

H.D.-studiet Finansiering

Hovedopgave - forår 2009

Udarbejdet af: Martin Løfqvist

Vejleder: Robert Neumann

Opgave nr. 37

Værdiansættelse af



-

Køb af Ovation

Indhold

Indledning	4
Problemformulering.....	5
Lundbeck's historie	6
Strategisk analyse	15
Markedsbeskrivelse	15
Depression og angst.....	17
Psykose.....	18
Parkinsons	19
Alzheimers.....	20
Søvnløshed	21
Alkoholmisbrug	21
Slagtilfælde	22
PEST-analyse	25
Political – politiske og lovgivningsmæssige forhold.....	26
Economical – Økonomiske og demografiske forhold	30
Sociocultural – Sociale og kulturelle forhold	31
Technological – Teknologiske og miljømæssige forhold.....	32
Porters Five Forces.....	35
Konkurrencesituationen i branchen	36
Nye potentielle indtrædere på markedet.....	37
Kundernes forhandlingsstyrke	38
Leverandørernes forhandlingsstyrke	39
Substituerende produkter	39
SWOT-analyse	40
Styrker	42

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Svagheder	43
Muligheder	44
Trusler	44
Regnskabsanalyse	46
Reformulering	46
Egenkapital.....	47
Resultatopgørelsen	47
Balancen.....	48
Rentabilitetsanalyse.....	48
Egenkapitalens forrentning.....	50
Drivere for finansiel gearing	50
Drivere for afkast på driften	52
Omsætning.....	53
Værdiansættelse	54
Budgettering	54
Omsætningsvækst.....	55
Aktivernes omsætningshastighed.....	55
Overskudsgrad	56
Skat, samt andet driftsoverskud	57
Finansielle aktiver	57
Budgettering af det frie cash-flow	58
Diskonteringsrente.....	59
Værdiansættelse med DCF modellen	60
Køb af Ovation	61
Ændringer i den strategiske analyse	61
Markedsbeskrivelse	61
SWOT-analyse	62



Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Værdiansættelse	63
Konklusion.....	65
Litteraturliste	66
Bilagsoversigt	67

Indledning

Lundbeck har en lang og spændende historie bag sig med både op og nedture.

Lundbeck har gennem de sidste mange år haft en pæn indtjening, men har alligevel ønsket at udvide sin organisation, så den også inkludere et salgsgorgan i USA.

Nu har Lundbeck købt det amerikanske medicinalsselskab Ovation.

Problemformulering

Formålet med denne værdiansættelse er i korte træk, at værdiansætte Lundbeck ud fra kendte teorier og metoder.

Målet for opgaven, vil blive forsøgt nået ved i første omgang, at danne sig et overblik over hvilken virksomheden Lundbeck egentlig er. For derefter at kigge nærmere på nogle af de stærke sider og muligheder som virksomheden har, samt de risici som Lundbeck selvfølgelig også har. Det vil med andre ord sige gennem en strategisk analyse.

Derefter vil der blive lavet en regnskabsanalyse, som senere vil blive brugt i sammenhæng med den strategiske analyse, til fastlæggelse af proforma regnskaberne. Disse budget vil ligge til grund for den endelige værdiansættelse.

Til sidst vil jeg prøve, at se nærmere på Lundbecks køb af Ovation, og hvilken indflydelse det har fået på værdiansættelsen af Lundbeck.

Det egentlige formål er altså, at se på om købet af Ovation, har en positiv indvirkning på værdien af Lundbeck.

Lundbeck's historie

For at starte lidt omvendt, så starter vi lige med en kort introduktion af hvad Lundbeck er i dag, og ser derefter på hvilken udvikling Lundbeck har gennemgået.

Lundbeck er i dag Danmarks næststørste medicinalvirksomhed, med over 5.500 medarbejdere fordelt i 55 lande. Lundbeck fokuserer på forskning, udvikling og salg indenfor præparater til behandling af sygdomme, der knytter sig til centralnervesystemet (CNS). CNS-sygdomme opdeles overordnet i to kategorier, de neurologiske sygdomme og de psykiatriske sygdomme. Neurologiske sygdomme er forstyrrelser i nervesystemet, og her kan som eksempel nævnes Parkinsons. Psykiatriske sygdomme er mentale sygdomme, og som eksempel kan her nævnes depression, skizofreni og angst.

For at få en ide om hvad Lundbeck laver nu og hvilke erfaringer virksomheden har, er det en vigtig del altid at kigge tilbage i tiden. På baggrund af historien kan vi finde ud af hvilken vej Lundbeck er gået og om det set i bakspejlet har været den rigtige vej. Har det været de rigtige beslutninger, som har været taget i de forløbne år.

Lundbeck er en relativt gammel virksomhed, som snart har eksisteret i hundrede år. Helt præcis blev Lundbeck grundlagt i København den 14. august 1915 af den handelsuddannede Hans Lundbeck, som blev født den 20. juli 1885. Til at starte med var Lundbeck rent faktisk et handelsselskab, som havde alt i sortimentet lige fra kager og slik, til maskiner, kamera, biografudstyr og støvsugerudlejning. Hans

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Lundbeck havde en filosofi om, at ingen forretning var for lille. Der bliver ikke produceret noget selv, og langt det største salg sker over disken i butikken. Støvsugerudlejningen var dengang Lundbecks helt store forretning, for en støvsuger i private hjem var bestemt ikke noget man havde.

Efter første verdenskrig, blev den danske krone revalueret, hvilket gjorde det meget billigere at importere udenlandske varer. I takt med at virksomheden vokser, begynder Hans Lundbeck også at mikse kulør og essens, for at sælge videre til diverse bagerier og chokoladebutikker. Virksomheden var dog stadig primært et handelsselskab, som importerede varer fra forskellige europæiske lande samt USA.

I 1924 slutter Eduard Goldschmidt sig til Hans Lundbecks handelsselskab, og med sig har han en del agenturer på medicin. Heriblandt kan nævnes, Anusol mod hæmorider, Gelonida mod smerter, afføringsmidlet Agorol, samt Inotyol til behandling af små sår og rifter. Med sig har Eduard Goldschmidt også diverse agenturer på blandt andet dufte, cremer og babypuder, som passer perfekt ind i Lundbecks sortiment.

På grund af den verdensomspændende økonomiske krise i 1930'erne indførte den danske regering, meget stramme restriktioner for udenlandsk valuta, for at skabe flere arbejdspladser i Danmark. Dette betød blandt andet, at Lundbeck som før havde fået sine importerede varer leveret færdigpakket og klar til salg, nu fik

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

varerne leveret løst og uden emballage. Derfor begyndte Lundbeck at starte sin egen produktion op, hvor varerne blev pakket og mærket.

En meget vigtig begivenhed indtræffer i 1937, hvor farmakologen Oluf Hübner bliver farmaceutisk salgsrepræsentant i Lundbeck. Han tager nemlig initiativ til den udvikling, som forandrer Lundbeck fra at være et handelsselskab, til at være en organisk-kemisk producent med sin egen udviklingsafdeling. I starten fik Lundbecks udviklingsafdeling forfinet nogle af de importerede produkter, men introducerede i 1938 sit første originale produkt, kaldet Epicutan, til behandling af skader og sår.

Lundbeck flytter i 1939 sine aktiviteter ud til en tidligere kiksefabrik, på Ottiliavej i Valby. Samtidig med dette, bliver det besluttet at splitte selskabet op i to, så det nu består af et rent handelsselskab, som oprindeligt, samt et selskab som udelukkende skulle koncentrere sig om medicin og kosmetik.

I 1940 sker der yderligere meget vigtige ting for Lundbecks fremtidige udvikling. Dels bliver Hans Lundbeck gift med Grete Sterregaard. Dels introducerer Lundbeck Lucosil, som produceres i et dertil nybygget anlæg og som lader til at blive en stor succes. Lige indtil den tyske leverandør af råmaterialet til fremstillingen af Lucosil, ikke længere kan levere som følge heraf. På grund af anden verdenskrig, bliver Eduard Goldschmidt desuden tvunget til at forlade Danmark, og dermed også forlade ledelsen i Lundbeck.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

I 1943 dør Hans Lundbeck og Poul Viggo Petersen kommer i stedet til selskabet. Han tager initiativet til oprettelsen af en medicinal udviklingsafdeling, hvorved han rent faktisk skabte Lundbecks farmaceutiske niche.

I 1946 efter anden verdenskrigs afslutning, vender Eduard Goldschmidt retur til Danmark og dermed også til sin position i Lundbecks ledelse. Eduard Goldschmidt dør dog allerede i 1950, hvorefter Lundbeck laves om til et aktieselskab, med Grete Lundbeck som hovedaktionær med 50,5% af aktierne.

Efter anden verdenskrig blev alle tyske patenter overtaget af de allierede, og i den forbindelse fik Lundbeck rettighederne til Ketobemindon, som Lundbeck videreudviklede til Ketogan, og som blev introduceret i 1952. I dag er det dog Pfizer som ejer rettighederne til Ketogan, som stadig bruges til at lindre akutte smerter.

Samme år var Oluf Hübner en tur til USA, hvor han spontant ringer til Professor Selman Waksman, senere Nobel pris vinder, som under deres samtale giver Oluf Hübner basisformularen til Neomycin, som bruges til behandling af infektioner i sår. Dette medfører at Lundbeck etablerer et mikrobiologisk laboratorium samt et nyt syntese anlæg for at kunne producere Neomycin.

I 1954 trækker Grete Lundbeck sig tilbage fra den daglige drift, samtidig med dette blev Lundbeck fonden etableret, med Grete Lundbeck som formand.

I 1957 lykkes det for Lundbeck at udvikle Truxal, som bruges til behandling af skizofreni. Truxal bliver sendt på markedet i 1959, og bliver en stor succes for Lundbeck.

Det går godt for Lundbeck. De får flere og flere originale præparater, og selskabet vokser kraftigt. I løbet af 1960'erne ændre Lundbeck strategi omkring salgsløbet, fra at have haft agentaftaler på de enkelte markeder, til selv at ville være tilstede på enkelte af de større markeder. Lundbeck opretter blandt andet kontorer i New York og Paris.

I 1961 køber Lundbeck et tidligere mejeri i Lumsås, for at opnå en større produktionskapacitet. I løbet af de næste 13-14 år, bliver det gamle mejeri udvidet med fire syntesefabrikker, et kedelhus, et laboratorium, flere workshops og store lagerfaciliteter. Derudover køber Lundbeck også yderligere 15 hektar jord i forbindelse med det gamle mejeri, så der er yderligere mulighed for udvidelser.

I 1965 dør Grete Lundbeck, som indtil sin død ejede 50,5% af Lundbeck, og sad som formand for Lundbeck fonden. Efter hendes død overtog fonden hendes ejerandel af Lundbeck.

I 1967 sker der igen en omrokering i ejerstrukturen, da Lundbeck fonden køber familien Goldschmidt's aktier i Lundbeck for 32 millioner kroner, hvorved fonden bliver den eneste ejer af Lundbeck.

