poster efter skat	0,72%	-1,07%	-1,11%	-6,15%	-1,4%
Overskudsgrad	5,59%	8,22%	16,46%	21,18%	15,2%

Tabel 9 - Udvalgte OG-drivere¹⁷²

Af tabellen ses det, at det især er produktions-, salgs- og distributions- samt administrationsomkostninger, der er årsag til det kraftige fald i overskudsgraden henover perioden. Den negative effekt heraf, har endda mere end udlignet den positive effekt af udviklingen i overskudsgrad vedrørende andre poster.

Omsætningen over perioden har været på nogenlunde samme niveau, med undtagelse af 2011, hvor man har haft omsætning for ca. 1 mia. kr. yderligere. Faldet til 2012 skyldes patentudløb på Lexapro i USA, hvilket har haft en negativ påvirkning på Lundbecks omsætning. Det er forventeligt, at administrationsomkostningerne vil stige over tid, ligesom det er forventeligt, at salgsomkostninger stiger i en periode, hvor Lundbeck har været nødt til at prøve at erstatte omsætningen fra et etableret produkt med nye produkter. Det er mere bekymrende, at produktionsomkostningerne er steget så kraftigt i en periode, hvor omsætningen har været uændret. En del af dette skyldes ændring i regnskabspraksis, hvor afskrivninger på produktrettigheder fra 2012 og 2013 er indregnet under produktionsomkostninger, jf. tidligere gennemgang af årsregnskaber.

Med hensyn til 2013 ses, at reguleringen til usædvanlige driftsposter har en væsentlig påvirkning. Det skal i den forbindelse bemærkes, at dette ikke har en direkte effekt på overskudsgraden, da det korrigeres modsvarende under overskudsgrad fra andre poster efter skat, hvorved det alene har effekt af at flytte driftsoverskud fra salg til andet driftsoverskud.

¹⁷² Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede opgørelser bilag 2-5, komplet omregning se bilag 7

3.3.4 Aktivers omsætningshastighed (AOH)

Den anden del af afkast på nettodriftsaktiver udgøres af aktivernes omsætningshastighed. Udviklingen her har ikke haft samme negative tendens som på overskudsgraden. Påvirkningen af aktivernes omsætningshastighed, kan se af nedenstående drivere, der er opgjort som den reciprokke AOH. Dette er et udtryk for, hvor meget kapital, der skal investeres for at få en omsætningskrone.

AOH Drivere (1/AOH)	2013	2012	2011	2010
Driftsaktiver				
Immaterielle anlægaktiver	0,64	0,62	0,54	0,56
Materielle anlægsaktiver	0,20	0,20	0,19	0,22
Andre langfristede aktiver	0,03	0,03	0,02	0,01
Langfristede aktiver disponible for salg	0,01	0,01	0,00	0,00
Varebeholdninger	0,13	0,12	0,10	0,11
Tilgodehavende fra salg	0,18	0,18	0,15	0,14
Øvrige tilgodehavender	0,08	0,07	0,05	0,05
Driftslikviditet - 1% af omsætning	0,01	0,01	0,01	0,01
Driftsaktiver (DA) i alt	1,28	1,23	1,07	1,10
Driftsforpligtelser				
Langfristede forpligtelser	-0,11	-0,10	-0,07	-0,08
Kortfristede forpligtelser	-0,41	-0,34	-0,29	-0,28
Driftsforpligtelser (DF) i alt	-0,52	-0,44	-0,36	-0,35
Netto driftsaktiver (NDA)	0,76	0,79	0,71	0,75

Tabel 10 - AOH-drivere¹⁷³

Her ses det, at der henover perioden er sket en ændring således, at der skal investeres væsentligt mere i immaterielle anlægsaktiver for at opnå en omsætningskrone. Dette skyldes en større pengebinding i immaterielle aktiver, der på 4 år er øget med over 1 mia. kr., svarende til 13 %. Dette er sket uden, at man har været i stand til at generere mere omsætning fra denne pengebinding.

Tilgodehavende fra salg er i perioden steget ca. 0,5 mia. svarende til 24 %. Denne pengebinding er medvirkende til at nedbringe aktivernes omsætningshastighed.

En væsentlig modvirkende effekt kommer fra kortfristede forpligtelser, der i perioden er steget 61 %, svarende til 2,4 mia. Dette tal er påvirket af den bøde, som Lundbeck er blevet tildelt af Europa-Kommissionen, men hvor man har anket¹⁷⁴. Den positive effekt på aktivernes omsætningshastighed kommer, da man gennem øget gæld foretager en gearing af driftsaktiverne.

Alt i alt er aktivernes omsætningshastighed nogenlunde på niveau for perioden, hvilket underbygger, at det er overskudsgraden, der er den forklarende årsag til udviklingen i afkast på nettodriftsaktiver.

¹⁷³ Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede opgørelser, jf. bilag 2-5

¹⁷⁴ http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/264751/lundbeck_anker_eu-boede.html

3.3.5 Finansiell gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing er et udtryk for de finansielle forpligtelser i forhold til egenkapitalen, og derfor graden af fremmedfinansiering i virksomheden.

FGEAR	2013	2012	2011	2010
Netto finansielle forpligtelser	-2.684	-1.857	-1.133	593
Gns. Egenkapital	13.340	12.987	11.949	9.963
Finansiell gearing (FGEAR)	-0,201	-0,143	-0,095	0,060

Tabel 11 - Beregning af FGEAR¹⁷⁵

Over de sidste 3 år, har Lundbeck ikke haft netto finansielle forpligtelser, men i stedet netto finansielle aktiver. Af den grund er den finansielle gearing i Lundbeck negativ. Der ses samtidig en tendens i at Lundbecks gearing er faldende, hvilket skyldes en kombination af en voksende egenkapital og stigende netto finansielle aktiver.

3.3.6 SPREAD

SPREAD er udtryk for forskellen mellem afkast på nettodriftsaktiver og virksomhedens gennem-snitlige rente på de finansielle forpligtelser.

SPREAD	2013	2012	2011	2010
ROIC	7,37%	10,38%	23,08%	28,31%
Netto renteomkostninger efter skat	159	81	120	85
Netto finansielle forpligtelser	-2.684	-1.857	-1.133	593
<i>r</i>	-5,92%	-4,37%	-10,59%	14,33%
SPREAD	13,29%	14,75%	33,67%	13,97%

Tabel 12 - Beregning af SPREAD¹⁷⁶

Renteomkostninger, der opgøres som *r*, er i Lundbecks tilfælde negative i perioden 2011 – 2013, hvilket igen skyldes at der er tale om netto finansielle aktiver. Den gennemsnitlige rente på de finansielle forpligtelser er negativ i perioden fra 2011 til 2013. Det skyldes, at Lundbeck har nettofinansielle aktiver, men netto finansielle omkostninger.

Da SPREAD er positiv vil gearing af virksomheden løfte forrentningen, hvorved man vil kunne opnå en større forrentning ved at få mere fremmedfinansiering i virksomheden.

¹⁷⁵ Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede opgørelser, jf. bilag 2-5

¹⁷⁶ Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede opgørelser, jf. bilag 2-5

3.4 Trendanalyse

Ved en trendanalyse, analyseres udviklingen i udvalgte regnskabsposter set over tid i forhold til et basis år.¹⁷⁷ Denne analyse vil være med til at danne grundlag for vores budgettering senere, da de historiske data, i mange tilfælde vil være repræsentative for Lundbecks udvikling.

Som basis år, er 2009 udvalgt, da vi vurderer at 5 års analyse er tilstrækkelig til trendanalysen. Til at starte med har vi kigget på den reformulerede resultatopgørelse.

Reformuleret Resultatopgørelse, DKK mio.	2013	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	108	108	117	109	12.975
Samlede driftsomkostninger	118	118	111	106	(10.718)
Driftsoverskud fra salg i alt	49	56	130	118	1.796
Andet driftsoverskud i alt	156	97	109	85	579
Usædvanlige driftsposter efter skat	607	250	435	47	(128)
Driftsoverskud i alt	40	59	126	151	1.974
Netto renteomkostninger efter skat	66	34	50	35	(240)
Totalindkomst	36	62	137	167	1.734

Tabel 13 - Reformuleret resultatopgørelse - indekseret¹⁷⁸

Indeks i resultatopgørelsen viser udviklingen i overskuddet og de faktorer, der influerer herpå.¹⁷⁹ Lundbecks driftsoverskud er i analyseperioden faldet med 60 %, som kan henføres til, at driftsomkostninger er steget 18 %, mens omsætningen kun er steget med 8 %. Endvidere er usædvanlige poster steget fra ca. 2 mio.kr til ca. 1 mia. kr. i 2013, altså en stigning på mere end 500 %.

Som nævnt ved reformulering af resultatopgørelsen, er de usædvanlige poster i 2013 præget af en engangsomkostning på 700 mio. kr. som følge af Europa-Kommissions bøde.

Reformuleret Resultatopgørelse Korrigeret, DKK mio.	2013	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	108	108	117	109	12.975
Samlede driftsomkostninger	118	118	111	106	(10.718)
Driftsoverskud fra salg i alt	59	56	130	118	1.796
Andet driftsoverskud i alt	156	97	109	85	579
Usædvanlige driftsposter efter skat	198	250	435	47	(128)
Driftsoverskud i alt	75	59	126	151	1.974
Netto renteomkostninger efter skat	66	34	50	35	(240)
Totalindkomst	77	62	137	167	1.734

Tabel 14 - Korrigeret reformuleret resultatopgørelse - indekseret¹⁸⁰

Korrigeres der for denne engangspost udgør det samlede fald i driftsoverskuddet herefter 25 %, hvilket er en stigning ift. 2012, hvor patentet på Lexapro udløb i USA, og Lundbeck mistede ca. 2 mia. kr. i omsætning.

¹⁷⁷ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 197

¹⁷⁸ Egen tilvirkning på baggrund af reformuleret resultatopgørelse og balance

¹⁷⁹ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 197

¹⁸⁰ Egen tilvirkning på baggrund af reformuleret resultatopgørelse

Stigningen i driftsoverskuddet 2013 skal dog findes i andet driftsoverskud, nærmere bestemt downpayments og milepælsbetalinger¹⁸¹ som er steget med 825 mio.kr.

Udover at kigge på den reformulerede resultatopgørelse, har vi også valgt medtage en oversigt over udviklingen på Lundbecks omsætningsgrupper. Nedenstående er ikke reformuleret, hvorfor den er inkl. andet driftsoverskud.

Da Sabril og Onfi ikke var lanceret i basisåret, er deres basisår rykket til hhv. 2010 og 2012.

Samlet omsætning (ej reformuleret), DKK mio.	2013	2012	2011	2010	2009
Ciprallex (depression og angst)	112	110	112	109	5.320
Lexapro (depression og angst)	-	23	103	100	2.451
Ebixa (Alzheimers)	97	130	127	111	2.162
Azilect (Parkinsons)	181	159	154	134	769
Xenazine (Huntingtons)	477	402	286	205	298
Sabril (Epilepsi)	296	210	173	100	N/A
Onfi (Epilepsi)	225	100	N/A	N/A	N/A
Øvrige lægemidler	74	78	82	82	2.469
Anden omsætning	533	225	140	93	278
Samlet omsætning	111	108	116	107	13.747

Tabel 15 - Samlet omsætning - indekseret¹⁸²

Den økonomiske udvikling på ovenstående vil vi ikke komme nærmere ind på, da dette er gennemgået tidligere i opgaven, i forbindelse med produktporteføljeanalysen, jf. afsnit 2.3. Overordnet kan det konkluderes at patentudløb har en væsentlig indflydelse på salget, f.eks. forsvandt salget af Lexapro i USA på blot 2 år, og Lundbeck kan allerede nu mærke konsekvenser af patentudløb i Europa på Ebixa. Ciprallex's omsætning øges i 2013 pga. lancering på de internationale markeder, men her vil patentet også udløbe i 2014 i Europa, ligesom Ebixa.

Azilect, Xenazine, Sabril og Onfi viser fortsat positiv fremgang i omsætningen. For øvrige lægemidler har der været et fald på 26 % ift. 2009, mens anden omsætning er steget med 1,2 mia. kr., svarende til 433 % ift. 2009. Heri skal bl.a. findes downpayments og milepælsbetalinger og royalty omsætning, som jf. ovenfor er steget 56 % i analyseperioden.

3.5 Risikoanalyse

Det er nødvendigt for en investor at tage højde for Lundbecks risici, inden man vælger at investere. Formålet med risikoanalysen er, at danne en forventning til, hvilke fremtidige risici, som vil påvirke værdien af Lundbeck. Lundbecks samlede risici bliver overordnet kaldet fundamentalrisiko.

Den fundamentale risiko, kan deles op i to underpunkter, hhv. den driftsmæssige og finansielle risiko. Den driftsmæssige risiko er den samlede risiko for drifts- og investeringsaktiviteten. Den finansielle risiko kommer fra finansieringsaktiviteten, der bestemmer den finansielle gearing samt renterisikoen.¹⁸³

¹⁸¹ Milepælsbetalinger omfatter beløb modtaget ved gennemførelse af bestemte foruddefinerede mål i udviklingen af nye produkter. Downpayments omfatter beløb modtaget ved opstart af udviklingen af nye produkter.

¹⁸² Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter 2009-2013, note 2 (segmentoplysning)

3.5.1 Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko knytter sig hovedsageligt til konsekvenserne ved udsving i nettoomsætningen, omkostninger, nettodriftsaktiverne og driftsforpligtelserne. Vi vil nedenfor gennemgå nogle af de væsentligste driftsmæssige risici.

Lundbecks omsætning afhænger bl.a. af udviklingen af innovative lægemidler. Der er dog forbundet risici ved at introducere nye lægemidler og behandlingsformer til kendte sygdomme. Ved forskning og udvikling er der risiko for, at nye produkter forsinkes eller helt må opgives. For at afdække risikoen vurderer Lundbeck hvert enkelt senfaseprojekt, hvorledes udfaldet af produktet kan forbedres ved at igangsætte nye kliniske undersøgelser eller ved yderligere at støtte eksisterende kliniske undersøgelser.¹⁸⁴

Udover introduktion af nye lægemidler, er der også risici ved markedsvilkårene i markederne. Særlig i Europa er markedet for lægemidler præget af myndighedernes ønske, om at bremse eller nedbringe stigende sundhedsudgifter. Bespareserne søges via prisreguleringer, ændringer i medicintilskud mv. Sådanne sundhedsreformer kan have væsentlig indflydelse på lægemidlernes indtjeningspotentiale. For at imødekomme disse udfordringer samarbejder Lundbeck med sundhedsmyndigheder verden rundt for at dokumentere deres lægemidler.¹⁸⁵ Udover det generelle prispres, som nævnt oven for, skabes der også prispres når et patent udløber. Lundbeck tilstræber at tilpasse deres organisation og aktiviteter til de ændrede markedsvilkår.

Ift. ovenstående er det derfor afgørende om, der er variabilitet i Lundbecks omkostninger. Hvis en virksomhed har mange faste omkostninger, vil virksomheden have svært ved at nedbringe sine omkostninger ved nedgang i omsætningen. En virksomhed, der derimod har mange variable omkostninger, vil have bedre mulighed for at nedbringe omkostningerne, og derved opretholde deres overskudgrad. Det er ikke muligt at få den nøjagtige fordeling på faste og variable omkostninger, men på baggrund af ovenstående vurderes det, at Lundbeck har mange faste omkostninger.

Som tidligere nævnt dækker den driftsmæssige risiko også over, at driftsaktiverne kan tilpasses salget. De 2 største driftsaktiver hos Lundbeck er immaterielle og materielle anlægsaktiver. Dette er aktiver, som er svære at få reguleret til salg.

Med baggrund i Lundbecks størrelse og mange år på markedet, må det antages, at Lundbeck overordnet har en god styring af deres driftsmæssige risiko. Da et patent har en levetid på 20 år, ved Lundbeck allerede på det tidspunkt, at der kan ske nedgang i omsætningen ved udløb, hvorfor Lundbeck mange år i forvejen kan planlægge udvikling af nye produkter, eller tilpasning af organisationen og aktiviteterne.

Udover dette arbejder Lundbeck tæt sammen med både sundhedsmyndigheder og andre samarbejdspartnere, hvorfor det ikke antages at ændringer i markedsvilkår kommer som en overraskelse. Lundbeck har således mulighed for at tilpassevirksomheden til disse forhold.