Citalopram molekylet bliver i 1972 syntetiseret af Klaus Peter Bøgesø, som også udvikler en metode til at opskalere Citalopram.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

I 1975 trækker Oluf Hübner sig tilbage, og en epoke i Lundbeck's historie er dermed forbi. Samtidig vælger man at lukke den biologiske forskning, da man ikke mener der er særlige gode perspektiver i at finde nye antibiotika. Derudover vælger man også at skære kraftigt ned på mange andre forskningsprojekter, for at fokusere på de områder, hvor der forventes størst muligt afkast.

I slutningen af 1970'erne sælges det kosmetikafdelingen, samt det hele startede med, nemlig handelsselskabet, for nu udelukkende at fokusere på udvikling og forskning.

Lundbeck har i starten af 1980'erne mange gode forskningsresultater, til behandling af skizofreni, men får desværre ikke konverteret dette til de helt store kommercielle succeser.

Erik Sprunk-Jansen bliver i 1987 administrerende direktør i Lundbeck og mener at selskabet har behov for at specialisere sig endnu mere. Han definerer på dette tidspunkt at CNS, Central Nervous System, som værende den overordnede strategi og beslutter i samme omgang, at Lundbeck skal have sit eget salgsorgan.

I løbet af 1980'erne bliver Serdolect udviklet og i 1989 bliver Cipramil, som bruges i behandling af depression, lanceret i Danmark efter at være udviklet 15 år tidligere. Cipramil er den direkte efterfølger til Klaus Peter Bægesø's udvikling af Citalopram i 1972, hvilket har skabt grundlaget for Lundbecks succes og kraftige ekspansion. I 1999 stod Cipramil for ca. 78% af Lundbeck's omsætning.



Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

I 1993 køber Lundbeck et synteseanlæg i Seal Sand, England.

I 1995 indleder de et samarbejde med Forest Laboratories, Inc. i Amerika.

I 1996 blev Serdolect godkendt og lanceret i 17 europæiske lande, men bliver allerede i 1998 frivilligt trukket tilbage af Lundbeck, på grund af mistanke om at præparatet kunne være skyld i meget seriøse hjerteproblemer, for en mindre gruppe af skizofrene, der tog Serdolect.

I 1997 får Lundbeck nyt logo.

I 1998 bliver Cipramil godkendt af de amerikanske myndigheder og lanceres umiddelbart efter i USA under navnet Celexa.

I 1999 bliver Lundbeck børsnoteret på Nasdaq OMX Copenhagen, selvom Lundbeck på dette tidspunkt ikke står og mangler penge.

I 2000 bliver Lundbeck og Merck Co., Inc. enige om at samarbejde omkring udvikling og salg af Ebixa, til symptombehandling af Alzheimer. Derudover køber Lundbeck en syntesefabrik i Padova, Italien.

I 2001 indgår Lundbeck et samarbejde med Teva Pharmaceutical Industries Ltd.. Derudover køber Lundbeck, Byk Gulden's aktier i Lundbeck GmbH, for 800 millioner kroner. Lundbeck GmbH havde siden 1994 fungeret som fælles salgsorgan for de to selskaber. 2001 gik ikke stille for sig, for senere på året indstillede en ekspertgruppe

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

at suspenderingen af Serdolect blev ophævet, på grund af den lille risiko, i forhold til præparatets positive effekt.

I 2002 bliver Mexico det første land i verden hvor Ebixa lanceres.

Samme år indvier Lundbeck Escitalopram produktion i Seal Sand, England. Dette skal igen ses som et led i Klaus Peter Bægesø's udvikling af Citalopram i 1972, hvor første step kom i form af præparatet Cipramil i 1989. Men allerede i 1988 fik Klaus Peter Bægesø i samarbejde med Jens Perregaard videreudviklet Citalopram, da det lykkedes dem at separere Citalopram. Det er denne udvikling som først nu for alvor sættes i system. Præparatet Escitalopram lanceres i Sverige, som det første land i verden, under navnet Cipralex.

I slutningen af 2002 køber Lundbeck det amerikanske forskningsselskab Synaptic, hvorved Lundbeck bliver repræsenteret i USA. Dette selskab er i dag kendt under navnet Lundbeck Research U.S..

I 2003 vælger Erik Sprunk-Jansen at træde tilbage efter 17 succesfulde år, og overlader stolen som administrerende direktør til Claus Bræstrup. I 1998 blev Claus Bræstrup hentet til Lundbeck af Erik Sprunk-Jansen, og sad som forsknings- og udviklingschef indtil udnævnelsen.

I 2005 lanceres Azilect, som bruges til behandling af Parkinson. I april ophæves suspenderingen af Serdolect, hvorved Lundbeck igen fik mulighed for at sælge præparatet. Lundbeck laver desuden en aftale med det tyske biofarmaceutiske

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

firma PAION AG, omkring udviklingen af Desmoteplase, som bruges i behandlingen af blodpropper, og specielt i hjernen.

I 2006 bliver Serdolect relanceret, startende med Estland, fuldt af andre lande.

I 2007 indgår Lundbeck og Takeda Pharmaceutical Company Ltd. et samarbejde omkring udvikling og salg i USA og Japan af en række stoffer i Lundbecks pipeline, til behandling af depression og angst.

Samme år vælger Lundbeck at lukke produktionsaktiviteten i Lundbeck Pharmaceuticals Ltd., Seal Sands, England.

I marts 2008 valgte Claus Bræstrup noget overraskende at træde tilbage, hvilket gjorde at virksomheden stod uden reel administrerende direktør i et par måneder. Den 1. Juni tiltrådte Ulf Wiinberg som administrerende direktør. Ulf Wiinberg kom fra en stilling hos den amerikanske konkurrent Wyeth, hvor han havde været i godt 27 år. Han var strategisk ansvarlig for biofarma-aktiviteter og havde det overordnede ansvar for firmaets aktiviteter i Europa, Mellemøsten, Afrika og Canada.

Videreudviklingen af Flurizan, som ellers i fase-II data havde vist potentiale for lindring af Alzheimers, men som i fase-III studierne ikke kunne dokumentere de samme indikationer, blev indstillet i 2008. De erhvervede europæiske rettigheder til Flurizan blev derfor også nedskrevet med 481 millioner danske kroner.

Circadin, mod søvnproblemer, bliver lanceret i Tyskland og derefter på 11 andre markeder i løbet af 2008.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at kortlægge de interne og eksterne ikke-finansielle værdidrivere i Lundbeck. Den strategiske analyse bruges, sammen med den senere regnskabsanalyse, til at kunne fremkomme med et velovervejet og godt begrundet estimat på Lundbecks værdi.

I første omgang laves en markedsbeskrivelse. Lundbeck er repræsenteret over det meste af verden, men på meget forskellige måder, med vidt forskellige produkter og dertilhørende forskellige udfordringer.

Til derefter at belyse disse forhold bruges forskellige modeller. Til at lave en omverdensanalysen bruges PEST-modellen for at kigge på samfundsniveau og Porter's five forces bruges til at belyse virksomheden på brancheniveau. Til at kigge nærmere på Lundbecks interne styrker og svagheder, samt få opsummeret de eksterne muligheder og trusler, laves en SWOT-analyse.

Markedsbeskrivelse

Lundbecks moderselskab er placeret i Danmark.

Lundbeck har produktionsenheder i Danmark, Mexico og Italien. Den italienske syntesefabrik i Padova, blev i 2000 købt af Lundbeck. Lundbeck har desuden haft en endnu en syntesefabrik i England, Seal Sands, som blev købt i 1993, og som faktisk blev opdateret i 2002 til produktion af Cipralext, men hvor produktionen blev indstillet i 2007.



Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Lundbeck har desuden forskningsenheder i Danmark og USA. Den amerikanske forskningsenhed kom under Lundbecks vinger i løbet af 2002 via købet af Synaptic, og som nu fungerer under navnet Lundbeck Research USA.

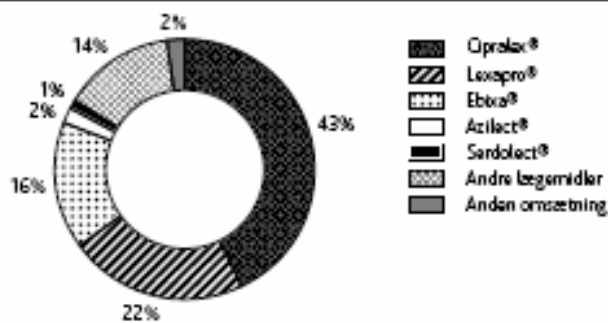
Lundbecks salgsenheder er placeret over det meste af verden, med undtagelse af USA. Lundbeck har delt sine markeder op i Europa, USA og resten af verden, kaldet Internationale Markeder, der er salgsenheder i 29 europæiske lande og yderligere salgsenheder i 25 lande udenfor Europa.

Lundbeck fokuserer sin forskning og udvikling på CNS-sygdomme. Globalt lider mere end 100 millioner af hjernesygdomme, og med en anslået værdi på godt 600 milliarder danske kroner, hvilket svarer til en andel af det samlede verdensmarked for lægemidler på ca. 17%, er CNS verdens største farmaceutiske marked. Lundbeck er i dag aktive indenfor ca. halvdelen af CNS-markedet, enten i form af eksisterende produkter eller kliniske udviklingsprojekter, og Lundbecks omsætning udgør ca. 2% af det samlede marked for hjernesygdomme.

Verdensmarkedet for lægemidler voksede med 10% fra 2006 til 2007, hvilket markedet for lægemidler til behandling af hjernesygdomme også gjorde¹.

¹ IMS Worlds Review 2008

Omsætning fordelt på produkter 2008



Depression og angst

På WHO's liste fra 2004, over hvilke ikke smitsomme sygdomme der globalt set resulterer i størst tab af livskvalitet, ligger depression og angst nummer to, lige efter kræft. WHO regner med at der i dag er ca. 150 millioner mennesker i verden som lider af depression, det anslås dog kun at være halvdelen af disse mennesker der er under behandling. I takt med at flere og flere bliver diagnosticeret, vil efterspørgslen efter præparater til behandling også stige. Det forventes at mennesker i behandling for depression vil stige med mellem 2-3% årligt i USA og Europa².

Markedsværdien for lægemidler til behandling af depression var på 107 milliarder danske kroner, hvilket var et fald fra 2006 til 2007 på 4%³. Dette skyldes ifølge Lundbeck, at en række patenter er udløbet, og erstattet af billigere generiske kopier.

² COGNOS Study #4 – Major depressive disorder, December 2007

³ IMS World Review 2008

Hovedparten af Lundbecks omsætning i de sidste mange år stammer fra behandling af depression og angst. Op gennem 1990'erne var det Cipramil, mens det i det nye årtusinde har været efterfølgeren Cipralex/Lexapro som har taget over, begge præparater er resultatet af egen forskning. I 2008 stod Cipralex/Lexapro for en omsætning på 7.293 millioner kroner, hvilket er en vækst på 9% fra 2007, og svarende til 65% af Lundbecks samlede omsætning. I dag har Cipralex en markedsandel på 16,8% i Europa, ca. 10,8% på Lundbecks Internationale Markeder og 22,9% i USA under navnet Lexapro. Det betyder samtidigt at Cipralex/Lexapro er det mest udskrevne originale antidepressive lægemiddel.