På baggrund af ovenstående vurderes der at være risici, men samtidig vurderes det også, at Lundbeck arbejder langsigtet, for at være klædt bedst på til at håndtere og afdække disse risici løbende. Derfor anses den driftsmæssige risiko at være middel.

¹⁸³ <http://bgconv.com/docs/index-169076.html?page=12>

¹⁸⁴ Lundbeck årsrapport 2012, side 46

¹⁸⁵ Lundbeck årsrapport 2012, side 46

3.5.2 Finansiell risiko

Den finansielle risiko knytter sig hovedsageligt til konsekvenserne ved udsving i den finansielle gearing, herunder de nettofinansielle forpligtelser og nettofinansielle omkostninger samt kursrisici.

Valutarisikoen er den mest betydelige finansielle risiko for Lundbeck. De fleste af Lundbecks kommercielle transaktioner foretages i fremmedvaluta. På nuværende tidspunkt er valutarisici primært forbundet med udviklingen i USD, men også andre valutaer som CAD og GBP. Lundbecks finansielle politik muliggør kurssikring af indtægter i disse valutaer i op til 12 måneder.¹⁸⁶ Lundbeck har en valutakursreserve, som dækker valutakursgevinster /-tab, og som indregnes i øvrig indkomst på egenkapitalen. Da Lundbeck anvender ressourcer på at sikre sig mod valutakurssvingninger, er valutarisikoen middel.

Renterisici optræder i forbindelse med Lundbecks pengemarkedsfond¹⁸⁷, gældsportefølje og likvide beholdning. Renterisici begrænses ved at tilstræbe en kort varighed for såvel aktiv- som passivside. Der opstår imidlertid kreditrisici i forbindelse med varesalg samt Lundbecks pengemarkedsfond og likvide beholdninger, og Lundbeck forsøger at begrænse disse risici ved at undgå koncentration af kreditter samt ved at sprede tilgodehavender ud over en lang række kreditværdige samhandelspartnere. Derudover begrænses kreditrisikoen for likvide beholdninger og afledte finansielle instrumenter (valutaterminsforretninger og valutaoptioner), ved at der kun handles med banker, der har en høj kreditværdighed.¹⁸⁸

Lundbecks nettofinansielle aktiver udgør i 2013 15 % og i 2012 8 % af den samlede balance sum fra hhv. 2013 og 2012,¹⁸⁹ hvilket ikke vurderes at være en stor del. Herudover har Lundbeck som nævnt ovenfor forsøgt at gardere sig med renterisikoen, hvorfor vi vurderer renterisikoen som værende lav.

3.6 Delkonklusion regnskabsanalyse

Der er foretaget en gennemgang af regnskaberne for perioden 2009 til 2013. I forbindelse hermed er regnskabspraksissen gennemgået og vurderet. Der er korrigeret for ændringer, inden der er foretaget en egentlig reformulering til brug for regnskabsanalysen. Ændringerne i regnskabspraksis er ikke vurderet væsentlige for sammenlignelighed af regnskabstallene.

På baggrund af de reformulerede opgørelser er der foretaget en rentabilitetsanalyse. Det ses her, at afkastet på egenkapitalen, svarende til investorenes investering, har været under et kraftigt pres i de seneste 4 år og er faldet med 84 %, fra 29,14 % til 4,70 %. Det ses, at årsagen hertil har været afkastet på driftsaktiviteten snarere end effekten af finansieringsaktivitet. Driftsaktiviteten er yderligere dekomponeret i overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. På den baggrund ses det, at faldet i rentabiliteten skyldes fald i overskudsgraden, mens aktivernes omsætningshastighed forbliver på nogenlunde samme niveau igennem analyseperioden. Ved gennemgang af overskudsgradens drivere er det konstateret, at dette fald primært kan henføres til produktions-, salgs- og administrationsomkostninger. Disse er alle steget, og udgør en større andel af omsætningen i 2013 end i 2009.

¹⁸⁶ Lundbeck årsrapport 2012, side 48

¹⁸⁷ En pengemarkedsfond er en investeringsforening, der kun investerer i korte og sikre værdipapirer (<http://www.penge2.dk/ordbog/p/pengemarkedsfond.aspx>)

¹⁸⁸ Lundbeck årsrapport 2012, side 48 + note 17, side 97

¹⁸⁹ NFA 2013 = 3.575, samlede balance 2013 jf. årsregnskab 2013 side 31 = 23.649. $3.575/23.649 \cdot 100 = 15 \%$
NFA 2012 = 1.792, samlede balance 2012 jf. årsregnskab 2013 side 31 = 21.563. $1.792/21.563 \cdot 100 = 8 \%$

Denne udvikling, hvor omkostningerne stiger mere end omsætningen, ses ligeledes af den foretagne trendanalyse, hvor det ses, at resultatet af denne udvikling er, at driftsoverskuddet i 2013 kun udgør 49 % af 2009 niveauet, og totalindkomsten kun 36 % af 2009. Disse tal indeholder dog en bøde modtaget fra EU-Kommissionen. Såfremt der korrigeres for denne er driftsoverskuddet 75 % af 2009 niveauet og totaloverskuddet 77 % af 2009 niveauet. Denne udvikling er et resultat af et fald i omsætning kombineret med stigende omkostninger. Ligesom det er konstateret under rentabilitetsanalysen.

I forhold til de henholdsvis driftsmæssige og finansielle risici, er Lundbeck påvirket af sin størrelse og sit udviklingsapparat, der betyder, at man ikke har fuld variabilitet på sine omkostninger, og ikke til fulde vil kunne komme af med sine omkostninger ved nedgang i omsætningen. Det vurderes dog, at Lundbeck opererer langsigtet, og således ikke har behov for at foretage hurtige omskiftninger, men vil være i stand til at tilpasse virksomheden i tilfredsstillende tempo. Ikke mindst da Lundbeck vil kunne planlægge mange af disse tilpasninger, da man kender til patentudløb og derfor den forventede tidshorisont for ændringer i omsætningen. Den driftsmæssige risiko vurderes således middel.

Den finansielle risiko vurderes at være lav, da der primært er tale om valutakurs- og renterisici, hvilket ikke vurderes at have en stor påvirkning af Lundbeck.

4. Budgettering

4.1 Fastlæggelse af budgetperiode

Baggrunden for at foretage en værdiansættelse af en virksomhed, er at foretage en vurdering af fremtidige økonomiske resultater, der tilbagediskonteres for at finde værdien af virksomheden. For at kunne foretage dette er det derfor nødvendigt at foretage en realistisk budgettering over, hvilke resultater virksomheden kan forventes at præstere fremtidigt, hvilket kan gøres gennem proformaopgørelser.

Budgetteringen kan umiddelbart deles op i to perioder. Den eksplicitte budgetperiode og terminalperioden.

Udgangspunktet for udarbejdelsen af budget for Lundbeck er de strategiske og rentabilitetsmæssige analyser, der er foretaget tidligere i opgaven. Dette gælder både for den eksplicitte budgetperiode og for terminalperioden.

4.1.1 Den eksplicitte budgetperiode

Den eksplicitte budgetperiode er perioden, hvor det vil være muligt at udarbejde eksplicitte proformaopgørelser, og hvor det derfor er muligt at opgøre udviklingen pålideligt. Dette er samtidig perioden, hvor virksomheden kan have overnormalt profit som følge af konkurrencemæssige fordele.

		Vækstudsigter for branchen		
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
Virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på lang sigt	10 år	20 år	20 år

Tabel 16 - Overvejelser vedrørende budgetperiodens længde¹⁹⁰

Ser man på ovenstående tabel ses det, at to af de væsentlige elementer i fastlæggelse af budgetteringsperiode er vækstudsigter for branchen og virksomhedsspecifikke konkurrencemæssige fordele.

Konkurrencemæssige fordele indenfor medicinalindustrien er i høj grad forbundet med patenter, da de tildeler en virksomhed en beskyttelse i forhold til salg af et bestemt produkt. Patenter løber i 20 år, men på grund af tiden det tager at udvikle og få godkendt et nyt lægemiddel, medfører patentet ofte beskyttelse i omkring 8 år. Af den grund vurderes dette at være en realistisk eksplicit budgetperiode, da man herefter vil være i en ny cyklus, med udvikling af nye produkter. Her vil det være umuligt at foretage en realistisk budgettering af Lundbeck økonomiske performance.

¹⁹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang 4. udg figur 8.1 s. 252

4.2 Budgettering af salgsvæksten

Forudsætningen for budgetteringen af salgsvæksten er den tidligere foretagne strategiske analyse samt den historiske regnskabsanalyse. Budgetteringen af salgsvæksten er opdelt efter Lundbecks produkter, idet markedet for de forskellige medicinalprodukter er forskelligt afhængig af lidelse, ligesom der er forskelle på, hvor i produktlivscyklussen de forskellige produkter befinder sig.

Overordnet er der ligeledes foretaget en opdeling i eksisterende produkter og produkter, der er i pipelinen til fremtidig introduktion.

De eksisterende produkter er i denne forbindelse nemmere at budgettere, da de er introduceret på markedet, og man derfor selv for forholdsvis nye produkter har en indikation af, hvad deres potentiale er.

(mio. kr.)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ciprallex	5.933	4.366	3.220	2.946	2.936	2.912	1.456	364	91
ændring ift. foregående år		-26%	-26%	-9%	0%	-1%	-50%	-75%	-75%
Ebixa	2.096	1.048	524	262	131	66	0	0	0
ændring ift. foregående år		-50%	-50%	-50%	-50%	-50%	-100%		
Xenazine	1.420	1.724	862	431	216	108	0	0	0
ændring ift. foregående år		21%	-50%	-50%	-50%	-50%	-100%		
Azilect	1.392	1.473	736	368	184	92	0	0	0
ændring ift. foregående år		6%	-50%	-50%	-50%	-50%	-100%		
Onfi	573	745	857	985	1.133	566	283	142	71
ændring ift. foregående år		30%	15%	15%	15%	-50%	-50%	-50%	-50%
Sabril	530	684	838	419	210	105	52	0	0
ændring ift. foregående år		29%	23%	-50%	-50%	-50%	-50%	-100%	
Eksisterende produkter i alt	11.944	10.040	7.037	5.412	4.809	3.849	1.792	506	162
ændring ift. foregående år		-16%	-30%	-23%	-11%	-20%	-53%	-72%	-68%

Tabel 17 - Budgetteret salgsvækst - eksisterende produkter¹⁹¹

Ciprallex

Produktet Ciprallex har i en årrække været et af de vigtigste for Lundbeck. Det har generet en væsentlig del af virksomhedens omsætning. På det amerikanske marked, hvor det er kendt som Lexapro, er det allerede gået af patent, hvilket også vil være tilfældet i Europa i 2014. Man har haft succes med at introducere Ciprallex i Japan, hvilket har genereret mere omsætning her, ligesom forventningerne til hvad man kan opnå på de internationale markeder, hvor der først er patentudløb i 2019, er gode.

Betydningen af introduktionen på disse markeder er, at man oplever et svagere fald i omsætningen her, hvilket ses af tabel 17. I USA så man, at omsætningen næsten forsvandt fra dag til dag, da patentet udløb, selvom det ikke forventes at være helt så voldsomt i Europa, ville en meget stor del af salget være tabt. Nu ser man i stedet et begrænset fald, som følge af meromsætningen på de internationale markeder. Ved udgangen af den eksplicitte budgetperiode er omsætningen faldet til under 100 mio. kr., og det forventes således ikke at Ciprallex skal bidrage til omsætningen i terminalperioden.

¹⁹¹ Egen tilvirkning

Ebixa

Ebixa er Lundbecks næststørste produkt målt på omsætning i 2013. Også dette produkt har patentudløb i 2014. Man har ikke kunne introducere dette produkt på nye markeder på samme vis som Cipralex, hvorfor man her oplever en hurtigere nedgang i omsætning end for Cipralex, jf. tabel 17.

Øvrige allerede introducerede produkter

Denne gruppe af produkter omfatter de produkter der i dag er på markedet, og udgør en vigtig del af Lundbecks omsætning. Der er tale om Xenazine, der vil være på markedet til patentudløb i 2015, Azilect der ligeledes har patentudløb i 2015. Onfi der går af patent i 2018 og Sabril, der har patentudløb i 2016.

Disse produkter forventes at opleve en lille vækst frem til deres udløb, jf. tabel 17, i overensstemmelse med PLC-kurven, ligesom man har set med eksempelvis Lexapro på det amerikanske marked. Derefter budgetteres med en fastlagt aftrapning af salget over 5 år, da det forventes, at man vil være i stand til at fastholde en del af omsætning i en mindre årrække efter patentudløb, eventuelt gennem markedsføring på nye markeder eller lignende, som man har set det for Lexapro/Cipralex. Her har man mistet næsten al omsætning på det amerikanske marked, men har alligevel fastholdt markedsandele i Europa samt udvidet på de øvrige internationale markeder, hvorfor det vurderes rimeligt med en aftrapningsperiode efter patentudløb for disse produkter.

Endnu ikke introducerede produkter

De produkter, der endnu ikke er introduceret på markedet, indeholder naturligvis en væsentlig større grad af usikkerhed i budgetteringen. Budgetteringen er derfor sket med udgangspunkt i de forventninger, der er til produkterne ved lancering, hvilket er gennemgået ved analysen af Lundbecks pipeline, hvor der er foretaget en kritisk vurdering af denne, og som udgangspunkt anvendt en mere konservativ vurdering.

(mio. kr.)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Lu AE58054	0	0	0	0	500	750	1.000	1.250	1.500
ændring ift. foregående år						50%	33%	25%	20%
Zicronapine	0	0	0	500	750	1.000	1.250	1.500	1.750
ændring ift. foregående år					50%	33%	25%	20%	17%
Brexpiprazole	0	0	1.000	1.500	2.000	2.500	3.000	3.500	4.000
ændring ift. foregående år				50%	33%	25%	20%	17%	14%
Brintellix	0	1.000	1.500	2.000	2.500	3.000	3.500	4.000	4.500
ændring ift. foregående år			50%	33%	25%	20%	17%	14%	13%
Nye produkter i alt	0	1.000	2.500	4.000	5.750	7.250	8.750	10.250	11.750
ændring ift. foregående år			150%	60%	44%	26%	21%	17%	15%

Tabel 18 - Budgetteret salgsvækst - nye produkter¹⁹²

På baggrund af det forventede omfang af salget, og hvornår produktet forventes introduceret på markedet,

¹⁹² Egen tilvirkning på baggrund af tidligere gennemgang af Lundbecks pipeline, jf. afsnit 2.3.7

er der anvendt en udvikling i omsætningen, der vil være i overensstemmelse med produkternes produktlivscyklus.

For så vidt angår omsætning fra "Andre lægemidler", vedrører dette den indtægt, man har af lægemidler, der ikke fylder nok i regnskabet til at opgøres selvstændigt. Posten indeholder således både nicheprodukter, hvor der er begrænset omsætning, og nyligt introducerede produkter, hvor omsætningen er ubetydelig for forståelsen af virksomhedens performance.

Det forventes, at denne omsætning derfor vil være på niveau henover budgetperioden, idet der fortsat vil være nyligt introducerede lægemidler og nicheprodukter. Man vil heller ikke forvente at opleve en væsentlig stigning i denne post, i det produkter der klarer sig godt og potentielt kunne løfte niveauet, vil blive indregnet specifikt, og der er derfor taget højde for disse under de individuelle produkter. Posten er således budgetteret som gennemsnittet af de foregående 3 år tillagt 2 % som inflationstillæg. Posten "andre lægemidler", var i 2013 væsentligt lavere end de foregående år, hvorfor stigning til 2014 alene er udtryk for tilbagevending til normal-niveau.

(mio. kr.)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalperiode
Eksisterende produkter i alt	11.944	10.040	7.037	5.412	4.809	3.849	1.792	506	162	
ændring ift. foregående år		-16%	-30%	-23%	-11%	-20%	-53%	-72%	-68%	
Nye produkter i alt	0	1.000	2.500	4.000	5.750	7.250	8.750	10.250	11.750	
ændring ift. foregående år			150%	60%	44%	26%	21%	17%	15%	
Andre lægemidler	1.830	2.051	2.059	2.019	2.084	2.095	2.107	2.137	2.155	
ændring ift. foregående år		12%	0%	-2%	3%	1%	1%	1%	1%	2%
Omsætning i alt	13.774	13.090	11.596	11.431	12.643	13.194	12.649	12.893	14.067	14.349
ændring ift. foregående år		-5%	-11%	-1%	11%	4%	-4%	2%	9%	

Tabel 19 - Budgetteret salgsvækst – samlet¹⁹³

Samlet set forventes det, at omsætning i de nærmeste år vil falde, da man mister omsætning fra nogle af de væsentligste produkter hos Lundbeck. Der sker en introduktion af nye produkter fra pipelinen, der på sigt skal overtage denne omsætning, men det forventes ikke, at man kan introducere disse ligeså hurtigt som tabet af omsætning fra de eksisterende produkter.

Fra 2017 stiger omsætningen, det ses, at dette bæres af de nye produkter, der herfra vil overstige salget på de eksisterende produkter. Herfra stiger omsætningen perioden ud, da de nye produkter vil opnå en bedre og bedre markedsposition. I slutningen af budgetperioden, vil Lundbeck have en omsætning, der er næsten på niveau med den nuværende. Når udviklingen er budgetteret, som det er tilfældet, hvor Lundbeck taber dele af sin omsætning for derefter blot at vinde disse tilbage med produkter, så skyldes det, at man står foran en væsentlig udskiftning i produktporteføljen, hvor de hidtidige succeser går af patent og skal erstattes af nye produkter. Dette bliver en proces, over en begrænset årrække i modsætning til en mere glidende udskiftning, og det vurderes ikke, at det vil være muligt at foretage denne udskiftning uden negative konsekvenser for omsætningen.

¹⁹³ Egen tilvirkning

4.3 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed og beregning af netto-driftsaktiver

Til brug for beregning af nettodriftsaktiver, er det nødvendigt at budgettere aktivernes omsætningshastighed. I perioden 2011 til 2013 har aktivernes omsætningshastighed gennemsnitligt været 1,328, med en svagt faldende tendens fra 1,402 til 1,319.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminal periode
AOH	1,319	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320
Nettodriftsaktiver	10.656	9.917	8.785	8.660	9.578	9.995	9.583	9.767	10.657	10.870

Tabel 20 - Budgettering af aktivernes omsætningshastighed¹⁹⁴

På den baggrund vurderes aktivernes omsætningshastighed fremadrettet at være på samme niveau, og budgetteres til 1,320 for både den eksplicite budgetperiode og terminalperioden, hvilket ses af tabel 20.

4.4 Budgettering af core OG fra salg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat

For at kunne nå frem til et driftsoverskud, er det først nødvendigt at budgettere overskudsgraden.

Som nævnt under rentabilitetsanalysen, er der sket et markant fald i overskudsgraden i de seneste år. I perioden fra 2011 til 2013 er denne halveret. Selvom Lundbeck har etableret initiativer for at rette op på denne udvikling, forventes kun en begrænset effekt af dette de første år.

Der foretages således en budgettering af væksten i overskudsgraden, der deles op i flere perioder. For perioden 2014 – 2016 budgetteres med en vækst i overskudsgraden på 2 % om året, mens der for perioden fra 2017 og frem til udgangen af den eksplicite budgetteringsperiode budgetteres med 5 % om året, ligesom terminalperioden budgetteres som 5 % vækst efter 2021.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminal periode
OG	10,18%	10,38%	10,59%	10,80%	11,34%	11,91%	12,50%	13,13%	13,78%	14,47%
Driftsoverskud	1.514	1.359	1.228	1.235	1.434	1.571	1.581	1.693	1.939	2.077

Tabel 21 - Budgettering af overskudsgrad fra salg og driftsoverskud¹⁹⁵

På baggrund af den budgetterede overskudsgrad, er det muligt at beregne driftsoverskuddet før skat, hvilket ses af tabel 21.

¹⁹⁴ Egen tilvirkning

¹⁹⁵ Egen tilvirkning

4.5 Budgettering af den effektive skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat

For at kunne beregne driftsoverskuddet fra salg efter skat, er det nødvendigt at budgettere den effektive skatteprocent. Ser man på udvikling i perioden 2011 til 2013, er den effektive skatteprocent faldet fra 29,33 % til 26,07 % (korrigeret, jf. afsnit 3.2.3), hvilket ligger ca. 1 procentpoint over den faktiske skatteprocent i Danmark. Der er derfor budgetteret med en skatteprocent der ligger 1 procentpoint over skatteprocenten. Da der over de kommende år sker et fald i den aktuelle skatteprocent betyder det at den effektive skatteprocent vil falde tilsvarende i de kommende år.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminal periode
Driftsoverskud	1.514	1.359	1.228	1.235	1.434	1.571	1.581	1.693	1.939	2.077
Effektive skatteprocent	26,07%	25,50%	24,50%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Driftsoverskud af salg efter skat	1.119	1.012	927	951	1.104	1.210	1.218	1.303	1.493	1.599

Tabel 22 - Budgettering af den effektive skatteprocent¹⁹⁶

På baggrund af driftsoverskuddet før skat fra tabel 21, og den effektive skatteprocent fra tabel 22, er det muligt at beregne driftsoverskuddet fra salg efter skat.

4.6 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat

Andet driftsoverskud udgør den anden del af det samlede driftsoverskud, der anvendes i værdiansættelsen. Andet driftsoverskud udgør gennemsnitligt for de seneste 5 år 6 % af den samlede omsætning. Da tallet i 2013 er ekstraordinært højt på grund af downpayments og milepælsbetalinger, er det valgt at sætte budgetteringsfaktoren lidt lavere, svarende til gennemsnittet for perioden 2009 - 2012, og budgettere andet driftsoverskud som 5,3 % af den samlede omsætning.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminal
Andet driftsoverskud før skat	1.207	694	615	606	670	699	670	683	746	760
Skat	26,1%	25,5%	24,5%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Andet driftsoverskud efter skat	892	517	464	466	516	538	516	526	574	586

Tabel 23 - Budgettering af andet driftsoverskud efter skat¹⁹⁷

Efter beregning af andet driftsoverskud, er det ligeledes her muligt at fratrække den effektive skatteprocent for at opnå driftsoverskuddet efter skat, hvorved man efterfølgende kan beregne det samlede driftsoverskud efter skat.

¹⁹⁶ Egen tilvirkning

¹⁹⁷ Egen tilvirkning

4.7 Budgettering af usædvanlige poster efter skat

Usædvanlige poster efter skat, er næsten umulige at budgettere med, idet der netop er tale om usædvanlige poster. Af denne årsag sættes budgetteringen heraf til 0 kr. for hele budgetperioden. Det antages at der under afskrivninger er taget højde for nødvendige nedskrivninger i de kommende år.

4.8 Gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC

Da vi vil anvende de indirekte beregningsmodeller, skal vi bruge en tilbagediskonteringsfaktor, som både tager højde for ejernes og långivernes afkastkrav. Derfor anvendes r_{wacc} , som er de gennemsnitlige kapitalomkostninger.

r_{wacc} beregnes ved følgende formel¹⁹⁸:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * r_g$$

Hvor

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{NDA} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{NDA} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = finansielle omkostninger efter skat (långivers afkastgrad)

Formlen viser at r_{wacc} er summen af egenkapitalejernes andel af netto driftsaktiver forrentet med kapital-ejernes afkast, r_e , og långivernes finansieringsandel forrentet med deres afkast, r_g .

De enkelte komponenter til beregning af r_{wacc} er beregnet/estimeret i de efterfølgende afsnit. Da Lundbeck ikke har nettofinansielle forpligtelser, men nettofinansielle aktiver, tilpasses formelen til følgende¹⁹⁹:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e - \frac{V_0^{NFA}}{V_0^{NDA}} * r_{fa}$$

I ovenstående tilfælde er V_0^{NFF} erstattet med V_0^{NFA} og r_g erstattet med r_{fa} , som er afkastet (effektiv rente) på finansielle aktiver. Endvidere beregnes V_0^{NDA} , som $V_0^{NDA} = V_0^E - V_0^{NFA}$.

4.8.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Som angivet ovenfor er det nødvendigt at fastlægge markedsværdi af egenkapitalen, markedsværdien af de netto finansielle aktiver samt markedsværdi af virksomheden for at beregne r_{wacc} .

¹⁹⁸ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 46

¹⁹⁹ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 47

Markedsværdien af egenkapitalen beregnes som følgende:

Beregning af markedsværdi af egenkapitalen	
Aktiekapital, mio. kr.	981
Egne aktier	0
Nom. Værdi, kr.	5
Antal udestående aktier i alt, mio. stk.	196
kurs 31.12.2013	137
Markedsværdi af egenkapitalen, mio. kr.	26.880

Tabel 24 - Beregning af markedsværdi af egenkapitalen²⁰⁰

Som det fremgår af ovenstående er markedsværdien af egenkapitalen beregnet til 26.880 mio. kr.

Markedsværdien af de netto finansielle aktiver, antages at være lig med den bogførte værdi, hvorfor denne hentes fra den reformulerede balance jf. tidligere i opgaven. De nettofinansielle aktiver er fastsat til 3.575 mio. kr.

Herefter kan virksomhedens markedsværdi (V_0^{NDA}) fastsættes til følgende: $26.880 - 3.575 = 23.305$ mio. kr.

4.8.2 Ejernes afkastkrav

Ejerens kapitalafkast, r_e , er den rente, som investorer vil have for at investere i en given aktie og er baseret på, hvorledes investorerne ellers kan forrente deres investering og risikoen ift. alternativerne. Ejernes kapitalafkast beregnes ved CAPM (Capital Asset Pricing Model)²⁰¹:

$$r_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)$$

Hvor

r_f = risikofri rente

β = systematisk risiko (beta)

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsportefølje

$(E(r_m) - r_f)$ = markedsrisikopræmie

4.8.2.1 Risikofri rente

Den risikofri rente er den rente, som investorerne er sikret ved en investering i et risikofrit aktiv. I Danmark er det praksis at anvende en 10-årig dansk statsobligation som udtryk for den risikofrie rente.²⁰² Ifølge Nationalbanken var denne rente på 1,99 % for december 2013. I 2013 har den gennemsnitlige værdi været

²⁰⁰ Egen tilvirkning ud fra oplysninger i Lundbecks årsrapport 2013 note 22 s. 52 samt kurs pr. 31.12.2013 fra <http://www.euroinvestor.dk/boerker/nasdaq-omx-copenhagen/h-lundbeck-a-s/204900>

²⁰¹ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 43

²⁰² Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 44

1,74%.²⁰³ Det er svært, at vurdere den generelle økonomiske tilstand i fremtiden, hvorfor vi mener, at en risikofri rente på 1,80 % vil være passende.

4.8.2.2 Systematisk rente (beta)

Den systematiske rente (beta) er udtryk for, hvor stor risiko, der er forbundet med investering i en aktie. Betas betydning kan specificeres således:

Tolkning af Beta:	
Beta = 0	Risikofri investering
$0 < \text{Beta} < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
Beta = 1	Risiko som markedsporteføljen
$1 < \text{Beta}$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Tabel 25 - Tolkning af beta-værdi²⁰⁴

Som det fremgår af ovenstående, vil en investering med samme risiko som markedsporteføljen, anvende en beta-værdi på 1. Hvis risikoen er mindre end markedsporteføljen, anvendes en beta under 1 og hvis den er større, sættes beta over 1. En betaværdi på 0 betyder, at investeringen vurderes risikofri.

Beta er således udtryk for, hvor meget kursen på en bestemt aktie forventes at ændres, hvis kursen på markedsporteføljen ændres med 1 %.

Beta kan beregnes på fastlægges på flere måder:

1. Praktisk tilgang: Tabel som tager udgangspunkt i driftsmæssige risiko og finansiell risiko
2. Beregning af egen beta: Beregning af den historiske kursudvikling i forhold til relevant aktieindeks.
3. Eksterne vurderinger: Beregninger foretaget af f.eks. Damodaran, Reuters mv.

Bestemmelse af beta vil altid være en common-sense betragtning af analytikeren, men jf. ovenstående er der flere metoder, som kan anvendes til at finde en rimelig beta.

Nedenstående er de 3 nævnte metoder gennemgået, og til sidst vil vi vurdere den endelige beta-værdi.

Ad 1)

For at finde beta kan der tages udgangspunkt i nedenstående skema. Baggrunden for beregningen er den driftsmæssige risiko og finansielle risiko:

²⁰³ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp> (MPK3: Danmarks Nationalbanks rentesatser, pengemarkedsrentesatser samt obligationsrentegennemsnit ultimo (pct pa) efter type)

²⁰⁴ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 45

Finansiel Driftsmæssig	Lav	Middel	Høj
Lav	0,4-06	0,6-0,85	0,85-1,15
Middel	0,6-0,85	0,85-1,15	1,15-1,4
Høj	0,85-1,15	1,15-1,4	1,4+

Tabel 26 - Betaværdier på baggrund af driftsmæssig og finansiel risiko²⁰⁵

Som det blev konkluderet i forbindelse med hhv. den strategiske analyse og risikoanalysen vurderes den driftsmæssige risiko som værende middel og den finansielle risiko at være lav/middel. Dermed vurderes Lundbeck aktien, at ligge i intervallet fra 0,6 til 1,15, hvilket vil sige, at investeringen vurderes, at være fra mindre risikofyldt end markedsporteføljen til at udgøre en større risiko end markedsporteføljen.

Ad 2)

Beta kan estimeres på grundlag af den historiske samvariation mellem den enkelte akties afkast og afkastet på aktiemarkedet. Hertil er anvendt følgende formel:

$$\beta = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2}$$

Hvor

$\sigma_{i,m}$ = kovarians for afkastet mellem Lundbeck og markedsporteføljen OMX CPH C20

σ_m^2 = standardafvigelsen for markedsportefølje OMX CPH C20

I beregningen er der taget udgangspunkt i en 5 års periode fra 2009 til 2013. Beregningen kan findes i bilag 8. Denne beregning giver en beta værdi på 0,55, hvilket vil sige, at der er tale om en investering med mindre risiko end markedsporteføljen. Denne værdi er lidt mindre end vores beta betragtning ud fra ovenstående skema.

Ad 3)

Den sidste mulighed til fastlæggelse af risikoen er at se til, hvad andre har vurderet.

²⁰⁵ Faglig notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Rådgivningsudvalget december 2002, s. 59

Eksterne vurderinger	Beta
Proinvestors	0,44
Reuters	0,72
Financial Times	0,72
Damodaran (jan 13 - jan 14)	0,38 - 0,69

Tabel 27 - Eksterne vurderinger af beta-værdi²⁰⁶

Som det fremgår af ovenstående er der generel enighed om, at der er tale om en investering, som er mindre risikofyldt end markedet. Ovenstående tager alle udgangspunkt i selve Lundbeck aktien, men kan være behæftet med en vis usikkerhed, da det formodes, at der blot er beregnet ud fra visse nøgletal og sammenholdt med generelle betaniveauer for branchen.

Udover at Damodaran har beregnet en værdi på Lundbeck alene, har han også sammendraget sine beregninger af de enkelte brancher i Europa, og fundet at Lundbeck tilhører "Pharma & drugs", hvor den gennemsnitlige beta-værdi er beregnet til 0,89.²⁰⁷ Der er således tale om en branche der helt overordnet har en risiko, der er lavere en aktiemarkedet som helhed, og hvor risikopræmien vil være mindre end ved den gennemsnitlige investering.

Common sense

Som tidligere nævnt ender bestemmelse af beta altid med en common sense-betragtning. I nedenstående tal er oplistet de indsamlede data, jf. gennemgang oven for:

	Beta
Middel/lav risiko	0,6 - 1,15
Lundbeck, historisk 5 år	0,55
Lundbeck, Proinvestors	0,44
Lundbeck, Reuters	0,72
Lundbeck, Financial Times	0,72
Lundbeck, Damodaran (jan 13 - jan 14)	0,38 - 0,69
Pharma & drugs, Damodaran	0,89

Tabel 28 - Oversigt af beta-estimer²⁰⁸

Den vigtigste faktor er risikoniveauet 0,6 – 1,15, som det vurderes, at beta bør ligge indenfor. Derfor vurderes det historiske estimat (0,55), Proinventors estimat (0,44) samt Damodarans 2014 estimat (0,38) at være outliers, og vil derfor ikke indgå i vores estimat af beta.