Psykose

Ifølge WHO er et af de største problemer indenfor psykoser, at mange patienter enten meget ofte vælger at skifte antipsykotisk medicin eller helt afbryder deres behandling. Dette skyldes, at der ofte er forbundet en hel del bivirkninger med at tage medicinen, men også på grund af det faktum, at kun ca. en tredjedel af de behandlede patienter bliver symptomfri og fuldt funktionsdygtige.

Lægemidler til behandling af psykoser udgjorde i markedsværdi ca. 113 milliarder danske kroner i 2007, hvilket er en stigning på 14% siden 2006, og dermed gør dette marked til det med den største markedsværdi af alle hjernesygdomme. IMS forventer at værdien af dette marked vil vokse med ca. 2% årligt frem til 2013.

Det amerikanske marked udgør mere end 60% af markedets værdi. Dette skyldes hovedsageligt, at ca. 85% af patienterne i USA modtager den nyeste antipsykotiske medicin, med færre bivirkninger end ældre medicin. Mens kun ca. 55% af

patienterne i Europa får den nyeste medicin, og hele 45% må i stedet tage til takke med den gamle medicin, som godt nok er noget billigere, som jo skyldes at der er flere bivirkninger, men selvfølgelig også fordi at patenterne er udløbet.

Indenfor psykoser har Lundbeck præparatet Serdolect til behandling af skizofreni, som også stammer fra egen forskning. Lundbeck har desuden selv de globale rettigheder til Serdolect, som ved udgangen af 2008 var lanceret på 38 markeder. Serdolect omsatte i 2008 for 58 millioner danske kroner, hvilket er vækst på 68% fra 2007. Omsætningen svare til under 1% af Lundbecks samlede omsætning, dette hovedsageligt en meget restriktiv godkendelse af produktet i Europa. Lundbeck håber på en noget lempeligere godkendelse af Serdolect i USA, hvilket ville kunne øge slaget væsentligt.

Parkinsons

Markedsværdien af lægemidler til behandling af Parkinsons udgjorde i 2007 ca. 20 milliarder danske kroner, hvilket var en vækst på 19% fra året før, og det forventes at dette marked vil vokse med ca. 3% årligt frem til 2017⁴. Det mest anvendte stof på dette marked er et 40 år gammelt præparat kaldet Levodopa. De fleste nyere produkter prøver at optimere behandlingen af sygdommen i den forskellige stadier, mange gange i kombination med Levodopa.

Lundbeck markedsfører produktet Azilect i 29 lande, men produktet er indlicenseret af Teva Pharmaceutical Industries, Ltd.. I en klinisk undersøgelse har Azilect vist sig at være det eneste præparat som faktisk kunne bremse udviklingen af Parkinsons. I

⁴ COGNOS study #8 – Parkinson's disease, juni 2008

Europa har Azilect en markedsandel på ca. 6,5% af alle lægemidler til behandling af Parkinsons. Azilect omsatte i 2008 for 263 millioner danske kroner, som er en vækst på 57% siden 2007, hvilket svarer til omkring 2% af Lundbecks omsætning.

Som en lille sidebemærkning kan nævnes at Michael J. Fox Foundation støtter to af Lundbecks egne forskningsprojekter med i alt 4,5 millioner danske kroner, som dog begge er på de tidlige stadier.

Alzheimers

Sandsynligheden for at blive ramt af Alzheimers, stiger kraftigt med levealderen. For eksempel er det kun 0,1% af personer under 65 år som får Alzheimers. Ved en alder på mellem 65-90 år er sandsynligheden på omkring 4%, mens den stiger til 25% hvis man kommer over de 90 år. I takt med at levealderen generelt stiger, stiger antallet af mennesker med Alzheimers naturligvis også. Det forventes derfor at antallet af patienter årligt vil stige med henholdsvis 5% i USA og 6% i Europa⁵.

Markedsværdien udgjorde i 2007, 31 milliarder danske kroner, hvilket var en stigning på 21% siden 2006, som hovedsageligt skyldtes at der blev lanceret en del nye produkter.

Lundbeck markedsfører Ebixa, som er indlicenseret af Merz Pharmaceuticals GmbH, i 57 lande verden over. I 2008 nåede Ebixa en omsætning på 1.879 millioner danske kroner, hvilket svarer til en omsætningsvækst på ca. 14% fra 2007. I Europa har

⁵ COGNOS study #6 – Alzheimers disease, juni 2008

Ebixa en markedsandel på omkring 16% og på de Internationale Markeder har præparatet en markedsandel på godt 11%.

Søvnløshed

Man regner med at ca. 25% af hele verdens befolkning lider af en eller anden form for søvnløshed, hvilket jo gør området meget interessant. Derudover er søvnløshed ikke et område som bliver behandlet i stor stil, men mange har problemer med at få det fulde udbytte af deres nattesøvn, hvorfor det naturligvis skaber en vis træthed den følgende dag.

Circadin er blevet udviklet af Neurim Pharmaceuticals Ltd., men Lundbeck har selv indicenseret produktet i 2007 med rettigheder til ca. 80% af det europæiske marked. I løbet af 2008 er produktet blevet introduceret på i alt 12 markeder. Markedet havde i 2007 en markedsværdi på ca. 27 milliarder danske kroner, hvoraf ca. 75% var relateret til USA.

Alkoholmisbrug

Lundbeck har i dag ikke nogle produkter til dette behandlingsområde, men har et lovende senfase-projekt vedrørende stoffet Nalmefen. Stoffet er oprindeligt udviklet af det finske BioTie, men i dag har Lundbeck de globale rettigheder, med undtagelse af Nordamerika, Mexico, Tyrkiet og Sydkorea.

Stoffet sigter ikke efter at afholde patienterne fra at drikke, men skulle, hvis alt går efter planen, derimod kunne reducere et eventuelt overforbrug af alkohol, og

dermed åbne op for helt nye behandlingsmuligheder. Det er altså lysten til at drikke som man vil forsøge at bremse med dette stof, så patienterne kan kontrollere og forhåbentligt begrænse deres alkoholindtag.

Markedet er relativt lille, men Lundbeck tror på at der er et markedspotentiale, hvis vel at mærke, det bliver muligt at opbygge et helt behandlingskoncept, med fokus på at reducere overforbrug af alkohol.

Slagtilfælde

Lundbeck har heller ikke inden for slagtilfælde, nogle produkter på markedet i dag, men har til gengæld et lovende senfase-projekt i gang. Stoffet hedder Desmoteplase og er beregnet til at blive brugt efter at patienten har fået en blodprop i hjernen. Rettighederne til Desmoteplase er indicenseret af det tyske PAION AG.

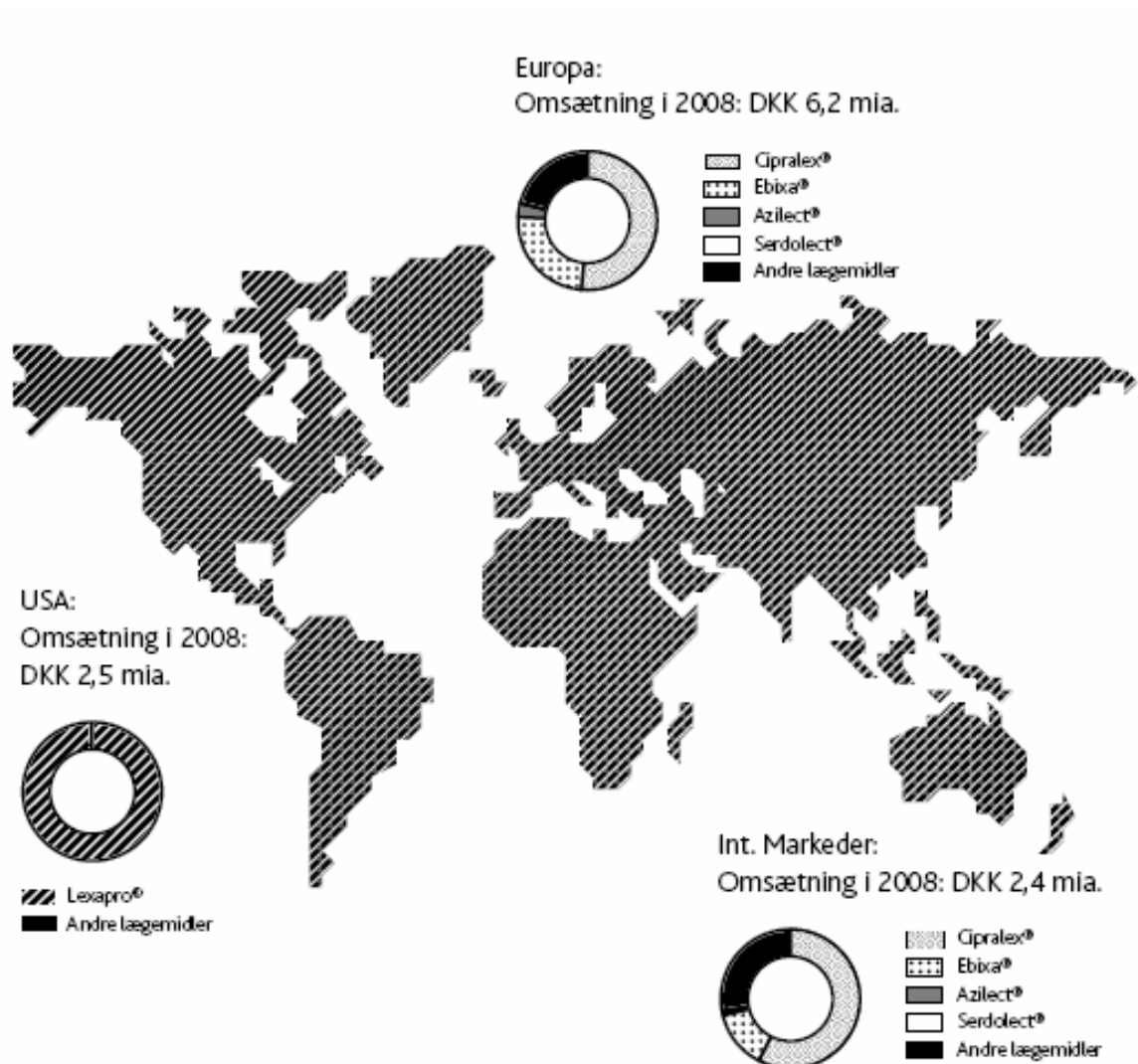
I dag er den eneste godkendte medicinske behandling af blodpropper, hvis den sker indenfor tre timer efter slagtilfældet indtraf og at patienten inden da er blevet scannet for at udelukke hjerneblødninger. Det betyder at kun ca. 20% af patienter med blodprop i hjernen når at blive behandlet. Ifølge Lundbeck er der årligt ca. 700.000 amerikanere som får en blodprop i hjernen, og mellem 8-12% af disse patienter dør inden for 30 dage.