²⁰⁶ Egen tilvirkning på baggrund af:

Proinvestors: <http://www.proinvestor.com/aktier/Lundbeck/LUN.CO>,

Reuters: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=LUN.CO>,

Financial Times: <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Summary?s=LUN:CPH>,

Damodaran: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html (Se "Individual company information" Europe January 2013 + 2014)

²⁰⁷ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html (Se "Levered and Unlevered Betas by Industry" – Europe)

²⁰⁸ Egen tilvirkning på baggrund ovenstående betaestimer

Ud fra de restende estimater, er der foretaget en gennemsnitbetragtning af beta, som lander på 0,8. I overensstemmelse med de eksterne vurderinger, vurderer vi ikke, at en investering i Lundbeck aktien har en større risiko end markedsporteføljen, hvorfor vi vurderer at være under 1.

Derfor vil betaværdien 0,8 blive anvendt til beregning af ejernes afkastgrad.

4.8.2.3 Markedsrisikopræmie

Risikopræmien er det tillæg, som investorer kræver for at investere i aktier i stedet for at investere i risikofrie aktiver (statsobligationer). Risikopræmien kan estimeres ud fra 3 metoder²⁰⁹:

1. Der foretages en forespørgsel af et antal investorers skøn over risikopræmien, og efterfølgende anvendes, der et gennemsnit af deres vurderinger, som et estimat over risikopræmien.
2. Risikopræmien estimeres ud fra historiske data (ex-post).
3. Beregning af den implicitte risikopræmie ved hjælp af residualindkomstmodellen.

Vi har valgt at anvende den første metode, da der er tale om den mest direkte og korrekte metode til opgørelse af markedsrisikopræmien. PwC har tilbage i 2010 foretaget en undersøgelse af, hvor stor risikopræmie 17 analytikere og investorer bruger til værdiansættelse. Denne viste, at den gennemsnitlige risikopræmie i 2009 udgjorde 4,90 % på det danske marked.²¹⁰

Damodaran kommer månedligt med sit bud på markedets risikopræmie, baseret på det amerikanske indeks S&P500. Estimatet pr. 1. december 2013 udgør 5,32 %²¹¹

Det er valgt at anvende et vægtet gennemsnit, hvor Damodarans estimat tæller dobbelt, da det er væsentligt nyere. Det anvendte markedsrisikopræmie efter afrunding estimeres derfor til 5,20 %.

4.8.2.4 Beregning af ejernes kapital afkast

Da alle faktorer nu er estimeret, er det nu muligt at beregne ejernes kapitalafkast:

Beregning af ejernes afkastkrav	
Risikofri rente	1,80%
Markedets risikopræmie	5,20%
Systematisk risiko (beta)	0,80

Tabel 29 - Beregning af ejernes afkastkrav²¹²

Indsat i den tidligere angivne formel, foretages beregningen således:

$$r_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f) = 1,8\% + 0,80 * 5,2\% = 5,96\%$$

²⁰⁹ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 44

²¹⁰ <http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

²¹¹ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm (Implied ERP by month for previous months)

²¹² Egen tilvirkning

Ejernes afkastkrav er ud fra ovenstående formel og de estimerede data i tabellen til at være 5,96 %.

4.8.3 Finansielle aktivers afkast

Afkastet af de finansielle aktiver fastsættes ud fra den effektive indlånsrente. Den effektive indlånsrente lå jf. Danmarks Nationalbank i december 2013 mellem 0,15 % og 1,39 %²¹³, dvs. en gennemsnitligt effektiv indlånsrente på 0,77 %.

En opgørelse, udarbejdet af Spar Nord viser, at den gennemsnitlige indlånsrente i 2013 lå på 0,9 %.²¹⁴

På baggrund af ovenstående fastsættes de finansielles aktivers afkast til 0,8 %.

4.8.4 Endelig beregning af kapitalomkostninger, WACC

Nu er alle faktorerne til brug for beregning af de gennemsnitlige kapitalomkostninger r_{wacc} , estimeret. Jf. skemaet nedenfor er de underliggende komponenter opstillet:

Faktorer til beregning af wacc	
Markedsværdi af egenkapitalen, mio. kr.	26.880
Markedsværdi af netto finansielle aktiver, mio. kr.	3.575
Markedsværdi af virksomheden, mio. kr.	23.305
Afkastkrav til egenkapitalen	5,96%
Afkastkrav til netto finansielle aktiver	0,80%

Tabel 30 - Faktorer til beregning af WACC²¹⁵

Vi kan derfor nu beregne r_{wacc} :

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e - \frac{V_0^{NFA}}{V_0^{NDA}} * r_{fa} = \frac{26.880}{23.305} * 5,96\% - \frac{3.575}{23.305} * 0,80\% = 6,75\%$$

r_{wacc} er således beregnet til 6,75 % og vil blive anvendt til tilbagediskontering af cash flow.

Der er en usikkerhed forbundet med fastsættelse af de enkelte dele af beregningen, hvilket er fremhævet i forbindelse med fastsættelsen. Især beta kan være svær at estimere, da denne ofte vil være baseret på en common-sense betragtning. Vi vil derfor foretage en følsomhedsanalyse af beta i forbindelse med værdiansættelsen.

²¹³ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1382>

²¹⁴ <http://politiken.dk/oekonomi/privatoekonomi/ECE2018767/det-taber-du-i-gennemsnit-paa-en-indlaanskonto/>

²¹⁵ Egen tilvirkning

5. Værdiansættelse

Som den afsluttende fase i vores opgave, vil vi kigge på værdiansættelsen. Vi vil vise beregningen ved brug af hhv. Cash Flow-modellen (FCF) og Residualindkomstmodellen (RI-modellen).

5.1 Cash Flow-modellen

Til at starte med vil vi demonstrere værdiansættelsen ved anvendelse af FCF-modellen. Herved tilbagediskonteres de fremtidige budgetterede cash flows i den eksplicite budgetperioden og en nutidsværdi af terminalværdien beregnes. Der tilbagediskonteres med et afkast, som afspejler risikoen. Virksomhedens værdi ved FCF modellen beregnes som følgende:²¹⁶

$$V_0^E = \sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})} + \frac{FCF_{T+1}}{(r_{wacc}-g)(1+r_{wacc})^T} + NFA_0$$

Hvor

$$FCF_t = DO_t - \Delta NDA_t$$

$$\sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})} = \text{budgetperioden}$$

$$\frac{FCF_{T+1}}{(r_{wacc}-g)(1+r_{wacc})^T} = \text{terminalperioden}$$

Endvidere er V_0^E udtryk for virksomhedens værdi, g udtryk for den fremtidige vækst i terminalperioden og r_{wacc} de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

I nedenstående tabel er der beregnet en nutidsværdi af hhv. budgetperioden og terminalperioden ved brug af tilbagediskonteringen. Derved har vi beregnet virksomhedens værdi, hvortil markedsværdien af nettofinansielle aktiver er tillagt, hvorved vi får en markedsværdi af egenkapitalen på 38.484 mio. kr. pr. 31. december 2013:

FCF-modellen - Beregning af virksomhedens værdi mio. kr.	
Nutidsværdi af FCF (år 1-8)	10.297
Nutidsværdi af terminalværdi	24.613
Virksomhedsværdi	34.909
Markedsværdi af NFA	3.575
Markedsværdi af egenkapital	38.484

Tabel 31 - Beregning af markedsværdi af egenkapital FCF-modellen²¹⁷

For beregning af nutidsværdierne af FCF og terminalværdien, henvises der til bilag 9.

²¹⁶ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 39

²¹⁷ Egen tilvirkning

5.2 Residualindkomstmodellen

Værdien kan ligeledes beregnes ved af RI-modellen. RI-modellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi på den investerede kapital i form af nettodriftsaktiverne. Virksomhedens driftsoverskud, der udgør residualindkomsten tilbagediskonteres med fradrag af nettoaktivernes kapitalomkostninger. Virksomhedens værdi ved RI modellen beregnes som følgende:²¹⁸

$$V_0^{NDA} = NDA_0 + \sum_{t=0}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{wacc})} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc}-g)(1+r_{wacc})^T} + NFA_0$$

hvor

$$RIDO_t = DO_t - (r_{wacc} * NDA_{t-1})$$

$$\sum_{t=0}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{wacc})} = \text{budgetperioden}$$

$$\frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc}-g)(1+r_{wacc})^T} = \text{terminalperioden}$$

Endvidere er V_0^{NDA} udtryk for virksomhedens værdi, NDA_0 er den bogførte værdi af nettodriftsaktiver på værdiansættelsestidspunktet, $RIDO$ er residualindkomsten fra driften og $(r_{wacc} * NDA_{t-1})$ er udtryk for normaloverskuddet.

Beregningen af værdien ved brug af RI-modellen findes jf. nedenstående tabel:

RI-modellen - Beregning af virksomhedens værdi mio. kr.	
NDA (år 0)	10.656
Nutidsværdi af RIDO (år 1-8)	5.961
Nutidsværdi af terminalværdi	18.293
Virksomhedsværdi	34.909
Markedsværdi af NFA	3.575
Markedsværdi af egenkapital	38.484

Tabel 32 - Beregning af markedsværdi af egenkapital RI-modellen²¹⁹

For beregning af nutidsværdierne af RI og terminalværdien, henvises der til bilag 10. NDA er en gennemsnitbetragtning af NDA for 2012 og 2013, og er anvendt ved budgetteringen.

RI- og FCF-modellen kommer naturligvis frem til samme markedsværdi af egenkapital, nemlig 38.484 mio.kr. For at beregne aktiekursen divideres markedsværdien af egenkapitalen med de 196 mio. aktier, som giver en værdi på 196,35 kr.

Lundbecks aktiekurs pr. 31.12.2013 på 137 kr. pr. aktie, indikerer sammenholdt med vores beregnede kurs på 196,35 kr. pr. aktie, at aktien er undervurderet af markedet.

²¹⁸ Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012), side 39

²¹⁹ Egen tilvirkning

5.3 Følsomhedsanalyse

Den beregnede værdi af Lundbeck aktien, som vi er nået frem til, afhænger af en række følsomme faktorer. I vores budgettering, er der på baggrund af de analyser, der er gennemført, foretaget nogle skøn i forhold til hvad disse værdier vil være fremadrettet. Det er derfor interessant at se på effekten af disse værdier gennem følsomhedsanalyser, for at se, hvordan en påvirkning af disse variable vil påvirke aktiekursen.

En af de væsentligste faktorer i værdiansættelsen er WACC'en, der er den faktor de fremtidige overskud tilbagediskonteres med. WACC'en består som tidligere nævnt af den risikofrie rente, markedets risikopræmie samt den systematiske risiko beta. Denne værdi estimeres som risikoen i forhold til markedet, og er derfor specifik for investering i denne virksomhed, og udtryk for et skøn for den enkelte investor.

Ligeledes er en væsentlig variabel den vækst, man forventer at opleve i salget. Det ses af nedenstående tabel, hvordan disse to parametre påvirkes af ændringer i niveauet.

		Beta				
		0,6	0,7	0,8	0,9	1
Salgsvækst	1%	222,79	198,31	178,99	163,37	150,49
	1,5%	237,79	209,00	186,84	169,28	155,01
	2%	257,01	222,27	196,35	176,28	160,29
	2,5%	282,54	239,17	208,09	184,73	166,54
	3%	318,08	261,45	222,97	195,12	174,05

Tabel 33 - Følsomhedsanalyse salgsvækst og beta-værdi²²⁰

Det ses af tabellen at ændringer i disse to værdier har en markant effekt på den beregnede aktiekurs, idet ændringer +/- 1 % -point på salgsvækst og +/- 0,2 i beta værdien betyder en aktiekurs mellem 150,49 og 318,08 svarende til et udsving på +62 % til -23 % i forhold til basisscenariet.

Ligesom salgets vækstrate har den budgetterede overskudsgrad også en væsentlig betydning for den beregnede værdi. Lundbeck har, som nævnt under rentabilitetsanalysen oplevet et pres på overskudsgraden over de seneste år. Som udgangspunkt er vores budgettering derfor baseret på at man formår at opnå en stigning i overskudsgraden hen over budgetteringsperioden. Som det ses af følsomhedsanalysen på væksten i overskudsgraden i terminalperioden, påvirkes denne også markant af ændringer, ligesom væksten i salget.

		Beta				
		0,6	0,7	0,8	0,9	1
OG - vækst Terminalperiode	3%	254,17	219,95	194,41	174,63	158,88
	4%	255,59	221,11	195,38	175,46	159,58
	5%	257,01	222,27	196,35	176,28	160,29
	6%	258,43	223,43	197,32	177,10	161,00
	7%	259,85	224,59	198,29	177,93	161,71

Tabel 34 - Følsomhedsanalyse vækst i OG og beta-værdi²²¹

²²⁰ Egen tilvirkning

Det ses her, at påvirkningen af denne er væsentlig, om end en smule mindre end ved ændringer i salgsvæksten. Ændringer +/- 2 % -point på vækst i overskudsgraden i terminalperioden og +/- 0,2 i beta værdi betyder en aktiekurs mellem 158,88 og 259,85 svarende til et udsving på +32 % til -19 % i forhold til basisscenariet.

Ser man ligeledes på budgetteringen af perioden år 4-8, der ligeledes har en basisværdi på 5 %, er de tilsvarende tal +39 % og -22 %, jf. bilag 11.

Holder man aktiverne omsætningshastighed op imod vækst i overskudsgraden i terminal perioden, ses det, at dette også vil have en effekt på resultatet, om end i væsentlig mindre grad.

		Aktivernes omsætningshastighed				
		1,120	1,220	1,320	1,420	1,520
OG - vækst Terminalperiode	3%	183,27	189,30	194,41	198,80	202,62
	4%	184,24	190,27	195,38	199,77	203,59
	5%	185,21	191,24	196,35	200,74	204,56
	6%	186,18	192,21	197,32	201,71	205,53
	7%	187,15	193,18	198,29	202,68	206,50

Tabel 35 - Følsomhedsanalyse vækst i OG og aktiverne omsætningshastighed²²²

Her vil ændringer +/- 2 % -point på vækst i overskudsgrad og +/- 0,2 i aktiverne omsætningshastighed betyde et udsving mellem 183,27 og 206,50 i aktiekursen svarende til et udsving på +5 % til -7 % i forhold til basisscenariet.

Det ses således tydeligt, at aktiverne omsætningshastighed har en væsentlig mindre indvirkning på den beregnede aktiekurs end beta-værdien.

5.4 Best- og worst-case scenarie

Som det ses af ovenstående følsomhedsanalyse er den beregnede aktiekurs påvirkelig i forhold til ændring i de parametre, der indgår i beregningen. På den baggrund kan man opstille worst og best case scenarier, og se hvilke aktiekurser dette ville resultere i.

Disse scenarier er opstillet med udgangspunkt i det basisscenarie, der er anvendt til værdiansættelse af Lundbeck.

²²¹ Egen tilvirkning

²²² Egen tilvirkning

Variable			
	<i>Basis</i>	<i>Best-case</i>	<i>Worst-case</i>
Beta	0,8	0,6	1,15
Salgsvækst	2,0%	3,0%	-1,0%
OG			
1-3 år	2,0%	5,0%	0,0%
4-8 år	5,0%	5,0%	0,0%
Terminalperiode	5,0%	10,0%	0,0%
AOH	1,320	1,320	1,320
Aktiekurs	196,35	350,91	109,53
Ift basis	0%	79%	-44%

Tabel 36 - Basis-, Best- og Worst-case scenarie²²³

Baggrunden for basisscenariet er gennemgået under budgetteringen, hvorfor begrundelser herfor antages kendt. I forhold til et best-case scenarie for værdien af Lundbeck, har vi anlagt en realistisk om end forsigtig vurdering i forhold til beta-værdi, hvor de laveste værdier er udeladt af common-sense analysen. På den baggrund vurderes det, at i et best-case scenarie for Lundbeck vil investorerne have et mindre krav til risikopræmie, hvorved beta-værdien vil kunne sættes lavere.

På samme vis er der budgetteret med en salgsvækst på 2 % i terminalperioden i basisscenariet. Denne ligger ikke meget over niveauet for inflationen, hvorfor man i et best-case scenarie må antage at denne vil være højere. Der er budgetteret med en stigning i overskudsgraden i vores basisscenarie. I den optimale situation vil stigningen i denne gå endnu hurtigere, og derfor have en højere stigningstakt allerede fra år 2014. Da Lundbecks aktivers omsætningshastighed i den analyserede historiske periode har ligget på nogenlunde samme niveau, vurderes det ikke, at et best-case scenarie vil påvirke dette, hvorfor niveauet herfor fastholdes i forhold til basisscenariet.

På baggrund af disse variable opnås en aktiekurs på 350,91 kr. pr. aktie, hvilket ligger 79 % over den i opgaven beregnede, og 156 % over den aktuelle kurs pr. 31.12.2013.

I forhold til et worst-case scenarie, vurderes det, at investorer her vil have et krav til risikopræmie, der ligger over markedet. Beta er således fastsat til 1,15 i denne situation. Lundbeck er truet af en række patentudløb i de kommende år, og i et worst-case scenarie vurderes det, at man ikke vil være i stand til at fastholde sit nuværende omsætningsniveau, hvorfor salgsvæksten vil være negativ.

Over de sidste 4 år er Lundbecks overskudsgrad halveret, hvorfor der af den grund budgetteres i basisscenariet med, at man igen får denne løftet til et højere niveau. I et worst-case scenarie vil dette ikke være muligt, og man vil kun være i stand til at fastholde den nuværende overskudsgrad. Ligesom under best-case scenariet forventes det ikke, at en worst-case situation vil påvirke aktivernes omsætningshastighed, hvorfor de fastholdes på samme niveau som i basisscenariet.

Med udgangspunkt i disse variable vil aktiekursen i et worst-case scenarie udgøre 109,53 kr. pr. aktie, svarende til 44 % under den i opgaven beregnede kurs og 20 % under den faktiske kurs pr. 31.12.2013.

²²³ Egen tilvirkning

6. Konklusion

Til analyse af Lundbecks strategiske situation har vi anvendt modellerne Porter's Five Forces, Ansoff's vækstmatrice og Boston Consulting Group-modellen kombineret med PLC-kurven. Derudover er virksomhedens omverden analyseret gennem brug af PESTEL-modellen. Disse modeller er opsummeret ved brug af SWOT-modellen.

Ser vi på situationen for Lundbecks produkter, er virksomheden i en situation, hvor en del af de etablerede produkter er tæt ved at gå af patent. Samtidig vil man inden for de kommende år introducere en række nye produkter. Af den grund er der et element af usikkerhed omkring Lundbecks fremadrettede økonomiske resultater, om end både Lundbeck selv og analytikere forventer, at de nye produkter vil være i stand til at sikre virksomhedens omsætning i fremtiden.

Lundbeck er i dag en international virksomhed. Virksomhedens oprindelse i Danmark er dog tydelig, da det europæiske marked stadig er det vigtigste med over halvdelen af den samlede omsætning. Der er således muligheder for vækst gennem yderligere markedspenetrering de steder, hvor man har mindre omsætning, samt markedsudvikling i forhold til helt nye markeder.

En del af de produkter Lundbeck i dag tilbyder, behandler sygdomme, der især er fremtrædende i lavindkomstlande. Efterhånden som lavindkomstlandene opnår en øget velstand, vil disse patienter have bedre muligheder for at søge behandling, hvilket potentielt kan medføre øget omsætning for Lundbeck. Desuden er mange af de sygdomme, hvor Lundbeck tilbyder medicinalprodukter aldersafhængige, hvorfor den stigning man generelt oplever i den gennemsnitlige levealder vil betyde flere potentielle kunder for Lundbeck.

Noget af det, der truer Lundbeck er prispress fra kunderne, primært fra offentlige myndigheder, der kan diktere, hvilke priser de ønsker at købe til. Det kan have en negativ effekt overfor et produkt, der ellers ikke er konjunkturfølsomt. I forhold til priserne presses Lundbeck også af kopiproducenter, der efter udløb af patenter er i stand til at producere medikamenterne billigere, hvorfor det er meget svært for Lundbeck at opretholde omsætning efter patentudløb på de enkelte produkter.

For at få en forståelse af Lundbecks historiske økonomiske resultater er der foretaget en analyse af rentabiliteten. Der er som udgangspunkt for denne analyse foretaget en reformulering af resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og pengestrømsopgørelse. Ud fra disse er der beregnet nøgletal for virksomhedens rentabilitet. Det ses her, at egenkapitalens forrentning, der er udtryk for investorernes afkast, er faldet med 84 % i perioden fra 2010 til 2013. Ved gennemgang af de underliggende nøgletal er det konstateret, at denne udvikling i al væsentlighed kan henføres til det fald, der er sket i Lundbecks overskudsgrad. Denne er faldet fra 21,18 % i 2010 til 5,59 % i 2013. Ved gennemgang af de underliggende drivere til overskudsgraden ses det at årsagen til dette fald er stigninger i produktions-, salgs- og administrationsomkostninger, der har været større end stigningen i omsætningen i samme periode. Denne udvikling med stigninger i omkostninger, der er større end stigningen i omsætningen, ses også af den foretagne trendanalyse, hvor driftsoverskud og totaloverskud, korregeret for den modtagne bøde på 700 mio. kr. fra Europa-Kommissionen, udgør henholdsvis 75 % og 77 % af 2009 niveauet.

Der er foretaget en analyse af de driftsmæssige og finansielle risici. I forhold til den driftsmæssige risiko er det konstateret, at Lundbeck har en del faste omkostninger, og derved ikke fuld variabilitet. Dette er dog forventeligt for en virksomhed af denne størrelse, og med så omfattende udviklingsaktiviteter. Da Lundbeck samtidig operer langsigtet, samt har en vis grad af kendskab til fremtidige ændringer i omsætningen, på grund af patentudløb, vurderes den driftsmæssige risiko at være middel. Den finansielle risiko omfatter primært valuta- og renterisiko, og vurderes således værende lav.

På baggrund af de foretagne analyser er der foretaget en budgettering. Denne er opdelt i den eksplicitte fase og terminalperioden. Den eksplicitte fase er vurderet til at være 8 år, da det er oftest er svarende til den andel af patentperioden, hvor produktet vil være på markedet. I forhold til budgettering af den fremtidige omsætning, er denne foretaget med udgangspunkt i situationen omkring patentudløb, da produkter, der går af patent vil miste omsætning, mens nye produkter vil tage over. Herudover er der opstillet nogle forventninger til terminalperioden, hvor der ventes en salgsvækst, der ligger nogenlunde på niveau med inflationen, da det ikke forventes, at de nye produkter vil betyde en væsentlig større omsætning end de nuværende.

Overskudsgraden er under rentabilitetsanalysen identificeret som en årsag til den faldende forrentning af egenkapitalen. Det er vurderet, at med Lundbecks fokus på at forbedre dette, vil man opleve en stigning i dette nøgletal, der de første år vil være lidt mindre, mens man i de efterfølgende år vil kunne skabe en endnu større forbedring heraf.

Endelig er de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger estimeret for at kunne foretage en tilbage-diskontering af de fremtidige indtægter. Denne består af den risikofrie rente, markedets risikopræmie og den systematiske risiko. Den risikofrie rente er estimeret som renten på en 10 årig statsobligation. Til beregningen er anvendt værdien ultimo 2013 på 1,99 og gennemsnittet for 2013 på 1,74. Samlet er den risikofrie rente således estimeret til 1,80. Markedets risikopræmie er opgjort på baggrund af undersøgelser, der samler investorers skøn over krav til markedets afkast til 5,20 på baggrund af værdier for henholdsvis det danske og amerikanske marked. Endelig er den systematiske risiko beta, der udtrykker risikoen ved en specifik investering sammenholdt med markedet som helhed, opgjort til 0,8. Denne er opgjort som en samlet vurdering på baggrund af historiske data, skøn og vurdering af risiko. Samlet giver dette gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger på 6,75 %.

På baggrund af de budgetterede værdier er foretaget en beregning af markedsværdien af Lundbeck pr. 31.12.2013. I denne beregning er værdien af egenkapitalen i Lundbeck opgjort til 38.484 mio. kr. svarende til 196,35 kr. pr. aktie. I forhold til den officielle kurs på 137 kr. pr. aktie 31.12.2013 vurderer vi således, at Lundbeck aktien er undervurderet i markedet, og at der er et investeringspotentiale i denne aktie.

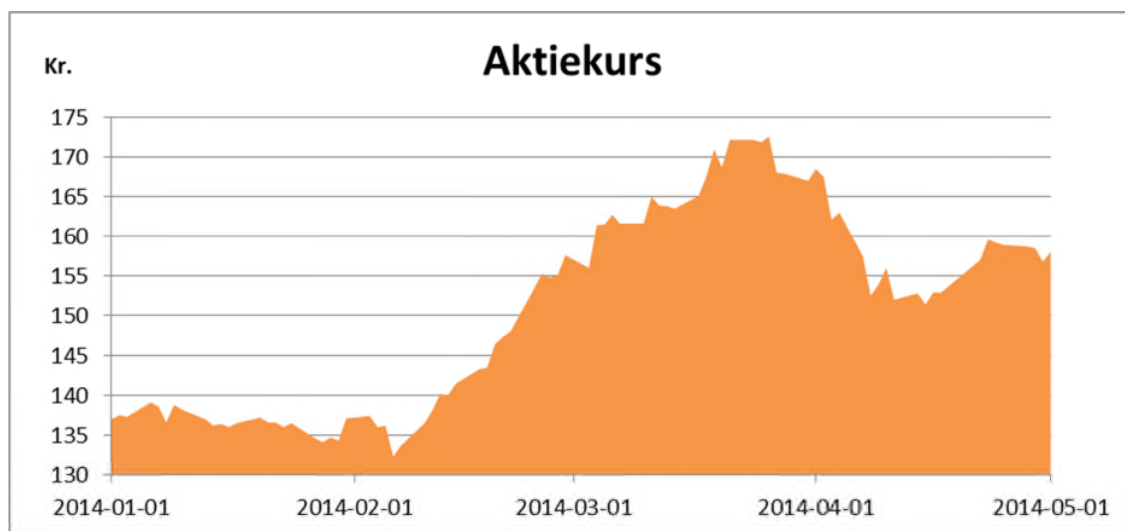
Ser man på hvilke parametre i budgetteringen der har størst effekt på aktiekursen, er det især den fremtidige udvikling i salgsvæksten, der påvirker beregningen. Det ses, at ændringer her vil have en større effekt end ændringer i overskudsgraden. På samme måde vil ændringer i risikovurderingen af Lundbeck aktien, gennem påvirkning af beta, have en væsentlig indflydelse på aktiekursen.

Ser man på de best/worst case scenarier der er for Lundbeck, er det derfor klart at det i høj grad er ovennævnte parametre der påvirkes. I det bedst mulige scenarie, vil en investor ikke opfatte Lundbeck aktien som ligeså risikofyldt, ligesom salgsvækst og overskudsgrad vil være højere end det budgetterede basis scenarie. Derigennem vurderes det, at man under disse forhold kan opnå en kurs der ligge 79 % over den beregnede værdi. I modsætning til dette vil den værste senarie for Lundbecks aktiekurs omfatte at investorerne opfatter aktien som mere risikofyldt end markedet som helhed. Derudover vil Lundbeck ikke være i stand til at generere den budgetterede salgsvækst, ligesom man ikke vil kunne genoprette den overskudsgrad der er faldet i de seneste år. I det scenarie, vil Lundbecks aktiekurs i stedet ligge 44 % under den i opgaven beregnede.

I forlængelse af vores konklusion om aktiens værdi og investeringspotentiale, vil vi i perspektiveringen kigge på, hvordan den faktiske aktiekurs har udviklet sig siden 31.12.2013.

6.1 Perspektivering

I perspektiveringen vil vi kigge på begivenheder efter 31.12.2013, som kunne have haft indflydelse på vores endelige værdiansættelse af Lundbeck. I den forbindelse har vi taget udgangspunkt i aktiekursen i perioden frem til 01.05.2014, som er opstillet i nedenstående figur:



Figur 23 - Lundbecks aktiekurs i perioden 1. januar 2014 til 1. maj 2014²²⁴

Lundbeck udsendte deres årsrapport for 2013 d. 06.02.2014, hvor kursen var på sit laveste 132,3 kr. pr. aktie. Herefter er kursen været stigende og toppede d. 26.03.2014 med 172,6 kr. pr. aktie. Faldet d. 27.03.2014 skyldes, at der fragik udbytte i aktierne, hvorved den faldt med 3,3 %/15 kr.²²⁵

Lundbeck meddelte d. 06.02.2014, at resultat af 4. kvartal 2013 havde været skuffende ift. forventninger, og at man nedjusterede sine forventninger til omsætningen 2014 fra 14 mia. kr. til 13,5 mia. kr.²²⁶ Dette har

²²⁴ Egen tilvirkning på baggrund af <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/h-lundbeck-a-s/204900/historik>

²²⁵ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/03/27/torsdagens-aktier-skrappe-obama-ord-overdoevet-af-risikovilje/12755086>

været med til at skubbe kursen ned. Vi har i vores opgave lagt op til, at Lundbeck i 2014 opnår en omsætning på 13,1 mio. kr., hvilket sammenlignet med Lundbecks egne forventer ligger på niveau.

Stigningen i perioden efter 06.02.2014, skal ses i lyset af de positive udmeldinger, der har været fra Lundbeck, som f.eks. positive udmeldinger omkring pipeline produkter.

År 2014 er et år, hvor Lundbeck får masse at se til med patentudløb på to vigtige produkter, udrulning af en stribe nye produkter samt fokus på forskning og udvikling. Selv udtaler Ulf Wiinberg, adm. direktør for Lundbeck: *"2014 bliver endnu et spændende og travlt år for Lundbeck, hvor vi vil lægge mange kræfter i at sikre succesfulde lanceringer af de nye lægemidler Brintellix, Abilify Maintena og Selincro. Alle tre har potentialet til at gøre en væsentlig forskel for både patienter og Lundbeck, og vi skal nu sørge for at realisere det potentiale."*²²⁷

I forhold til udvikling og forskning i pipeline produkterne, udtaler Ulf Wiinberg sig således: *"Vi får også travlt inden for forskning- og udvikling i 2014, hvor vi får spændende nye data om både Brexpiprazol, Desmoteplase og Brintellix. Udviklingen af nye lægemidler er altid forbundet med risici, særligt inden for hjerne-sygdomme, men vi er optimistiske og ser også et stort potentiale for både Brexpiprazol og Desmoteplase."*²²⁸

Som vi tidligere er kommet ind på i opgaven er det amerikanske marked en mulighed for Lundbeck, for at udbrede sine markedsandele. Her kan man af en artikel d. 07.02.2014 læse, at Lundbeck er kommet langt med deres amerikanske image. Man vil i de kommende år sende en stribe produkter på markedet i USA, som skal være med til at fordoble omsætningen i koncernen. Lundbeck har i 2014 sendt anti-depressionsmidlet Brintellix på markedet i USA, og i 2013 sendte man skizofrenimidlet Abilify Maintena på markedet i USA. Lundbeck forventer et årligt topsalg for Brintellix på mellem 5 og 10 mia. kr., mens Abilify Maintena ventes at kunne sælge for mellem 2 og 2,5 mia. kr. årligt. Herudover forventes pipeline produktet Desmoteplase mod slagtilfælde at nå et topsalg på 5 mia. kr.²²⁹

Vi har i vores opgave været bekendt med forventninger til Brintellix, men ikke Abilify Maintena og Desmoteplase, hvorfor de to produkter indgår i posten "Andre lægemidler", som forventes at ligge stabilt på 2 mia. kr. i budgetteringsperioden. Havde vi haft denne oplysning vil vores omsætning have set mere positiv ud, og have haft positiv indvirkning på den samlede omsætning.

I starten af marts har Lundbeck fået godkendt deres registreringsansøgning for Carbamazepine, der er et lægemiddel til behandling af epilepsi.²³⁰ Dette har også påvirket markedskursen positivt. Vi har i forbindelse med vores opgave ikke vurderet omsætningspotentialet væsentligt, hvorfor den indgår i andre lægemidler.