Selvom der i dag er meget strenge regler for brugen af medicin i forbindelse med blodpropper i hjernen, og markedet heller ikke er særligt stort, mener Lundbeck at der er et betydeligt uafdækket behov, for at give disse patienter et længere behandlingsforløb. Et behandlingsforløb som kunne strække sig over et meget

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

større tidsinterval end i dag ville også udvide markedspotentialet væsentligt og det er så her Lundbeck mener at Desmoteplase kommer ind i billedet.

Desmoteplase er desuden blevet tildelt fast-track status af FDA.



Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Som det ses på ovenstående model, henter Lundbeck hovedparten af sin omsætning på det europæiske marked, som gennem de sidste mange år har været Lundbecks hjemmemarked. Derfor har Lundbeck også en fuldt udbygget salgsinfrastruktur til at markedsføre lægemidler. Det europæiske marked udgør ca. 28% af verdensmarkedet for hjernesygdomme.

Lundbeck har i de seneste år, øget sine aktiviteter på det internationale marked, hvilket gør at de er tilstede på størstedelen af disse markeder. Det internationale marked står dog kun for ca. 15% af verdensmarkedet, men Lundbeck vil alligevel fortsætte med at øge sin tilstedeværelse, da det forventes af efterspørgslen efter medicin til behandling af hjernesygdomme, netop på dette marked vil stige kraftigt.

Det amerikanske marked udgør 57% af verdensmarkedet for medicin til behandling af hjernesygdomme. Det har derfor længe været Lundbecks mål at få etableret sig på dette marked. Indtil videre har det udelukkende været muligt at lave licensaftaler med for eksempel Forest Laboratories Inc., som har stået for salget af Cipralext i USA, hvor det bliver solgt under navnet Lexapro. Med købet af Ovation Pharmaceuticals Inc., får Lundbeck en kommerciel platform på verdens klart største medicinalmarked, og får dermed mulighed for at få sine øvrige produkter ind på dette marked.

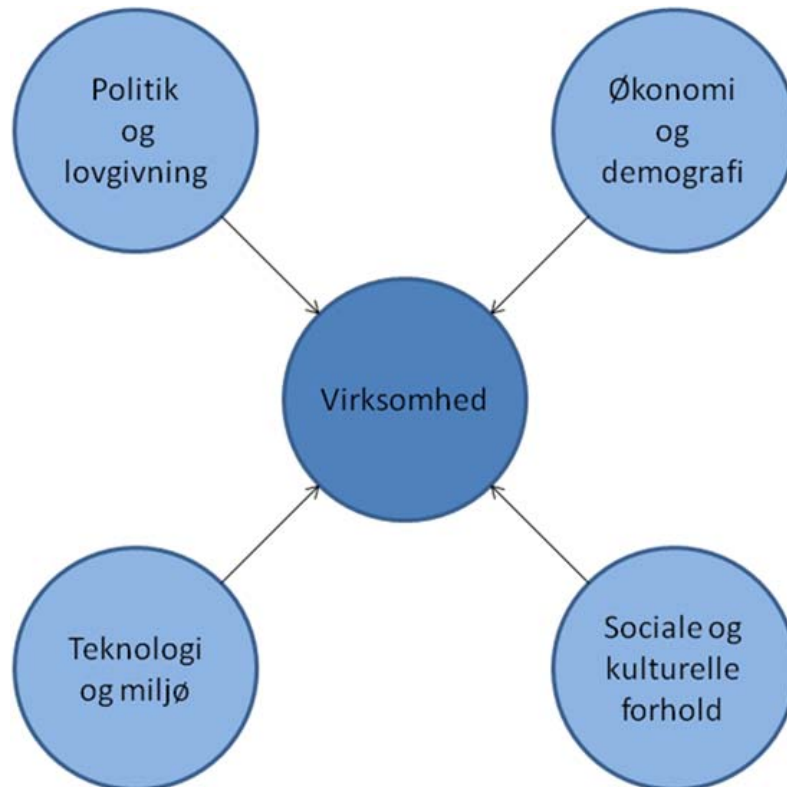
PEST-analyse

PEST-analysen kortlægger trends inden for politiske, økonomiske, sociale og teknologiske faktorer, som kan have væsentlig indflydelse på virksomheden. Analysen bidrager hermed til at fremhæve væsentlige muligheder og trusler i omverdenen.

Lundbecks konkurrenceevne er essentiel for overlevelse på lang sigt. Lundbeck kan selv påvirke konkurrenceevnen gennem forskellige parametre, eksempelvis pris og kvalitet, men der er en række overordnede rammebetingelser som enhver virksomhed påvirkes af, men som ikke i samme grad kan påvirkes af virksomheden selv. Det vil sige en række spilleregler som er pålagt aktørerne i branchen og som påvirker aktørernes indtjeningsevne direkte, men som kun indirekte kan imødegås.

I det efterfølgende afsnit analyseres således, gennem en PEST-analyse, hvilke overordnede rammebetingelser der er gældende for Lundbeck og i hvilket omfang Lundbeck er gearet til at agere herunder.

PEST-analysen belyser følgende forhold:



Political – politiske og lovgivningsmæssige forhold

Dette er et område som Lundbeck bruger utroligt mange ressourcer på.

Det er ikke altid nemt at få et nyt præparat godkendt, og hvis det bliver godkendt er det sjældent, at godkendelsen gælder uden restriktioner. Her kan blandt andet nævnes Lundbecks præparat Serdolect mod skizofreni, som i første omgang blev lanceret i 1996, men allerede i 1998 måtte trækkes tilbage, på grund af mistanke om at produktet i nogle tilfælde kunne forlænge pateinternes hjerterytme, og derfor være årsag til en række dødsfald.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Baseret på nye undersøgelser ophævede EU-kommisionen suspensionen af Serdolect i 2002, men først i 2005 blev Serdolect EU godkendt, og med krav om, at patienter som bruger Serdolect kvartalsvis skal gennemgå en elektrokardiografi. Dette begrænser selvsagt det kommercielle potentiale markant i Europa.

Senest til historien om Serdolect kan nævnes, at Lundbeck i 2008 ansøgte de amerikanske sundhedsmyndigheder, FDA (U.S. Food and Drug Administration), om at få godkendt Serdolect som nyt lægemiddel til behandling af skizofreni, og at FDA i september afsluttede det indledende tjek og accepterede at behandle ansøgningen. FDA skal den 15. Maj tage endelig stilling til godkendelse af Serdolect til det amerikanske marked.

Et ekspertpanel, kaldet Psychopharmacology Drug Advisory Committee, under FDA, kom den 7. April med deres anbefaling omkring Serdolect. I den forbindelse lændede Lundbeck sig op af et stort studium på 10.000 patienter, som konkluderede at der ikke kunne etableres en tydelig forbindelse mellem Serdolect og forstyrrelser i hjerterytmen. Derudover havde Serdolect-patienterne generelt en lavere dødelighed, da de var mindre tilbøjelige til at begå selvmord. Et enstemmigt ekspertpanel stemte for, at Serdolect er effektivt i behandlingen af patienter med skizofreni. Panelet mente dog ikke, at datagrundlaget var stærkt nok til at underbygge påstanden om at Serdolect kunne bruges til behandling af selvmordsadfærd blandt patienter med skizofreni. Derudover var et flertal i panelet betænkelige ved produktets sikkerhed, og stemte derfor imod brugen af Serdolect til en bredere gruppe af patienter med skizofreni. Et flertal i panelet stemte for at der kan være patientgrupper hvor Serdolect vil være gavnlig sammen med en indlægsseddel og værktøjer til at håndtere risiciene. Denne panelafgørelse og

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

specielt den endelige godkendelse den 15. Maj er meget væsentlige, da det kan betyde rigtig store forskelle i den fremtidige indtjening, hvor restriktiv en eventuel godkendelse bliver.

Lundbecks amerikanske samarbejdspartner Forest har indsendt registreringsansøgning for brugen af Cipralex/Lexapro blandt teenagere. Godkendelsen kom her sidst i marts, og ifølge Forest, forventer de et mersalg på ca. 550 millioner danske kroner fra denne godkendelse.

Et andet usikkerhedsmoment omkring de politiske beslutninger, er om produkterne bliver tilskudsberettiget eller ej, da det jo har stor betydning for nettoprisen hos slutbrugeren. Som eksempel kan nævnes, at Cipralex er blevet tilskudsberettiget i den canadiske provins Ontario, hvilket Lundbeck forventer vil øge omsætningen pænt. Derudover forventes det også, at når Cipralex er blevet tilskudsberettiget i en canadisk provins, vil andre provinser højst sandsynligt også stille og roligt følge efter, hvilket igen vil øge omsætningen i Canada.

En anden side af samme sag, kan være de politisk dikterede prisreduktioner i de enkelte lande, eller som i USA hvor medicinalsekskaberne skal give en bestemt procentrabat på den gennemsnitlige salgspris, hvis de ønsker at sælge deres produkter til sygesikringerne Medicare og Medicaid. I slutningen af februar i år blev en råskitse til Barack Obamas sundhedsreform præsenteret, hvor Obama blandt

andet ønsker at hæve disse rabatprocenter. Medicare og Medicaid dækker henholdsvis de gamle og de mindrebemidlede. Der skal i dag gives en rabat på 8% af den gennemsnitlige salgspris til Medicare og en rabat på 15,1% af den gennemsnitlige salgspris til Medicaid, mens procentrabatten fremover ønskes hævet til 22,1% på begge sygesikringer. Hvis dette bliver vedtaget, mener Joanne Jerman fra Citigroup, dog ikke at det vil få den helt store betydning for medicinalsekskabernes indtjening. Citigroup vurderer, at det vil kunne påvirke selskabernes indtjening pr. aktie med mellem 0,4% og 4%. Citigroup mener desuden ikke det er sandsynligt, at dette prispres spreder sig til også at gælde de private sygesikringer. Hvis det alligevel gør vil det uden tvivl påvirke selskabernes indtjening noget mere, og Citigroups vurdering er at det vil påvirke indtjeningen pr. aktie med mellem 1% og 14%.

Lundbeck er meget afhængige af at kunne beskyttet sine rettigheder for nye lægemidler. I den farmaceutiske verden er det meget vigtig at få patenterne ordentligt på plads, men det er en både juridisk og videnskabelig meget kompliceret proces, forbundet med meget stor usikkerhed.

Det er Lundbecks egen opfattelse at deres rettigheder er valide og retskraftige⁶. Lundbeck forsvarer konsekvent sine rettigheder, ligegyldigt hvor i verden deres rettigheder bliver krænket, derfor forsøger virksomheden også konstant at udvikle og vedligeholde kompetencerne inden for dette område.

⁶ Regnskab 2008 side 23.

Lundbeck har verserende sager, i ikke mindre end 13 forskellige lande, udelukkende vedrørende Lundbecks rettigheder til Escitalopram, som er det aktive stof i storsællerten Cipralex/Lexapro.

Economical – Økonomiske og demografiske forhold

Lundbeck har i 2008 ikke været ramt af den verdensomspændende økonomiske krise. Lundbeck vil dog ikke i sit regnskab afvise at de kan blive påvirket i 2009, men ud fra den viden de havde på regnskabstidspunktet har de ikke kunne se hvordan den økonomiske krise skulle kunne påvirke Lundbeck ekstraordinært.

I tider som disse må man sige at den farmaceutiske branche ikke er den værste at være i. Patienterne har fortsat brug for deres medicin, næsten ligegyldig hvad der behandles imod.

Hvis man absolut skulle finde Lundbecks mest følsomme produkt, vil jeg umiddelbart sige at det må være Circadin, mod søvnløshed, da dette er det tætteste Lundbeck kommer på et "luksus" produkt, hvor patienten kunne tænkes at spare det væk i dårlige tider.

På de rent finansielle risici, oplyser Lundbeck at hovedparten af deres valutarisikoen for 2009 er afdækket via terminsforretninger. Lundbecks værdipapirsbeholdning er reduceret væsentligt, og ligger derfor hovedsageligt inde med likvide midler.

Lundbeck oplyser også at den resterende obligationsbeholdning, samt gældsporteføljens risici forsøges begrænset ved at stræbe efter en kort varighed på både aktiver og passiver.

Som skrevet tidligere så er der visse af Lundbecks præparater, hvor den demografiske udvikling taler for et øget markedspotentiale. Som for eksempel Ebixa mod Alzheimers, hvor statistikken jo klart fortæller at sandsynligheden for at få Alzheimers stiger kraftigt med alderen, og med en øget gennemsnitlig levealder, så stiger antallet af patienter med Alzheimers sandsynligvis også.

Sociocultural – Sociale og kulturelle forhold

Der er ingen tvivl om at sociale og kulturelle forhold spiller en meget stor rolle når vi snakker lægemidler og behandling af sygdomme. Se bare på hvordan verdens samlede forbrug af lægemidler til behandling af hjernesygdomme fordeler sig. USA er langt fra det største land i verden og alligevel fylder USA 57% af markedet rent markedsværdimæssigt, mens Europa kun fylder 28%.

Som tidligere skrevet under psykoser, ved vi at lægemidler til blandt andet psykoser er med til at trække USA's samlede andel op, da USA's markedsværdiandel af lægemidler til behandling af psykoser udgør over 60%. En stor del af forklaringen til USA's store andel på dette område var, at der oftere blev medicineret nyere og dermed også dyrere medicin. Uden at vide det, kunne det jo også være meget sandsynligt at dette mønster er det samme for de andre hjernesygdomme. Der er nok ikke nogen tvivl om at dette kunne forklare det del, men jeg tvivler dog på, at det alene kan forklare at USA rent værdimæssigt forbruger over dobbelt så meget medicin til behandling af hjernesygdomme, som Europa.

Der bor over 60% flere mennesker i Europa, og vi har stort set samme levestandard.

Måske er man bare bedre til at erkende når man er syg, både når det gælder de neurologiske, men specielt de psykiatriske sygdomme. Under alle omstændigheder må dette siges, at være noget socialt eller kulturelt der gør, at man i USA bruger flere penge på hjernemedicin.

Technological – Teknologiske og miljømæssige forhold

Der er ingen tvivl om at der i den farmaceutiske verden kræves utroligt store investeringer i den teknologiske udvikling, for hele tiden at være på forkant med de nye muligheder som teknologien åbner for.

Lundbeck har været på forkant med tidens udvikling, hvis man i hver fald kigger samfunds- og miljømæssige tiltag.

Lundbeck fonden som blev stiftet tilbage i 1954, uddeler hvert år en del af det udbytte som kommer fra fondens Lundbeck aktier. I 2008 uddelte fonden 328 millioner danske kroner til forskning.

I 1978 etalerede Lundbeck sin egen miljøafdeling, for at overholde miljøkrav, samt for at forsøge at mindske virksomhedens påvirkning af miljøet.

I 1997 blev Lundbeck Institutet oprettet, som gennem forskellige seminarer forsøger at forbedre behandlingen af patienter med psykiatriske og neurologiske sygdomme. Der er desuden et fakultet, tilknyttet Lundbeck Institutet, med 86 internationale specialister. I 2008 blev der afholdt 12 seminarer med 281 deltagere fra 28 forskellige lande. I 2008 oprettede instituttet en lokal organisation i Kina, for

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

at uddanne psykiatere og neurologer, samt for at påvirke opfattelsen af hjernesygdomme i Kina.

I 2001 etablerede Lundbeck en dyreetisk komite, som sikrer en uafhængig vurdering af håndteringen af forsøgsdyr, og som samtidig kan komme med indstillinger om hvordan dyreetik og dyrevelfærd kan blive endnu bedre i Lundbeck.

I 2004 beslutter Lundbeck at alle nye lægemidler skal testes for deres miljøpåvirkning.

I 2005 bliver Lundbeck optaget på aktieindekset FTSE4Good, som kræver at man blandt andet opfylder nogle kriterier om miljø og menneskerettigheder. Lundbeck implementerede samme år en ny strategi for miljø og arbejdsmiljø, kaldet HS&E-strategi, som står for Health, Safety & Environment. I 2008 blev implementeringen af HS&E på alle fysiske steder med forskning, udvikling og produktion, i Europa fuldført. Det betyder at Lundbeck nu har fået en ekstern anerkendelse i form af ISO-14001- og OHSAS18001-certificering.

I 2006 implementerede Lundbeck et nyt system som skal sikre at alle leverandører, lever op til visse krav omkring miljø, arbejdsmiljø, samt medarbejderforhold.

I 2007 får Lundbeck en CO₂-strategi, om at holde CO₂-udledningen på 2006-niveau. Samme år etableres en funktion som firmaombudsmand, som skal sikre at medarbejderne bliver behandlet fair.

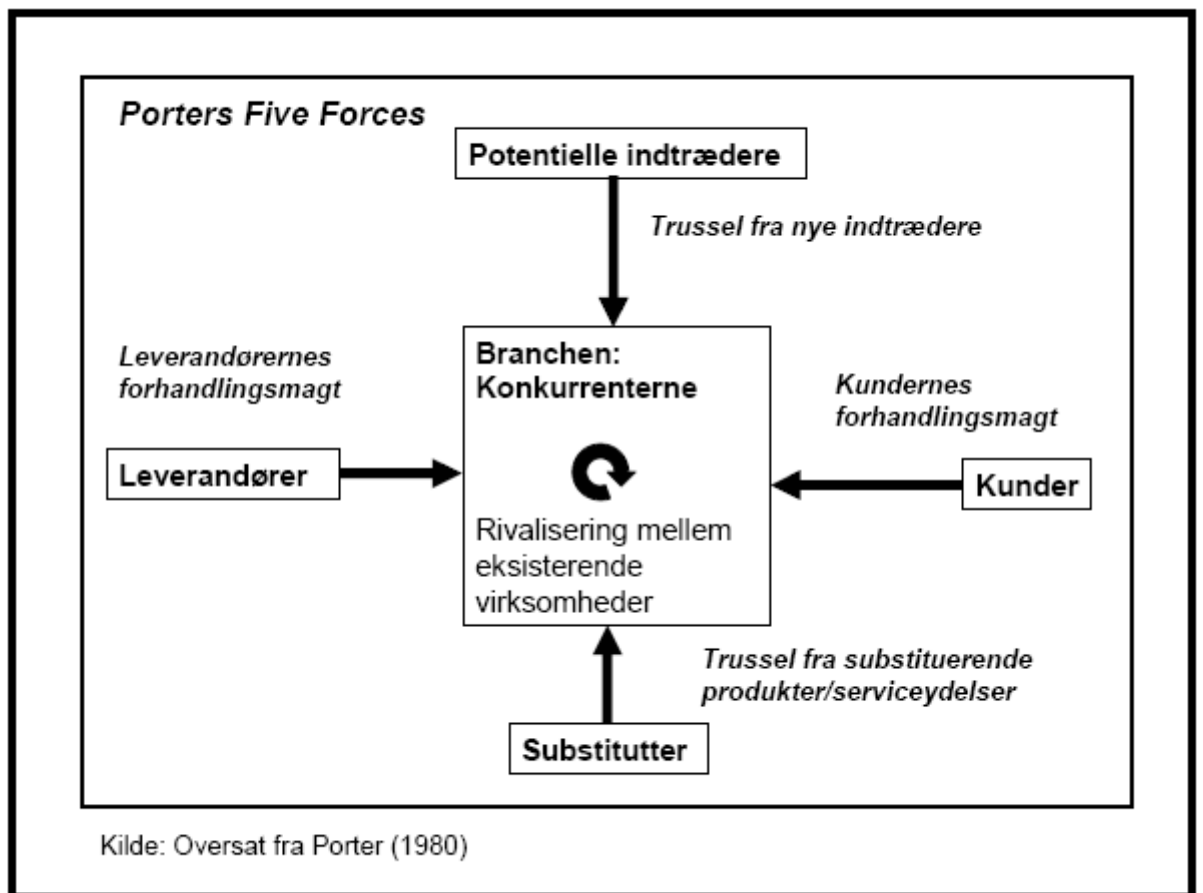
Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

I 2008 etableres en ny enhed i organisationen, kaldet CSR, som står for Corporate Social Responsibility. Enheden skal udvikle en enkel og effektiv CSR-strategi med målbare aktiviteter⁷.

⁷ Regnskab side 27

Porters Five Forces

Michael Porter har samlet brancheanalysen i en simpel model, hvor han sammenfatter fem markeds kræfter som har indflydelse på branchens vækst og indtjeningsmuligheder. Jo svagere påvirkning fra de enkelte markeds kræfter, desto større er potentialet i branchen.



Konkurrencesituationen i branchen

Der er ingen tvivl om at konkurrencesituationen er benhård i den farmaceutiske verden.

Lundbeck berører jo udelukkende den del af det farmaceutiske marked som vedrører centralnervesystemet, hvilket alt anden lige gør konkurrencesituationen noget mindre end ellers. Lægemidler til behandling af centralnervesystemet har dog en markedsværdi på over 600 milliarder danske kroner, og udgør 17% af det globale marked for lægemidler. Så konkurrencen er stadig hård selvom de har prøvet at finde deres niche.

Når vi her kigger på konkurrencesituationen skal det lige bemærkes, at Lundbeck beskæftiger sig med at forske i og udvikle nye stoffer, samt markedsfører disse. Lundbeck går ikke ind efter et patentudløb, og kopiere et allerede eksisterende præparat. Der kigges altså på konkurrencesituationen indenfor den del der har med forskning, udvikling og dertilhørende patentering og salg.