Faldet i april perioden skal ses i lyset af at hhv. Handelsbanken og Økonomisk Ugebrev Formue reducerede deres kursmål for Lundbeck. Handelsbanken er skeptisk ved, at medicinalaktien er steget fra 132 til 168 på

²²⁶ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/02/06/lundbeck-q4-vigende-toplinje-koster-paa-forventningerne/12690797>

²²⁷ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/02/06/lundbeck-ceo-2014-bliver-et-spaendende-aar/12691117>

²²⁸ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/02/06/lundbeck-ceo-2014-bliver-et-spaendende-aar/12691117>

²²⁹ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/02/07/lundbeck-ceo-er-kommet-langt-med-amerikansk-image/12693534>

²³⁰ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/03/10/lundbeck-fda-godkender-ansoegning-for-epilepsimiddel/12732032>

mindre end to måneder, og sænker i den forbindelse deres anbefaling fra "reducér" til "sælg"²³¹, mens Økonomisk Ugebrev Formue mener, at Lundbeck er prissat skyhøjt på et "best case senario".²³²

Vores beregnede værdi af Lundbeck aktien indikerede, at denne var undervurderet af markedet. Udviklingen i aktiekursen siden 31.12.2013, har underbygget denne vurdering, da kursen efterfølgende er steget til 172,60 kr. pr. aktie. På den baggrund konstateres det, at selvom aktien har været undervurderet, er kursen ikke steget til det i opgaven beregnede niveau. Lundbeck står overfor en fremtid, der byder på usikkerheder ift. budgettering, da gamle produkter går af patent, ny produkter udrulles, og der forsat skal udvikles og forskes for at sikre den fremtidige indtjening. Af den grund vurderer vi fortsat, at vores beregnede værdi på 196,35 kr. pr. aktie er en realistisk værdi for Lundbeck aktien.

²³¹ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/04/03/torsdagens-aktier-draghi-vendte-stemningen/12765032>

²³² <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/04/07/aktier-aabning-starter-ugen-med-et-stort-fald/12767696>

7. Litteraturliste

7.1 Faglitteratur

Sørensen, Ole; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang; Gjellerup/Gads Forlag (2012)

Rådgivningsudvalget; Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele; December 2002

7.2 Årsrapporter

H. Lundbeck A/S Årsrapport 2009-2013, internetadresse: <http://investor.lundbeck.com/investorkit.cfm>

7.3 Artikler mv.

Alder og Køn. Udgivet af Alzheimerforeningen. Internetadresse: <http://www.alzheimer.dk/viden/alder-og-k%C3%B8n>

Aktiekurs for Lundbeck (betaværdi). Udgivet af Aswath Damodaran. Internetadresse: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html (Se "Individual company information" Europe January 2013 + 2014)

Aktiekurs for Lundbeck (betaværdi). Udgivet af Aswath Damodaran. Internetadresse: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html (Se "Levered and Unlevered Betas by Industry" – Europe)

Implied ERP by month for previous months. Udgivet af Aswath Damodaran. Internetadresse: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm (Implied ERP by month for previous months)

Der er lønfest i pilleindustrien. Udgivet af Avisen ApS. Internetadresse: http://www.avisen.dk/der-er-loenfest-i-pilleindustrien_156421.aspx

Analyse af risiko. Udgivet af bgconv.com. Internetadresse: <http://bgconv.com/docs/index-169076.html?page=12>

Generelt/kritik om PEST-analysen. Udgivet af Betabox.com. Internetadresse: <http://betabox.dk/teorierogmodeller/pest-analyse.html>

Generelt/kritik om Porters Five Forces. Udgivet af Betabox.com. Internetadresse: <http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-five-forces.html>

Generelt/kritik om PLC-kurven. Udgivet af Betabox.com. Internetadresse: <http://betabox.dk/teorierogmodeller/plc-kurven.html>

Generelt/kritik om Ansoffs vækstmatrice. Udgivet af Betabox.com. Internetadresse: http://pure.au.dk/portal/files/10539/bachelor_opgave_opgavetekst.pdf

Generelt/kritik om SWOT analyse. Udgivet af Betabox.com. Internetadresse:

<http://betabox.dk/teorierogmodeller/swot-analyse.html>

Lundbeck har overset mulighed i pipelinen. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://m.business.dk/?article=27973290-Lundbeck-har-overset-mulighed-i-pipelinen>

Lundbecks depressionspiller vinder frem i Asien. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/lundbecks-depressionspiller-vinder-frem-i-asien>

Nyhedsoverblik – Fyringsrunder. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/emne/fyringsrunder>

Dødsstraf-kritiker roser Lundbecks nye initiativ. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/doedsstraf-kritiker-roser-lundbecks-nye-initiativ>

Lundbeck får grønt lys europæisk lys til antidepressiv. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/lundbeck-faar-groent-europaeisk-lys-til-antidepressiv>

Lundbecks bragende Alzheimermiddel på lånt tid. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/lundbecks-bragende-alzheimer-middel-paa-laant-tid>

Lundbeck hvirvlet ind i konkurrencesag mod kopiproducenter. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/lundbeck-hvirvlet-ind-i-konkurrencesager-mod-kopiproducenter>

Medicinalfirmaernes tricks koster forbrugerne milliarder. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/medicinalfirmaers-tricks-koster-forbrugerne-milliarder>

Lundbecks depressionspiller vinder frem i Asien. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/lundbecks-depressionspiller-vinder-frem-i-asien>

Novo-rival sagsøgt for bestikkelse. Udgivet af Business.dk fra Berlingske. Internetadresse:

<http://www.business.dk/medico/novo-rival-sagsoegt-for-bestikkelse>

Nye investeringer koster Lundbeck en nedjustering. Udgivet af Børsen.dk. Internetadresse:

<http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/248291/nye-investeringer-koster-lundbeck-en-nedjustering.html>

Lundbeck venter stor fremgang i Kina. Udgivet af Børsen.dk. Internetadresse:

<http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/256960/lundbeck-venter-stor-fremgang-i-kina.html>

Lægemiddelpriiser under pres i USA. Udgivet af Børsen.dk. Internetadresse:

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/72766/artikel.html>

Lundbeck anker EU bøde. Udgivet af Børsen.dk. Internetadresse:

<http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/264751/lundbeck-anker-eu-boede.html>

Fakta Lundbecks patenter. Udgivet af Børsen.dk. Internetadresse:

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/35018/artikel.html>

Generic Saphris. Udgivet af Clinaero, Inc. Internetadresse:
<http://schizophrenia.emedtv.com/saphris/generic-saphris.html>

Information om Ebixa. Udgivet af Dansk Lægemiddel Information /AS. Internetadresse:
<http://min.medicin.dk/Medicin/Praeparater/2982>

Ebixa®. Udgivet af Dansk Lægemiddel Information A/S. Internetadresse:
<http://min.medicin.dk/Medicin/Praeparater/2982>

Azilect®. Udgivet af Dansk Lægemiddel Information A/S. Internetadresse:
<http://min.medicin.dk/Medicin/Praeparater/3609>

Kineserne vil have medicin – og det smitter af på europæiske aktier. Udgivet af Danske Invest. Internet-adresse:
http://www.danskeinvest.com/plsql/vis_news.vis?p_language=75&p_page=0000002623_NEWS_NEWS

Generic Sabril availability. Udgivet af Drugs.com. Internetadresse:
<http://www.drugs.com/availability/generic-sabril.html>

Generic Onfi availability. Udgivet af Drugs.com. Internetadresse:
<http://www.drugs.com/availability/generic-onfi.html>

Se om din læge i lommen på medicinalindustrien. Udgivet af Ekstra Bladet. Internetadresse:
<http://ekstrabladet.dk/nyheder/samfund/article1367771.ece>

Aktiekurs H. Lundbeck A/S. Udgivet af Euroinvestor. Internetadresse:
<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/h-lundbeck-a-s/204900/historik>

Aktiekurs OMX Copenhagen C20. Udgivet af Euroinvestor.dk. Internetadresse:
<http://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omx-copenhagen-20/historik>

Life expectancy at birth, by sex (Europa). Udgivet af Eurostat. Internetadresse:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00025>

Medicinalindustrien trodser krisen. Udgivet af Fagbladet 3F. Internetadresse:
<http://www.fagbladet3f.dk/nyheder/254ff37754cd42dbb61c1a999940934a-20130507-medicinalindustrien-trodser-krisen>

Aktiekurs for Lundbeck (betaværdi). Udgivet af The Financial Times. Internetadresse:
<http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Summary?s=LUN:CPH>

Folkeafstemning om Patentdomstol. Udgivet af Folketinget.dk. Internetadresse: <http://www.eu-oplysningen.dk/emner/Patentdomstolen/>

Record 2 million use Healthcare.gov amid additional Obamacare signup time. Udgivet af Forbes.com. Internetadresse: <http://www.forbes.com/sites/brucejapsen/2013/12/24/record-2-million-use-healthcare-gov-amid-additional-obamacare-signup-time/>

Om H. Lundbeck A/S (international). Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse:
<http://www.lundbeck.com/global/about-us/facts-and-background>

H. Lundbeck A/S's pipeline. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse:

<http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

Lundbeck modtager pris for etisk lederskab i medicinalbranchen. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internat-

adresse: <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?releaseid=660227>

Lundbeck lancerer Selincro® i Danmark. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse:

<http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=793731>

Salget af Sycrest® påbegyndes med lanceringen af produktet i den vigtige europæiske region. Udgivet af H.

Lundbeck A/S. Internetadresse: <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?releaseid=608766>

Otsuka and Lundbeck's once-monthly Abilify Maintena® (aripiprazole) now approved in Europe for maintenance treatment of schizophrenia in adult patients stabilized with oral aripiprazole. Udgivet af H. Lundbeck

A/S. Internetadresse: <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=808814>

Pipeline. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse: <http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

Lundbeck styrker ejerskabet af desmoteplase ved at erhverve Paions resterende rettigheder. Udgivet af H.

Lundbeck A/S. Internetadresse: <http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?releaseid=652265>

The clinical phase III programme commenced on ziconapine. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse:

<http://investor.lundbeck.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=608573>

Information om Sabril. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse: <http://sabril.net/>

Information om Onfi. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse:

http://www.onfi.com/learn_about_onfi/

Information om I.V. Carbamazepine. Udgivet af H. Lundbeck A/S. Internetadresse:

<http://investor.lundbeck.com/pipeline.cfm>

Lundbecks depressionspiller vinder frem i Asien. Udgivet af Jydske Vestkysten. Internetadresse:

<http://www.jv.dk/artikel/1636731:Business--Lundbecks-depressionspiller-vinder-frem-i-Asien>

Medicin-tricks koster forbrugere milliarder. Udgivet af Jyllands Poster. Internetadresse:

<http://m.epn.dk/brancher/medicin/ECE6399505/medicin-tricks-koster-forbrugere-milliarder/>

Sådan fastsættes prisen på medicin. Udgivet af Konkurrence- og Forbrugsstyrelsen. Internetadresse:

<http://www.forbrug.dk/Artikler/Test-og-raad/sundhed/Medicinpriser/Pris-saadan?tc=D53220D8006545C092CCA0A788D42D60>

Vores terapiområder. Udgivet af Lilly Denmark A/S. Internetadresse: [https://www.eli-](https://www.eli-lilly.dk/Vores_terapiomrader)

[lilly.dk/Vores_terapiomrader](https://www.eli-lilly.dk/Vores_terapiomrader)

Om H. Lundbeck A/S, Udgivet af Lundbeck Pharma A/S. Internetadresse: [http://www.lundbeck.com/dk/om-](http://www.lundbeck.com/dk/om-lundbeck/kort-om-lundbeck)

[lundbeck/kort-om-lundbeck](http://www.lundbeck.com/dk/om-lundbeck/kort-om-lundbeck)

Definition af et lægemiddelpatent. Udgivet af Lægemedelindustriforeningen. Internetadresse:

<http://www.menneskerogmedicin.dk/udvikling-af-medicin/om-patenter/et-laegemiddelpatent>

Lægeforeningens etiske regler. Udgivet af Lægeforeningen. Internetadresse:

http://www.laeger.dk/portal/page/portal/LAEGERDK/Laegerdk/R%C3%A5dgivning%20og%20regler/ETIK/LAEGEFORNINGENS_ETISKE_REGLER#7

Lilly køber Alzheimers teknologi fra Siemens. Udgivet af MedWatch. Internetadresse:

http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article5393554.ece

Medicinalindustri i opgør med sælgere. Udgivet af MedWatch. Internetadresse:

http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article4728012.ece

Lundbeck øger forventningerne. Udgivet af MedWatch. Internetadresse:

http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article5791629.ece

'Skjult' diamant i Lundbecks pipeline. Udgivet af MedWatch. Internetadresse:

http://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article6383811.ece

Information om Cipralex. Udgivet af Netdoktor.dk. Internetadresse:

<http://www.netdoktor.dk/interactive/medicin/Cipralex-id2978.html>

Parkinsons Sygdom. Udgivet af NetDoktor.dk. Internetadresse:

<http://www.netdoktor.dk/sygdomme/fakta/parkinson.htm>

Jyske Bank: 40 pct sandsynlighed for Lundbeck. Udgivet af NPinvestor. Internetadresse:

<http://npinvestor.dk/nyheder/visnyhed/220045>

PCT-PPH og PHH aftale med Kina. Udgivet af Patent- og Varemærkerstyrelsen. Internetadresser:

<http://www.dkpto.dk/politik-og-jura/internationale-patenteringer/pph-aftaler/pct-pph-og-pph-aftale-med-kina.aspx>

Patientinformation. Udgivet af Pfizer Danmark. Internetadresse: <http://www.pfizer.dk/patientinformation>

Pengemarkedsfond. Udgivet af Penge2.dk. Internetadresse:

<http://www.penge2.dk/ordbog/p/pengemarkedsfond.aspx>

Medicinalbranchen ruster sig. Udgivet af Pharmadanmark. Internetadresse:

https://www.pharmadanmark.dk/aktuelt/pharma/Documents/2011%20juni/Pharma_s22-23.pdf

Læger for hjælp til at vælge medicin. Udgivet af Politiken. Internetadresse:

<http://politiken.dk/indland/ECE119120/laeger-faar-hjaelp-til-at-vaelge-medicin/>

Lundbeck lancerer unik alkoholpille i Danmark. Udgivet af Politiken.dk. Internetadresse:

<http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2089865/lundbeck-lancerer-unik-alkoholpille-i-danmark/>

Det taber du i gennemsnit på en indlånskonto. Udgivet af Politiken. Internetadresse:

<http://politiken.dk/oekonomi/privatoekonomi/ECE2018767/det-taber-du-i-gennemsnit-paa-en-indlaanskonto/>

Prisfastsættelsen på aktiemarkedet. Udgivet af PricewaterhouseCoopers. Internetadresse:

<http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Aktiekurs for Lundbeck (betaværdi). Udgivet af Proinvestors. Internetadresse: <http://www.proinvestor.com/aktier/Lundbeck/LUN.CO>

Depression. Udgivet af Landsforeningen SIND. Internetadresse: <http://www.sind.dk/depression>

ILON2: Lønindeks for den private sektor (1kvtartal 2005 =100) efter branche og sæsonkorrigeret. Udgivet af Statistikbanken. Internetadresse: <http://www.statistikbanken.dk/ilon2>

MPK3: Danmarks Nationalbanks rentesatser, pengemarkedsrentesatser samt obligationsrentegennemsnit ultimo (pct pa) efter type. Udgivet af Statistikbanken. Internetadresse: <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>

Effektiv indlånsrente. Udgivet af Statistikbanken. Internetadresse: <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1382>

Information om Azilect. Udgivet Teva Pharmaceutical Industries Ltd. Internetadresse: <http://www.azilect.com/FAQ>

Lundbeck hopes to launch new Alzheimer's drug in 2017. Udgivet af Thomson Reuters. Internetadresse: <http://www.reuters.com/article/2013/12/16/us-lundbeck-cso-idUSBRE9BF0IQ20131216>

Aktiekurs for Lundbeck (betaværdi). Udgivet af Thomson Reuters. Internetadresse: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=LUN.CO>

Lundbeck/CEO: Salg af Xenazine vil toppe om 4-5 år. Udgivet af TV 2 Danmark A/S. Internetadresse: <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-23533016:lundbeckceo-salg-af-xenazine-vil-toppe-om-45-%C3%A5r.html>

Key Features of the Affordable Care Act by year. Udgivet af U.S. Department of Health & Human Services. Internetadresse: <http://www.hhs.gov/healthcare/facts/timeline/timeline-text.html>

Sådan laver man ny medicin. Udgivet af Videnskab.dk. Internetadresse: <http://videnskab.dk/miljo-naturvidenskab/sadan-laver-man-ny-medicin>

Cannabis kan dræbe kræftceller og bremse sklerose. Udgivet af Videnskab.dk. Internetadresse: <http://videnskab.dk/krop-sundhed/cannabis-kan-draebe-kræftceller-og-bremse-sklerose>

Pfizer. Udgivet af Wikipedia.dk. Internetadresse: <http://da.wikipedia.org/wiki/Pfizer>

GlaxoSmithKline. Udgivet af Wikipedia.dk. Internetadresse: <http://da.wikipedia.org/wiki/GlaxoSmithKline>

Eli Lilly. Udgivet af Wikipedia.dk. Internetadresse: http://da.wikipedia.org/wiki/Eli_Lilly

Tedatioxetine. Udgivet af Wikipedia.dk. Internetadresse: <http://en.wikipedia.org/wiki/Tedatioxetine>

Desmoteplase. Udgivet af Wikipedia.dk. Internetadresse: <http://en.wikipedia.org/wiki/Desmoteplase>

Life expectancy at birth, male (years). Udgivet af World Bank Group. Internetadresse: <http://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.MA.IN>

Life expectancy at birth, female (years). Udgivet af World Bank Group. Internetadresse:

<http://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.FE.IN/countries>

Depression. Udgivet af World Bank Group. Internetadresse:

<http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs369/en/>

Dementia cases set to triple by 2050 but still largely ignored. Udgivet af World Bank Group. Internetadresse:

http://www.who.int/mediacentre/news/releases/2012/dementia_20120411/en/

Lundbeck/dir: Brintellix-godkendelse en kolossal lettelse. Udgiver /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk. In-

ternetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/10/01/lundbeck-dir-brintellix-godkendelse-en-kolossal-lettelse/12516023>

Lundbeck får grønt europæisk lys til antidepressiv – NY. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk. In-

ternetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/12/27/lundbeck-faar-grønt-europæisk-lys-til-antidepressiv-ny/12640719>

Lundbeck: Nyt antidepressiv forbedrer kognitiv funktion. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk.

Internetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/12/11/lundbeck-nyt-antidepressiv-forbedrer-kognitiv-funktion/12619801>

Lundbeck udvider samarbejde med Otsuka med nyt alzheimersmiddel. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euro-

investor.dk. Internetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/12/11/lundbeck-udvider-samarbejde-med-otsuka-med-nyt-alzheimersmiddel/12619998>

Torsdagens aktier: Skrappe Obama-ord overdøvet af risikovilje. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinve-

stor.dk. Internetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/03/27/torsdagens-aktier-skrappe-obama-ord-overdoevet-af-risikovilje/12755086>

Lundbeck Q4: Vigende topline koster på forventninger. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk.

Internetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/02/06/lundbeck-q4-vigende-toplinje-koster-paa-forventningerne/12690797>

Lundbeck/CEO: 2014 bliver et spændende år. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk. Internetadres-

se: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/02/06/lundbeck-ceo-2014-bliver-et-spaendende-aar/12691117>

Lundbeck/CEO: Er kommet langt med amerikansk image. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk.

Internetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/02/07/lundbeck-ceo-er-kommet-langt-med-amerikansk-image/12693534>

Lundbeck: FDA godkender ansøgning for epilepsimiddel. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk.

Internetadresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/03/10/lundbeck-fda-godkender-ansoegning-for-epilepsimiddel/12732032>

Torsdagens aktier: Draghi vendte stemningen. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk. Internet-

adresse: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/04/03/torsdagens-aktier-draghi-vendte-stemningen/12765032>

Aktie/åbning: Starter ugen med stort fald. Udgivet af /ritzau/FINANS via Euroinvestor.dk. Internetadresse:
<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/04/07/aktier-aabning-starter-ugen-med-et-stort-fald/12767696>

8. Bilag

8.1 Bilag 1 – Ændring i regnskabspraksis

Nedenstående er et udklip fra Lundbecks årsrapport 2012, note 29, som viser konsekvensen af ændring i anvendt regnskabspraksis.

Ændringer i resultatopgørelsen udgør følgende:

	2012			2011		
	Ny praksis DKK mio.	Ændring DKK mio.	Tidligere praksis DKK mio.	Ny praksis DKK mio.	Ændring DKK mio.	Tidligere praksis DKK mio.
Resultatopgørelse						
Nettoomsætning	14.802	-	14.802	16.007	-	16.007
Produktionsomkostninger	3.325	-	3.325	3.166	-	3.166
Bruttoresultat	11.477	-	11.477	12.841	-	12.841
Salgs- og distributionsomkostninger	5.274	(644)	4.630	4.526	(509)	4.017
Administrationsomkostninger	1.641	644	2.285	1.602	509	2.111
Forsknings- og udviklingsomkostninger	2.915	-	2.915	3.320	-	3.320
Resultat af primær drift	1.647	-	1.647	3.393	-	3.393
Finansielle indtægter	153	-	153	116	-	116
Finansielle udgifter	218	-	218	212	-	212
Resultat før skat	1.582	-	1.582	3.297	-	3.297
Skat af årets resultat	475	-	475	1.015	-	1.015
Årets resultat	1.107	-	1.107	2.282	-	2.282

Nedenstående er et udklip fra Lundbecks årsrapport 2013, note 7, som viser konsekvensen af ændring i anvendt regnskabspraksis.

Ændringer i resultatopgørelsen samt totalindkomstopgørelsen udgør følgende:

	2013 New policies DKKm	Changes DKKm	2013 Previous policies DKKm	2012 New policies DKKm	Changes DKKm	2012 Previous policies DKKm
Income statement						
Revenue	15,258	-	15,258	14,802	-	14,802
Cost of sales	4,038	(800)	3,238	3,720	(395)	3,325
Gross profit	11,220	800	12,020	11,082	395	11,477
Sales and distribution costs	4,200	792	4,992	4,836	438	5,274
Administrative expenses	2,549	(7)	2,542	1,601	40	1,641
Research and development costs	2,872	-	2,872	2,919	(4)	2,915
Profit from operations	1,599	15	1,614	1,726	(79)	1,647
Financial income	154	-	154	153	-	153
Financial expenses	281	-	281	218	-	218
Profit before tax	1,472	15	1,487	1,661	(79)	1,582
Tax on profit for the year	617	4	621	496	(21)	475
Profit for the year	855	11	866	1,165	(58)	1,107
Earnings per share (EPS) (DKK)	4.36	0.06	4.42	5.94	(0.29)	5.65
Diluted earnings per share (DEPS) (DKK)	4.36	0.05	4.41	5.94	(0.30)	5.64

	2013 New policies DKKmn	Changes DKKmn	2013 Previous policies DKKmn	2012 New policies DKKmn	Changes DKKmn	2012 Previous policies DKKmn
Statement of comprehensive income						
Profit for the year	855	11	866	1,165	(58)	1,107
Actuarial gains/losses	15	(15)	-	(79)	79	-
Tax	(4)	4	-	21	(21)	-
Items that will not subsequently be reclassified to profit or loss	11	(11)	-	(58)	58	-
Currency translation, foreign subsidiaries	(115)	-	(115)	(12)	-	(12)
Currency translation concerning additions to net investments in foreign subsidiaries	(145)	-	(145)	(27)	-	(27)
Realized exchange gains/losses concerning additions to net investments in foreign subsidiaries (transferred to the income statement)	(8)	-	(8)	(40)	-	(40)
Adjustments, deferred exchange gains/losses, hedging	142	-	142	(78)	-	(78)
Exchange gains/losses, hedging (transferred to the hedged items)	(126)	-	(126)	130	-	130
Exchange gains/losses, trading (transferred to net financials)	-	-	-	1	-	1
Fair value adjustment of available-for-sale financial assets	(25)	-	(25)	(12)	-	(12)
Tax	38	-	38	5	-	5
Items that may subsequently be reclassified to profit or loss	(239)	-	(239)	(33)	-	(33)
Other comprehensive income	(228)	(11)	(239)	(91)	58	(33)
Comprehensive income	627	-	627	1,074	-	1,074

For egenkapitalopgørelsen er ændringen, at der indregnes hhv. 11 mio. kr. i 2013 og 58 mio. kr. i 2012 under øvrig totalindkomst i stedet for årets resultat fra resultatopgørelsen.

Ændringen i pengestrømsopgørelsen udgør følgende:

	2013 New policies DKKmn	Changes DKKmn	2013 Previous policies DKKmn	2012 New policies DKKmn	Changes DKKmn	2012 Previous policies DKKmn
Cash flow statement						
Profit from operations	1,599	15	1,614	1,726	(79)	1,647
Adjustment for non-cash operating items etc.	1,375	(15)	1,360	1,039	79	1,118
Working capital changes	1,079	-	1,079	183	-	183
Cash flows from operations before financial receipts and payments	4,053	-	4,053	2,948	-	2,948

The remaining part of the cash flow statement is not affected.

8.2 Bilag 2 – Reformulering af egenkapitalopgørelse

Den reformulerede egenkapitalopgørelse for Lundbeck vil i analyseperioden se således ud²³³:

Reformuleret Egenkapitalopgørelse, DKK mio.	2013	2012	2011	2010	2009
Egenkapital primo	13.198	12.776	11.122	8.803	7.511
Totalindkomst					
Årets resultat	855	1.165	2.282	2.466	2.007
Øvrig totalindkomst					
- Valutakurs reserve *	(268)	(79)	166	535	(421)
- Valutasikrings reserve **	16	53	(43)	(49)	-
- Overført resultat ***	(10)	(91)	(6)	(2)	55
Skat af øvrig indkomst	34	26	(23)	(47)	93
Totalindkomst i alt (TI)	627	1.074	2.376	2.903	1.734
Transaktioner med ejerne					
Udloddet udbytte	(392)	(685)	(739)	(602)	(453)
Udloddet udbytte, egne aktier	-	-	-	-	2
Kapitalforhøjelse ved udnyttelse af tegningsoptioner	7	-	2	-	-
Tilbagekøb af egne aktier	(7)	(21)	(9)	-	-
Incitamentsprogrammer	48	54	24	18	9
Transaktioner med ejerne i alt (TE)	(344)	(652)	(722)	(584)	(442)
Egenkapital ultimo	13.481	13.198	12.776	11.122	8.803

* Poster indregnet under valutakurs reserve dækker over valutakursomregning, realiserede valutakursgevinster /-tab i udenlandske datterselskaber

** Poster indregnet under valutasikrings reserve dækker valutakursgevinster /-tab (sikrede samt hedging)

*** Poster indregnet under overført resultat dækker over dagsværdiregulering

²³³ Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter 2009-2013

8.3 Bilag 3 – Reformulering af balancen

Den reformulerede balance for Lundbeck vil i analyseperioden se således ud²³⁴:

Reformuleret Balance, DKK mio.	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsaktiver					
Immaterielle anlægaktiver	9.077	9.028	8.445	8.012	7.724
Materielle anlægsskriver	2.778	2.793	2.814	3.046	3.049
Andre langfristede aktiver	371	479	389	170	173
Langfristede aktiver disponible for salg	60	82	83	21	26
Varebeholdninger	1.893	1.730	1.634	1.491	1.481
Tilgodehavende fra salg	2.613	2.427	2.568	2.105	1.962
Øvrige tilgodehavender	998	1.222	658	812	693
Driftslikviditet - 1% af omsætning	153	148	160	148	137
Driftsaktiver (DA) i alt	17.943	17.909	16.751	15.805	15.245
Driftsforpligtelser					
Langfristede forpligtelser	(1.519)	(1.522)	(1.202)	(978)	(1.166)
Kortfristede forpligtelser	(6.518)	(4.981)	(4.696)	(4.047)	(3.748)
Driftsforpligtelser (DF) i alt	(8.037)	(6.503)	(5.898)	(5.025)	(4.914)
Netto driftsaktiver (NDA)	9.906	11.406	10.853	10.780	10.331
Finansielle forpligtelser (FF)					
Prioritetsgæld	(2.131)	(1.862)	(1.860)	(1.858)	(1.856)
Bankgæld - langfristet	-	-	-	-	(750)
Bankgæld - kortfristet	-	-	-	-	(804)
Finansielle forpligtelser (FF) i alt	(2.131)	(1.862)	(1.860)	(1.858)	(3.410)
Finansielle aktiver					
Værdipapirer	1.042	1.055	1.476	54	59
Overskydende likviditet	4.664	2.599	2.307	2.146	1.823
Finansielle aktiver (FA) i alt	5.706	3.654	3.783	2.200	1.882
Netto finansielle aktiver/forpligtelser (NFA / (NFF))	3.575	1.792	1.923	342	(1.528)
Egenkapital (CSE)	13.481	13.198	12.776	11.122	8.803

²³⁴ Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter 2009-2013

8.4 Bilag 4 – Reformulering af resultatopgørelse

Den reformulerede resultatopgørelse for Lundbeck vil i analyseperioden se således ud²³⁵:

Reformuleret Resultatopgørelse, DKK mio.	2013	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	14.051	14.054	15.164	14.109	12.975
Produktionsomkostninger	(4.038)	(3.720)	(3.114)	(2.958)	(2.655)
Bruttoresultat	10.013	10.334	12.050	11.151	10.320
Salgs- og distributionsomkostninger	(3.990)	(4.836)	(4.526)	(3.448)	(3.017)
Administrationsomkostninger	(2.549)	(1.601)	(1.593)	(1.909)	(1.864)
Forsknings- og udviklingsomkostninger	(2.834)	(2.896)	(2.956)	(3.045)	(3.196)
Regulering til usædvanlige driftsposter	790	404	318	33	14
Driftsoverskud fra salg før skat	1.430	1.405	3.293	2.782	2.257
Officielle skatteomkostning	(617)	(496)	(1.015)	(823)	(659)
Skatteeffekt andet driftsoverskud	302	187	211	164	193
Skatteeffekt usædvanlige driftsposter	(260)	(107)	(186)	(20)	(43)
Skatteeffekt finansielle poster	32	16	24	17	48
Skat af driftsoverskud fra salg	(543)	(400)	(966)	(662)	(461)
Driftsoverskud fra salg i alt	887	1.006	2.327	2.120	1.796
Downpayments og milepælsbetalinger	1.112	287	203	37	28
Royalty	95	346	640	619	620
Indtægt ved nedbringelse af ejerandel i LifeCycle Pharma A/S	-	-	-	-	124
Gevinst ved salg af ejerandele i Proximagen Group plc.	-	115	-	-	-
Andet driftsoverskud før skat	1.207	748	843	656	772
Skat af andet driftsoverskud	(302)	(187)	(211)	(164)	(193)
Andet driftsoverskud i alt	905	561	632	492	579
Engangsomkostninger/restruktureringsomkostninger	(790)	(530)	(410)	-	-
Nedskrivning på immaterielle og materielle driftsaktiver	(248)	(23)	(425)	(48)	(157)
Gevinst/tab ved salg af driftsaktiver	-	126	92	(33)	(14)
Usædvanlige driftsposter før skat	(1.038)	(427)	(743)	(81)	(171)
Skat af usædvanlige driftsposter	260	107	186	20	43
Usædvanlige driftsposter efter skat	(779)	(320)	(557)	(61)	(128)
Driftsmæssige dirty-surplus poster, efter skat	(228)	(91)	94	437	(273)
Driftsoverskud i alt	786	1.155	2.496	2.988	1.974
Finansielle omkostninger	(281)	(218)	(212)	(205)	(370)
Finansielle indtægter	154	153	116	137	178
Netto renteomkostninger før skat	(127)	(65)	(96)	(68)	(192)
Skat af nettorenteomkostninger	32	16	24	17	48
Netto renteomkostninger efter skat	(159)	(81)	(120)	(85)	(240)
Totalindkomst	627	1.074	2.376	2.903	1.734