På dette marked gælder om hele tiden at være lidt foran sine konkurrenter i udviklingen af nye præparater, nye metoder eller for eksempel se nye markedsmuligheder. Hvis dette ikke lykkes i en periode kan der hurtigt opstå et hul i pipelinen, som gør det svært at beholde et stabilt cashflow. Dette bliver specielt kritisk hvis eksisterende patenter er ved at udløbe. Det er den konstante udvikling af nye produkter, som er essentiel for en medicinalvirksomhed, da det tager lang tid fra man finder et muligt stof, til det begynder at kaste penge af sig. Man skal regne med at det tager omkring 10 år fra første ide, til der står et endeligt produkt i de første introduktionslande.

I Lundbecks tilfælde er det netop det, som gennem et længere stykke tid, har været det største tvivlsspørgsmål. Patenterne på Cipralext/Lexapro udløber nemlig i 2014/2012, som jo i 2008 stod for 65% af omsætningen, mens hovedparten af Lundbecks pipeline først forventes at kunne give et fornuftigt cashflow på lidt længere sigt.

Nye potentielle indtrædere på markedet

Det kræver et utroligt stort apparat og en meget stor kassebeholdning, at komme ind på markedet.

Som det første skal man finde et muligt nyt virkningsmiddel, derefter skal det udvikles og forbedres. Der skal laves kliniske undersøgelser og rapporter som understøtter at stoffet har den ønskede virkning, og samtidig dokumentere omfanget af mulige bivirkninger ved stoffet. På dette tidspunkt vil hovedparten af de nye mulige præparater være droppet, enten fordi nogle andre kom først, stoffet ikke havde den ønskede virkning eller fordi der simpelthen var for mange bivirkninger ved stoffet.

Hvis man så mener at der er et potentiale i stoffet, er det ikke nok med det, stoffet skal også patenteres, hvilket er en utrolig kompliceret affære, hvorefter det skal godkendes af de forskellige landes sundhedsmyndigheder. Først herefter kan man begynde at tænke på markedsføring og forsøge at tage kampen op med eksisterende produkter på markedet.

Der er nogle meget store farmaceutiske virksomheder, som for eksempel Wyeth, hvor Ulf Wiinberg jo kommer fra, som forsker i og udvikler lægemidler til

behandling af mange forskellige sygdomme i medicinalverdenen, heriblandt også sygdomme i centralnervesystemet. De har altså hele apparatet til disposition, samt en meget stor pengekasse. Wyeth brugte i 2006, 17 milliarder danske kroner på forskning og udvikling, svarende til 15% af omsætningen. Dette er godt nok er mindre end Lundbeck, set på procentsats af omsætningen, hvor Lundbeck i 2008 brugte 22% af omsætningen på forskning og udvikling, men beløbsmæssigt brugte Lundbeck kun 2,5 milliarder danske kroner, svarende til 15% af Wyeths forsknings- og udviklingsbudget.

Alt dette kun for at sige, at hvis Wyeth, eller en anden stor spiller på det internationale medicinalmarked, besluttede sig for at gå mere målrettet efter markedet for lægemidler til behandling af sygdomme i centralnervesystemet, ville Lundbeck hurtigt kunne blive meget presset.

Kundernes forhandlingsstyrke

Som skrevet i PEST-analysen under punktet Economical – Økonomiske og demografiske forhold, er den farmaceutiske branche meget lidt konjunkturfølsom. Det betyder samtidig at kunderne, i dette tilfælde patienterne, ikke har den store forhandlingsstyrke, da patienterne stort set vil betale hvad som helst, for at få den medicin som kan hjælpe dem.

Der er dog nogle få større spillere som har en vis forhandlingsstyrke. Som skrevet i PEST-analysen under punktet Political – politiske og lovgivningsmæssige forhold, kan de enkelte lande gå ind og diktere en given pris, eller for eksempel forlange en bestemt rabat på alle produkter som sælges til den offentlige sygesikring.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Umiddelbart skulle man ikke mene at leverandørerne har den helt store forhandlingsstyrke, men mange gange er det der skal leveres ikke noget som man bare lige kan købe henne på næste hjørne. Det giver selvfølgelig visse leverandører en god forhandlingsstyrke.

Hvis vi kigger lidt i Lundbecks historie, var Lundbeck faktisk udsat for netop dette problem i 1940, dog ikke på grund af leverandørens forhandlingsstyrke, men mere fordi leverandøren ikke længere kunne levere råmaterialet til fremstillingen af Lucosil, på grund af anden verdenskrig. Og når der ikke er andre mulige leverandører, bliver det svært at fremstille det endelige produkt.

Substituerende produkter

På det farmaceutiske marked, er der, som tidligere skrevet, en meget hård konkurrence. Selvom man har patent på et præparat, betyder det ikke, at der ikke findes alternativer. Der findes mange præparater mod det samme, men via forskellige stoffer, som virker på hver sin måde. I denne proces bruges rigtig mange ressourcer. For det er igennem så mange undersøgelser som muligt, at få beskrevet netop ens eget præparat virker bedst. Derefter er det rigtig vigtigt, at man får spredt denne viden ud, både til dem som skal bruge præparatet og til dem som eventuelt skal udskrive præparatet.

Hvis man har fået patenteret et rigtig godt stof, som Lundbeck må siges specielt at have gjort med Citalopram/Escitalopram, som blev præparaterne Cipramil og Cipralex/Lexapro, vil der konstant være nogle som forsøger at teste patentets styrke. Det kan man blandt andet se på Lundbecks mange retssager verden over,

vedrørende Escitalopram. Hvis Lundbeck ikke konsekvent tog disse retssager, kunne der meget hurtigt opstå en direkte kopi af deres produkt.

Netop kopiprodukter kan når patentet udløber meget let substituere det eksisterende produkt. Der er ingen tvivl om at prisen på det førhen patenterede produkt vil falde kraftigt, og dermed også indtjeningen, men man vil i de fleste tilfælde godt kunne opretholde en lidt højere pris og en lidt større markedsandel end kopiprodukterne.

SWOT-analyse

Formålet med følgende SWOT-analyse er at skabe klarhed over en Lundbeck's stærke og svage sider, samt muligheder og trusler. Underpunkterne opstilles i vilkårlig rækkefølge og vil blive uddybet efterfølgende.

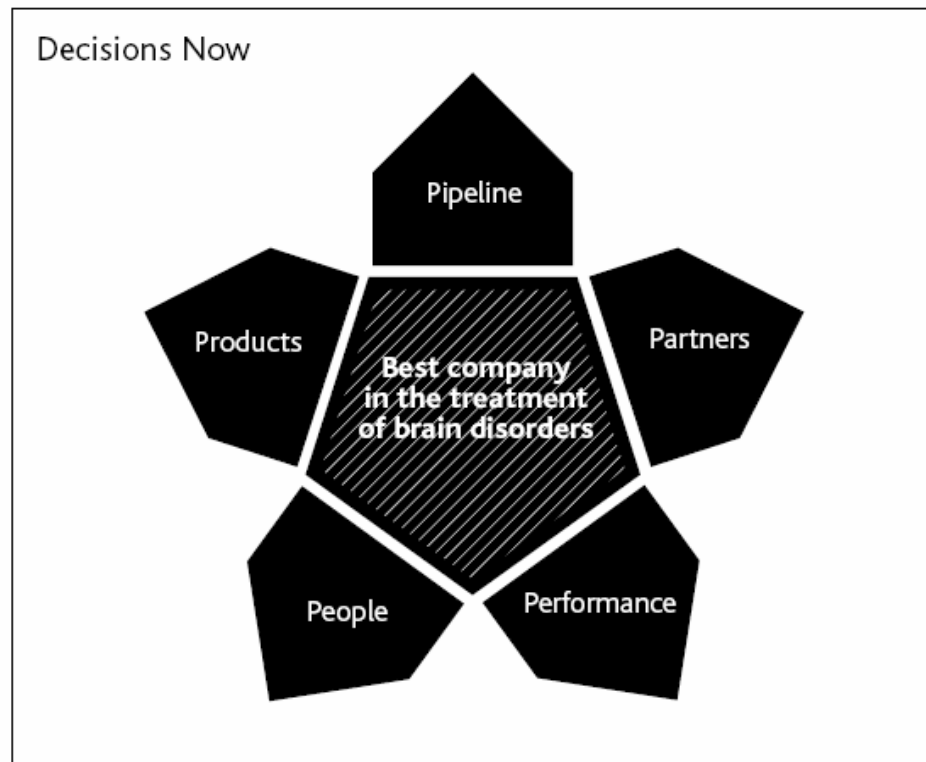
Interne forhold	
Styrker (S)	Svagheder (W)
<ul style="list-style-type: none"> • • Decisions Now • God langsigtet pipeline • Eget globalt salgsorgan, med undtagelse af USA. • Stor niche-erfaring • Knowhow blandt medarbejdere • Godt omdømme • 	<ul style="list-style-type: none"> • • Meget afhængige af Cipralext/Lexapro • Tynd kortsigtet pipeline • Manglende salgsorgan i USA. • Majoritetsejerskab af Lundbeckfonden. •

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Eksterne forhold	
Muligheder (O)	Trusler (T)
<ul style="list-style-type: none"> • • Mulighed for yderligere opkøb. • Udvidelse af aktiviteter inden for lægemidler til behandling af hjernesygdomme. • Bred godkendelse af Serdolect i USA. • 	<ul style="list-style-type: none"> • • Tab af retssager omkring Escitalopram. • Smal godkendelse af Serdolect i USA. • Nye og bedre produkter fra konkurrenterne. • Større tvangsrabat til sygesikringer. • Valuta- og renterisiko •

Styrker

- Decisions Now



- Decisions Now skal sikre at Lundbeck kan indfri deres målsætning om at være den virksomhed i verden der gør den største forskel for patienter med hjernesygdomme.
- Products, skal sikre at Lundbecks eksisterende produkter udnytter sit vækstpotentiale mest muligt.
- Pipeline, betyder at Lundbeck investere endnu flere penge i udvikling og forskning.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

- Partners, Lundbeck vil forsøge at øge væksten gennem indlicenseringer, opkøb og partnerskaber.
- Performance, betyder at Lundbeck vil effektivisere alle led i virksomheden, hvorved der så skulle kunne frigives nogle ressourcer, til investeringer.
- People, Lundbeck ønsker at der skal oparbejdes en virksomhedskultur, som skal være præget af en high performance-mentalitet, blandt alle medarbejdere.
- God langsigtet pipeline
 - Lundbeck har en del gode produkter i pipeline, som forventes at kunne give en god indtjening på længere sigt.
- Eget globalt salgsorgan, med undtagelse af USA
 - Lundbeck har et fuldt opbygget salgsorgan i Europa, og dækker også det meste af de internationale markeder, med undtagelse af USA.
- Stor niche-erfaring/ Knowhow blandt medarbejdere
 - Har forsket og udviklet inden for centralnervesystemet siden 1970'erne.

Svagheder

- Meget afhængige af Cipralext/Lexapro
 - Lundbeck får svært ved at erstatte Cipralext/Lexapro, som har været og er en kæmpe succes.
- Tynd kortsigtet pipeline
 - Hovedparten af Lundbecks pipeline er ikke produkter der kommer på gaden i morgen. Der er en del usikkerhed omkring hvor hurtigt

pipelinen kan udvikle sig, men det lader ikke til, at produkterne når helt at lukke hullet efter patentudløbet af Cipralex.