²³⁵ Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter 2009-2013

8.5 Bilag 5 – Reformulering af pengestrømsopgørelse

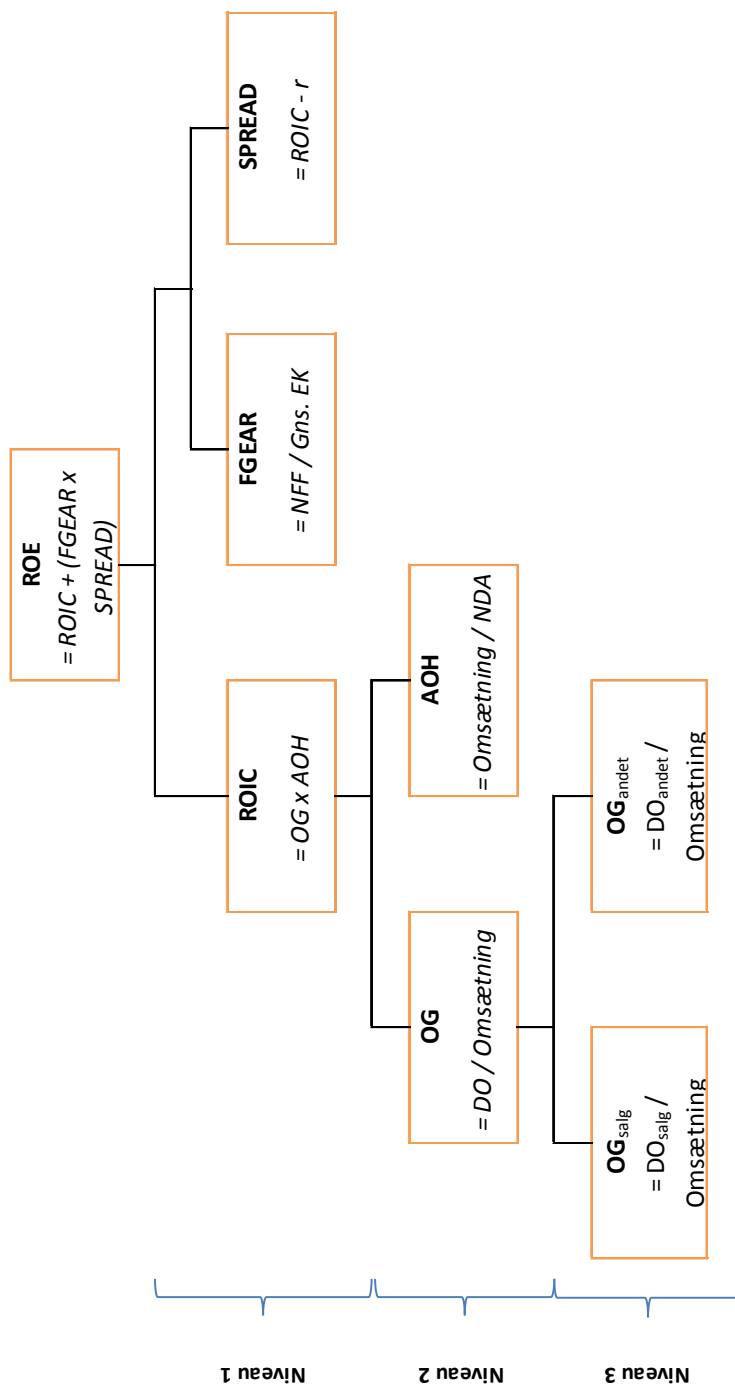
Den reformulerede pengestrømsopgørelse for Lundbeck vil i analyseperioden se således ud²³⁶:

Reformuleret Pengestrømsopgørelse, DKK mio.	2013	2012	2011	2010
Metode 1:				
Driftsoverskud	786	1.155	2.496	2.988
Netto driftsaktiver primo	11.406	10.853	10.780	10.331
Netto driftsaktiver ultimo	(9.906)	(11.406)	(10.853)	(10.780)
Frit Cash Flow (FCF)	2.286	602	2.423	2.540
Metode 2:				
Netto finansielle omkostninger	159	81	120	85
Netto finansielle aktiver / forpligtelser primo	(1.792)	(1.923)	(342)	1.528
Netto finansielle aktiver / forpligtelser ultimo	3.575	1.792	1.923	342
Nettodividende	344	652	722	584
Frit Cash Flow (FCF)	2.286	602	2.423	2.540

²³⁶ Egen tilvirkning på baggrund af Lundbecks årsrapporter 2009-2013

8.6 Bilag 6 – Den udvidede DuPont model

Illustration af den udvidede DuPont model inkl. formler:²³⁷



²³⁷ Egen tilvirkning på baggrund af Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang 4. udgave s. 210

8.7 Bilag 7 – Overskudsgradens drivere

Beregning af overskudsgradens drivere.

Overskudsgradens drivere	2013	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,0%
Produktionsomkostninger	-28,74%	-26,47%	-20,54%	-20,97%	-20,5%
Bruttoresultat	71,26%	73,53%	79,46%	79,03%	79,5%
Salgs- og distributionsomkostninger	-28,40%	-34,41%	-29,85%	-24,44%	-23,3%
Administrationsomkostninger	-18,14%	-11,39%	-10,51%	-13,53%	-14,4%
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-20,17%	-20,61%	-19,49%	-21,58%	-24,6%
Regulering til usædvanlige driftsposter	5,62%	2,87%	2,10%	0,23%	0,1%
Overskudsgrad fra salg før skat fra salg før skat	10,18%	10,00%	21,72%	19,72%	17,4%
Officielle skatteomkostning	-4,39%	-3,53%	-6,69%	-5,83%	-5,1%
Skatteeffekt andet driftsoverskud	2,15%	1,33%	1,39%	1,16%	1,5%
Skatteeffekt usædvanlige driftsposter	-1,85%	-0,76%	-1,22%	-0,14%	-0,3%
Skatteeffekt finansielle poster	0,23%	0,12%	0,16%	0,12%	0,4%
Skat af driftsoverskud fra salg	-3,86%	-2,84%	-6,37%	-4,69%	-3,6%
Overskudsgrad fra salg i alt	6,31%	7,15%	15,35%	15,02%	13,8%
Downpayments og milepælsbetalinger	7,91%	2,04%	1,34%	0,26%	0,2%
Royalty	0,68%	2,46%	4,22%	4,39%	4,8%
Indtægt ved nedbringelse af ejerandel i LifeCycle Pharma A/S	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,0%
Gevinst ved salg af ejerandele i Proximagen Group plc.	0,00%	0,82%	0,00%	0,00%	0,0%
Andet driftsoverskud før skat	8,59%	5,32%	5,56%	4,65%	5,9%
Skat af andet driftsoverskud	-2,15%	-1,33%	-1,39%	-1,16%	-1,5%
Andet driftsoverskud i alt	6,44%	3,99%	4,17%	3,49%	4,5%
Engangsomkostninger/restruktureringssomkostninger	-5,62%	-3,77%	-2,70%	0,00%	0,0%
Nedskrivning på immaterielle og materielle driftsaktiver	-1,76%	-0,16%	-2,80%	-0,34%	-1,2%
Gevinst/tab ved salg af driftsaktiver	0,00%	0,90%	0,61%	-0,23%	-0,1%
Usædvanlige driftsposter før skat	-7,39%	-3,04%	-4,90%	-0,57%	-1,3%
Skat af usædvanlige driftsposter	1,85%	0,76%	1,22%	0,14%	0,3%
Usædvanlige driftsposter efter skat	-5,54%	-2,28%	-3,67%	-0,43%	-1,0%
Overskudsgrad fra andre poster efter skat	0,72%	-1,07%	-1,11%	-6,15%	-1,4%
Driftsmæssige dirty-surplus poster, efter skat	-1,62%	-0,65%	0,62%	3,10%	-2,1%
Overskudsgrad	5,59%	8,22%	16,46%	21,18%	15,2%

8.8 Bilag 8 – Beregning af beta-værdi

Beregning af betaværdi på baggrund af den historiske kursudvikling i forhold til relevant aktieindeks²³⁸

Dato	Børskurs OMX CPH C20	Børskurs Lundbeck	Afkast OMX C20	Afkast Lundbeck
2013-12-31	615,49	137,00	2,30%	14,17%
2013-11-29	601,63	120,00	4,03%	1,61%
2013-10-31	578,30	118,10	2,20%	-1,75%
2013-09-30	565,85	120,20	2,56%	5,62%
2013-08-30	551,75	113,80	0,88%	0,71%
2013-07-31	546,92	113,00	6,81%	10,57%
2013-06-28	512,03	102,20	-4,36%	-7,68%
2013-05-31	535,37	110,70	-0,73%	-2,21%
2013-04-30	539,28	113,20	0,90%	5,70%
2013-03-29	534,47	107,10	-2,21%	10,58%
2013-02-28	546,54	96,85	2,02%	11,45%
2013-01-31	535,72	86,90	7,97%	4,83%
2012-12-31	496,16	82,90	1,07%	-13,56%
2012-11-30	490,92	95,90	1,16%	-4,29%
2012-10-31	485,27	100,20	-1,61%	-7,05%
2012-09-28	493,21	107,80	0,62%	-1,28%
2012-08-31	490,15	109,20	1,24%	-9,00%
2012-07-31	484,13	120,00	8,54%	-0,83%
2012-06-29	446,04	121,00	3,19%	-2,81%
2012-05-31	432,25	124,50	-5,78%	10,67%
2012-04-30	458,75	112,50	3,16%	0,63%
2012-03-30	444,70	111,80	-2,00%	-5,25%
2012-02-29	453,76	118,00	11,07%	5,36%
2012-01-31	408,52	112,00	4,76%	3,70%

Fortsættes

²³⁸ Egen tilvirkning på baggrund af:

<http://www.euroinvestor.com/stock/historicaldata.aspx?id=203548>

<http://www.euroinvestor.com/exchanges/nasdaq-omx-copenhagen/h-lundbeck-a-s/204900/history>

2011-12-30	389,94	108,00	1,23%	1,03%
2011-11-30	385,19	106,90	6,18%	-2,11%
2011-10-31	362,77	109,20	3,55%	2,63%
2011-09-30	350,34	106,40	0,95%	-5,84%
2011-08-30	347,03	113,00	-17,48%	-13,14%
2011-07-29	420,54	130,10	-2,44%	-3,84%
2011-06-30	431,05	135,30	-5,52%	1,58%
2011-05-31	456,25	133,20	-1,42%	10,17%
2011-04-29	462,81	120,90	-0,93%	-0,90%
2011-03-31	467,14	122,00	-1,37%	-1,21%
2011-02-28	473,63	123,50	2,50%	9,29%
2011-01-31	462,10	113,00	0,99%	6,60%
2010-12-30	457,57	106,00	7,72%	6,59%
2010-11-30	424,76	99,45	0,13%	-7,06%
2010-10-29	424,19	107,00	1,74%	10,82%
2010-09-30	416,95	96,55	5,19%	8,18%
2010-08-31	396,38	89,25	-3,51%	2,59%
2010-07-30	410,82	87,00	4,53%	4,44%
2010-06-30	393,01	83,30	1,11%	-7,29%
2010-05-31	388,69	89,85	-5,54%	-2,44%
2010-04-30	411,50	92,10	7,43%	-11,36%
2010-03-31	383,04	103,90	7,97%	7,67%
2010-02-26	354,77	96,50	-0,02%	-3,98%
2010-01-29	354,85	100,50	5,39%	6,07%
2009-12-30	336,69	94,75	2,90%	1,61%
2009-11-30	327,20	93,25	0,94%	-5,09%
2009-10-30	324,15	98,25	-3,15%	-7,75%
2009-09-29	334,70	106,50	-0,10%	3,90%
2009-08-31	335,02	102,50	7,64%	1,23%
2009-07-31	311,23	101,25	7,06%	0,25%
2009-06-30	290,70	101,00	-0,04%	-14,04%
2009-05-29	290,82	117,50	5,83%	14,63%
2009-04-30	274,79	102,50	20,34%	7,33%
2009-03-31	228,35	95,50	-5,44%	-23,29%
2009-02-27	241,48	124,50	-7,76%	2,05%
2009-01-30	261,79	122,00	5,68%	10,91%
2008-12-31	247,72	110,00	N/A	N/A
Kovarians				0,0016
standardafvigelse på ma				0,0536
Beta				0,55

8.9 Bilag 9 – Beregning af nutidsværdier, FCF-modellen

Tilbagediskontering af frit cash flow.

Beregning af FCF mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalværdi
Driftsoverskud efter skat	1.529	1.391	1.417	1.620	1.748	1.734	1.829	2.067	2.185
Netto driftsaktiver primo	10.656	9.917	8.785	8.660	9.578	9.995	9.583	9.767	10.657
Netto driftsaktiver ultimo	-9.917	-8.785	-8.660	-9.578	-9.995	-9.583	-9.767	-10.657	-10.870
Frit Cash Flow	2.268	2.523	1.542	702	1.331	2.147	1.645	1.177	1.971

Tilbagediskontering af FCF mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Samlet
FCF	2.268	2.523	1.542	702	1.331	2.147	1.645	1.177	
wacc	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	
FCF tilbagediskonteret	2.125	2.214	1.268	540	960	1.451	1.041	698	10.297

Nutidsværdi af terminalværdien mio. kr.	
FCF	1.971
wacc	6,75%
forventet vækst i FCF	2%
Nutidsværdi af terminalværdi	24.613

Beregning af virksomhedens værdi mio. kr.	
Nutidsværdi af FCF (år 1-8)	10.297
Nutidsværdi af terminalværdi	24.613
Virksomhedsværdi	34.909
Markedsværdi af NFA	3.575
Markedsværdi af egenkapital	38.484

8.10 Bilag 10 – Beregning af nutidsværdier, RI-modellen

Tilbagediskontering af residualindkomst.

Beregning af RIDO mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalværdi
Driftsoverskud efter skat	2.012	1.529	1.391	1.417	1.620	1.748	1.734	1.829	2.067	2.185
NDA	10.656	9.917	8.785	8.660	9.578	9.995	9.583	9.767	10.657	10.870
wacc	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
RIDO		810	722	824	1.035	1.102	1.059	1.183	1.408	1.465

Tilbagediskontering af RIDO mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Samlet
RIDO	810	722	824	1.035	1.102	1.059	1.183	1.408	
wacc	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	
RIDO tilbagediskonteret	759	633	677	797	795	716	749	835	5.961

Nutidsværdi af terminalværdien mio. kr.	
RIDO	1.465
wacc	6,75%
forventet vækst i RIDO	2%
Nutidsværdi af terminalværdi	18.293

RI-modellen - Beregning af virksomhedens værdi mio. kr.	
NDA (år 0)	10.656
Nutidsværdi af RIDO (år 1-8)	5.961
Nutidsværdi af terminalværdi	18.293
Virksomhedsværdi	34.909
Markedsværdi af NFA	3.575
Markedsværdi af egenkapital	38.484

8.11 Bilag 11 – Følsomhedsanalyse OG-vækst alle perioder og beta

Følsomhedsanalyse på udsving i overskudsgradens vækstrate i perioden 1-3 år samt beta.

		Beta				
		0,6	0,7	0,8	0,9	1
OG - vækst 1-3 år	0%	246,57	213,45	188,74	169,60	154,36
	1%	251,74	217,81	192,51	172,91	157,30
	2%	257,01	222,27	196,35	176,28	160,29
	3%	262,39	226,81	200,27	179,72	163,35
	4%	267,87	231,44	204,26	183,22	166,46

Følsomhedsanalyse på udsving i overskudsgradens vækstrate i perioden 4-8 år samt beta.

		Beta				
		0,6	0,7	0,8	0,9	1
OG - vækst 4-8 år	3%	242,03	209,83	185,80	167,19	152,35
	4%	249,38	215,93	190,98	171,65	156,25
	5%	257,01	222,27	196,35	176,28	160,29
	6%	264,93	228,84	201,92	181,08	164,49
	7%	273,15	235,66	207,70	186,06	168,83

Følsomhedsanalyse på udsving i overskudsgradens vækstrate i terminalperioden samt beta.

		Beta				
		0,6	0,7	0,8	0,9	1
OG - vækst Terminalperiode	3%	254,17	219,95	194,41	174,63	158,88
	4%	255,59	221,11	195,38	175,46	159,58
	5%	257,01	222,27	196,35	176,28	160,29
	6%	258,43	223,43	197,32	177,10	161,00
	7%	259,85	224,59	198,29	177,93	161,71