- Manglende salgsorgan i USA
 - Lundbeck har blandt andet ikke haft mulighed for selv at stå for salget af Cipralex/Lexapro i USA, og har heller ikke kunnet markedsføre og sælge sine mindre succeser i USA.
- Majoritetsejerskab af Lundbeckfonden
 - Med en stor ejer, og specielt når det er en fond risikerer man, at virksomheden nogle gange kommer til at være lidt konservative.

Muligheder

- Mulighed for yderligere opkøb
 - Lundbeck vurderes at have mulighed for at kunne opkøbe andre virksomheder i størrelsesordenen 10 milliarder danske kroner, som måske ville kunne afhjælpe Lundbeck, nogle af de svagheder og trusler de står overfor.
- Bred godkendelse af Serdolect i USA
 - Vi ved endnu ikke hvad FDA's afgørelse omkring Serdolect bliver, men den kan få en rimelig ståt betydning for Serdolect.

Trusler

- Tab af retssager omkring Escitalopram
 - Der kører i øjeblikket en del retssager verden over, omkring Lundbecks patent på Escitalopram. Disse retssager kan få store konsekvenser, hvis de tabes.
- Smal godkendelse af Serdolect i USA

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

- Vi ved endnu ikke hvad FDA's afgørelse omkring Serdolect bliver, men den kan få en rimelig står betydning for Serdolect.

Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er at belyse de finansielle værdidrivere, som sammen med de ikke-finansielle værdidrivere, skal danne grundlag for de budgetter værdiansættelsen baseres på.

Regnskabsanalysen giver nogle svar på den økonomiske udvikling Lundbeck har gennemgået de seneste år. Der ses på hvor væksten skabes, om det er via driftsaktiviteten eller finansieringsaktiviteten. Derefter sammenholdes de finansielle værdidrivere med de ikke-finansielle værdidrivere, og med udgangspunkt i dette laves budgetteringen af proforma regnskaberne.

Regnskabsanalysen baseres udelukkende på regnskaber fra de sidste 3 år, som dækker perioden 2006-2008.

Regnskabsanalysen er opdelt i 3 analyser.

- Rentabilitetsanalyse
- Risikoanalyse
- Vækstanalyse

Reformulering

Før vi rigtig kan komme i gang er det nødvendigt at reklassificere nogle af posterne i det officielle årsregnskab, så vi får opdelt værdiskabelsen i drifts- og finansieringsaktivitet.

Egenkapital

Der tages udgangspunkt i egenkapitalopgørelsen i Lundbecks officielle regnskab. Egenkapitalen reformuleres, da der nogle gange posteres direkte på egenkapitalen, og altså uden om resultatopgørelsen, hvilket kaldes for dirty surplus.

I den reformulerede egenkapitalopgørelse opdeles transaktionerne i transaktioner med ejerne og i totalindkomst. På den måde for vi mulighed for at belyse den reelle værdiskabelse i Lundbeck.

Resultatopgørelsen

Reformuleringen af resultatopgørelsen opdeles i driftens overskud, andet driftsoverskud, netto finansielle omkostninger, de poster som er blevet bogført direkte på egenkapitalen. På denne måde når vi fra til totalindkomsten.

Derudover flyttes skatte ud på de enkelte dele af den reformulerede resultatopgørelse, så man kan se den reelle effekt at den nye opdeling.

Det skal nævnes at Lundbeck i 2007, havde en ekstraordinær afskrivning på 381 millioner danske kroner, på sine produktionsaktiviteter i Lundbeck Pharmaceuticals Ltd., Seal Sands, England, da man valgte at indstille produktionen her.

Derudover havde Lundbeck også en ekstraordinær afskrivning på 481 millioner danske kroner i 2008, som vedrører den indstillede videreudvikling af Alzheimers lægemidlet Flurizan.

Begge disse poster er ikke fjernet fra reformuleringerne, men der er reguleret for dem i forhold til brugen af resultatopgørelsen i nøgletalsberegningerne.

Balancen

Reformuleringen af balancen sker for at kunne analysere hvilket værdi driften genererer, på baggrund af de investeringer som er lavet i driften.

Derfor opdeles posterne i driftsaktiver og driftsforpligtelser, samt i finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Derefter kan forpligtelserne trækkes fra aktiverne, hvorefter der fremkommer et netto tal, som angiver den kapital som er investeret i driften, for at kunne generere driftsoverskuddet.

Der er ikke oprettet en post til driftslikviditet, og der er derfor heller ikke lavet en reduktion af de likvide midler under finansielle aktiver.

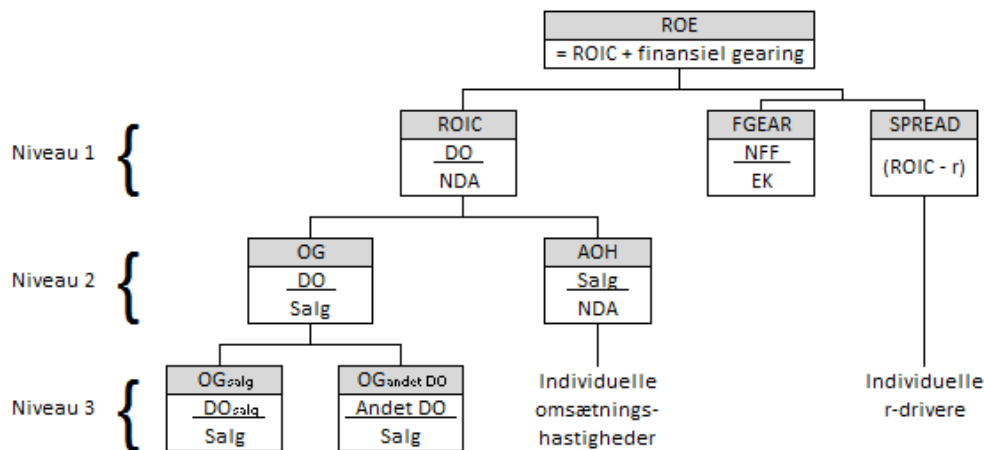
Efter disse reformuleringer af egenkapitalopgørelse, resultatopgørelse og balancen, kan selve rentabilitetsanalysen begyndes.

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen skal på baggrund af de syv finansielle værdidrivere, give os et bedre billede af om værdidriverne virkelig skaber værdi for ejerne. Derudover giver det et rigtig godt udgangspunkt til budgetteringen af den fremtidige værdiskabelse.

Rentabilitetsanalysen baseres på den udvidede DuPont-model.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation



Rentabilitetsanalysen baseres på egenkapitalens forrentning (ROE) og analyserer derefter de underliggende værdidriveres bidrag hertil, som igen opdeles i drifts- og finansieringsmæssige værdidrivere.

Den driftsmæssige værdidriver er afkast på netto driftsaktiver (ROIC), som måler hvor god Lundbeck er til at udnytte sine ressourcer. Jo bedre Lundbeck er til dette jo større ROIC. ROIC kan igen opdeles i overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Det betyder at ROIC kan forbedres ved enten at forbedre OG, altså overskudet pr. omsat krone, eller ved at forbedre omsætningshastigheden på nettodriftsaktiverne, altså AOH.

De finansieringsmæssige værdidrivere er finansiell gearing (FGEAR), samt forskellen mellem driftsafkast (ROIC) og netto finansielle omkostninger (r), kaldet SPREAD.

Egenkapitalens forrentning

Egenkapitalens forrentning angiver den værdi som ejernes investerede kapital er forrentet med.

	2006	2007	2008
ROE	17,58%	30,03%	24,46%
ROIC	20,67%	36,71%	36,45%

Tabel 2

Som det fremgår af ovenstående lille tabel har Lundbeck haft en noget svingende forrentning af egenkapitalen i analyseperioden. Egenkapitalens forrentning steg meget markant fra 2006 til 2007, hvorefter den faldt noget tilbage igen i 2008.

Forrentningen af egenkapitalen har igennem hele analyseperioden været positiv, men på samme tid har den i alle årene ligget under afkastet på netto driftsaktiverne, og specielt i 2008. Det indikerer altså at egenkapitalens forretning bliver negativt påvirket af virksomhedens finansielle gearing.

Drivere for finansiell gearing

Den finansielle gearing er defineret som den grad af fremmedkapital der er brugt til at finansiere nettodriftsaktiverne. Med udgangspunkt i de reformulerede opgørelser kan følgende nøgletal for den finansielle gearing beregnes.

	2006	2007	2008
RNFA	-5,37%	-2,60%	-6,31%
SPREAD	26,04%	39,31%	42,75%
"FGEAR"	0,1249	0,1670	0,2466

Tabel 3

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Da Lundbeck har netto finansielle aktiver, men samtidig har netto finansielle indtægter, bliver den sædvanlige analyse af disse tal noget mudret. Derfor har jeg valgt at kigge Lundbecks gearing ved først at kigge på deres finansielle aktiver og indtægter, hvorefter jeg vil kigge på de finansielle forpligtelser og omkostninger.

	2006	2007	2008
FI / FA	7,89%	8,89%	8,52%
SPREAD	12,78%	27,82%	27,93%
FA / EK	0,3336	0,4076	0,5000

Tabel 4

Selvom Lundbecks finansielle aktiver har givet et rimelig pænt afkast, er det meget tydeligt i ovenstående tabel, at det bedre havde kunne betales sig at investere pengene i driften. Hvad der ikke umiddelbart gør det bedre er at andelen af finansielle aktiver er øget væsentligt i forhold til egenkapitalen.

	2006	2007	2008
FO / FF	15,82%	17,30%	24,23%
SPREAD	4,85%	19,42%	12,21%
FF / EK	0,2087	0,2406	0,2534

Tabel 5

I modsætning til beholdningen af finansielle aktiver, viser denne tabel, at selvom Lundbeck har nogle forholdsvis høje finansielle omkostninger på sin finansielle forpligtelser, tjener Lundbeck faktisk penge på sin gæld. Dette skyldes igen den meget høje indtjening som Lundbeck har på driften.

	2006	2007	2008
(FO / FF) - (FI / FA)	7,94%	8,40%	15,72%

Tabel 6

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Hvis man udelukkende prøver at sammenholde afkastet fra Lundbecks finansielle aktiver, og omkostningen der er forbundet til Lundbeck finansielle forpligtelser, ses det tydeligt at Lundbecks forpligtelser som udgangspunkt skulle reduceres hurtigst muligt. Der kan dog ligge andre motiver bag, for eksempel hvis man ønsker et meget stort likviditetsberedskab, eller nok mere sandsynligt, hvis man forventer snarligt at ville opkøbe en anden virksomhed.

Drivere for afkast på driften

For at analysere udviklingen i ROIC, må vi kigge et niveau længere ned i DuPont-modellen, og se på overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

	2006	2007	2008
ROIC	13,15%	23,45%	23,20%
OG	13,20%	19,50%	18,04%
AOH	1,00	1,20	1,29

Tabel 7

Som det ses af ovenstående tabel skyldes den meget store stigning i ROIC fra 2006 til 2007, specielt at overskudsgraden er forbedret væsentligt, mens aktivernes omsætningshastighed dog også er steget, men i et noget roligere tempo. Fra 2007 til 2008 faldt overskudsgraden en smule tilbage, hvilket dog blev modvirket af den fortsat moderate stigning i aktivernes omsætningshastighed.

Omsætning

	2006	2007	2008
Oms. vækst i %	1,7%	19,1%	2,7%
Oms. i DKK	9.221,0	10.984,9	11.281,8

Tabel 8

Som det fremgår af tabel 8, har der i hele perioden været en positiv omsætningsvækst, hvor 2007 skiller sig ud med en meget kraftig stigning. Denne meget kraftige stigning skyldes hovedsageligt, en meget markant fremgang i salget af Cipralex og Lexapro, en også pæn vækst i de øvrige relativt nye produkter, hjalp godt til, mens omsætningen på Lundbecks ældre produkter fladt en smule tilbage. I 2008 var der også en pæn omsætningsvækst i de fleste produkter, dog med undtagelse af Lexapro, hvor omsætningen fladt en smule tilbage, hvilket til dels skyldtes en lagernedbringelse af Forest Laboratories lager af Escitalopram. Der udover faldt omsætningen af Lundbecks ældre produkter yderligere tilbage.

Værdiansættelse

Efter den strategiske analyse og regnskabsanalysen, er det nu muligt at foretage en værdiansættelse af Lundbeck.

Værdiansættelsen sker pr. den 1. maj 2009, hvor den officielle lukkekurs på Nasdaq OMX Copenhagen var 103,00, og baseres desuden på offentligt tilgængeligt materiale pr. denne dato.

Budgettering

Der er for værdiansættelsen af Lundbeck, brugt en budgetperiode på 10 år. En investering i en virksomhed har dog i princippet ikke nogen bestemt løbetid, hvorfor budgettet i princippet burde fortsætte uendeligt. Der er dog ingen ide i at prøve at fastsætte en så lang budgetperiode, hvorfor budgetperioden i praksis anbefales at løbe så længe som man har viden til, og helst så langt at vækstraten i terminalperioden er meget tæt på den generelle vækst i samfundet. Efter budgetperioden fastsættes altså en terminalværdi, som udtryk for forventningen til udviklingen efter budgetperioden. Terminalværdien forudsætter en konstant vækstrate.

Værdiansættelsen er desuden lavet før købet af Ovation, da det jeg har ønsket at se på, er om netop dette køb har tilføjet Lundbeck værdi. Senere i opgaven gennemgås hvad købet af Ovation kan føre med sig, både af positive og negative aspekter. Denne værdiansættelse er altså lavet uden nogen forventning om opkøb.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Omsætningsvækst

Lundbeck har i forbindelse med regnskabet for 2008 fremlagt deres forventninger til 2009, hvor de blandt andet forventer at omsætningen stiger til 12-12,5 milliarder danske kroner. Heri er inkluderet Lundbecks salg af aktier i LifeCycle Pharma A/S til Lundbeckfonden. Salget skete i januar 2009, og giver Lundbeck en indtægt på 124 millioner danske kroner.

Købet af Ovation som skete 9. februar 2009, er ikke inkluderet i disse forventninger.

Ud fra Lundbecks portefølje af præparater, både dem som allerede sælges i dag og dem som ligger i Lundbecks pipeline, har jeg forsøgt at ekstimere hvordan Lundbecks omsætning vil udvikle sig i de kommende år. Uddrag af tabel 10 er her nedenfor, mens de r for mere uddybende tal henvises til bilag 9, tabel 9 og 10.

Omsætning	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Oms. Vækst i %	9,6%	7,6%	8,1%	-3,9%	4,4%	-5,7%
Oms. i DKK	12.359,8	13.294,4	14.372,9	13.817,6	14.429,7	13.608,9

Uddrag af tabel 10

Aktivernes omsætningshastighed

I tabellen nedenfor ses den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed for henholdsvis driftsaktiver og driftsforpligtelser.

1/AOH	2006	2007	2008	2009E
Driftsaktiver	1,00	0,90	0,79	0,80
Driftsforpligtelser	0,36	0,33	0,29	0,30
1/AOH	0,64	0,58	0,50	0,50

Uddrag af tabel 11

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Den inverse værdi af driftsforpligtelserne har i analyse perioden været omkring 30% af omsætningen, mens den inverse værdi af driftsaktiverne i 2007 og 2008 har ligget på omkring 80% af omsætningen. Der er intet som gennem analyserne som taler for, at hverken driftsforpligtelserne eller driftsaktivernes andel i forhold til omsætningen skulle ændre sig fremover.

På baggrund af de inverse værdier, er det nu muligt at beregne netto driftsaktiverne, hvilket kan ses i bilag 10, tabel 12.

Overskudsgrad

Overskudsgraden er estimeret ud fra niveauet i regnskabsperioden, og er derudover reguleret henover budgetperioden i forbindelse med patentudløb og lignende, da dette må forventes at forringe overskudsgraden. Derudover har Lundbeck valgt at øge sine forsknings- og udviklingsomkostninger, som del af Decisions Now.

På baggrund af den estimerede overskudsgrad, kan driftsoverskuddet før skat nu beregnes.

Se evt. udregninger i tabel 13, i bilag 10.

Skat, samt andet driftsoverskud

Skattesatsen er fastholdt på 25% i gennem hele budgetperioden.

Der er desuden ikke medregnet andet driftsoverskud i budgetperioden, da Lundbeck i 2008 dels har solgt sine andele i associerede selskaber, og dels da de øvrige indtægter og omkostninger i budgetperioden stort set har givet nul.

Finansielle aktiver

Som skrevet i regnskabsanalysen har Lundbeck, netto finansielle aktiver, men samtidig netto finansielle omkostninger, hvilket gør den sædvanlige beregning af den finansielle gearing noget mudret at se på.

Derfor har jeg i stedet set på den årlige ændring i netto finansielle aktiver og sammenholdt denne med det foregående års totalindkomst. I nedenstående tabel ses, at den de netto finansielle aktiver ændres positivt med omkring 43% årligt af totalindkomsten. Jeg har derfor estimeret, at denne trend vil fortsætte i hele budgetperioden. Derefter har jeg kigget på det årlige afkast på de eksisterende finansielle aktiver, og ud fra dette estimeret at ændringen i de nettofinansielle aktiver ville kunne generere et lignende afkast. Denne årlige positive virkning på de finansielle indtægter, er herefter trukket fra posten netto finansielle omkostninger i den budgetterede resultatopgørelse.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Netto finansielle aktiver	2006	2007	2008	2009E
Totalindkomst	1.253,5	1.808,9	1.446,1	1.846,9
Ændring i netto finansielle aktiver		549,3	764,6	621,8
Ændring i NFA i forhold til totalindkomst		43,82%	42,27%	43,00%
Afkast på finansielle aktiver	7,89%	8,89%	8,52%	8,43%
Årligt afkast på ændring i FA		36,6	48,8	39,3

Uddrag af tabel 14

Herefter kan totalindkomsten beregnes.

Budgettering af det frie cash-flow

På baggrund af de opstillede budgetforudsætninger, samt proforma regnskaberne, kan det frie cash-flow beregnes.

Beregning af FCF	2006	2007	2008	0,5 2009E	1,5 2010E
Driftsoverskud	1.217,1	1.856,4	1.674,4	1.946,7	2.093,9
Netto driftsaktiver	5.888,9	5.780,3	5.387,7	6.647,2	7.186,4
Netto driftsaktiver - t		5.888,9	5.780,3	5.387,7	6.647,2
FCF		1.965,0	2.067,0	687,2	1.554,6

Uddrag af tabel 17

Som det fremgår af den fulde tabel 17 skabes der i gennemsnit et svagt stigende cash-flow gennem budgetperioden.

Efter budgetteringen og beregningen af det frie cash-flow, skal der estimeres en diskonteringsrente. Både for DCF-modellen og RIDO-modellen er diskonteringsfaktoren de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, wacc.

Diskonteringsrente

Det vurderes dog at Lundbeck har en målsætning i forhold til sin kapitalstruktur, at der i princippet ikke skal være nogen fremmedkapital. Det gør, at Lundbecks diskonteringsrente i stedet for wacc, bliver lig med ejernes afkastkrav.

Ejernes afkastkrav er et udtryk for hvad aktionærene som minimum kræve af afkast, for at investere i Lundbeck. Ved beregning af ejernes afkastkrav tages udgangspunkt i CAPM, the Capital Asset Pricing Model.

$$K_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Den risikofrie rente er sat til 3,63%, ud fra den effektive rente på den 10 årige statsobligation, Danske stat stående lån 2019.

Beta er bevist ikke selv udregnet, specielt på grund af de nuværende markedsvilkår, men også på grund af de meget forskellige betaværdi som de forskellige analytikere er kommet frem med. Derfor er Beta sat til 1, altså den samme risiko som markedsporteføljen.

Markedets risikopræmie har historisk set ligget på 3-4%, men som markedet er i dag må det forventes at denne risikopræmie er væsentligt større. Derfor er den estimeret til at være 8%.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Værdiansættelse med DCF modellen

Efter beregning af det frie cash-flow og diskonteringsrenten kan vi udregne

Lundbecks samlede værdi via DCF modellen.

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

Beregningen giver en værdi af Lundbeck på ca. 22,8 milliarder danske kroner og en aktiekurs på 115,82.

Værdiansættelse med RIDO modellen

$$V_0^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO}{(1+wacc)^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

Beregningen giver en værdi af Lundbeck på ca. 21,1 milliarder danske kroner og en aktiekurs på 106,92. RIDO modellen burde teoretisk give en værdi noget tættere på DCF modellen.

Køb af Ovation

Lundbeck har længe ville ind på det amerikanske marked. Det er Lundbeck kommet med købet af Ovation, eller Lundbeck Inc. som det jo er en del af nu, men hvad har det betydet for nogle af de ikke finansielle værdidrivere som vi kiggede på i den strategiske analyse. Hvad har købet haft af indflydelse på de finansielle værdidrivere, og i sidste ende værdifastsætningen af Lundbeck?

Ændringer i den strategiske analyse

Det har desværre ikke været muligt for mig, at fremskaffe et regnskab på Ovation, hvilket gør en analyse af dette noget svært. Jeg har derfor kigget på de analyser der er lavet på købet af Ovation, og kigge nærmere på forventningerne til udviklingen i Oventions pipeline, samt selvfølgelig set på de ændringer som er sket i de ikke-finansielle værdidrivere, for at estimere Lundbecks proforma regnskaber.

Markedsbeskrivelse

Lundbecks organisation bliver dels udvidet med endnu en forskningsenhed i USA, men endnu vigtigere de får deres eget salgsgorgan i USA, som de har ønsket sig meget langt tid. Det betyder, at Lundbeck får mulighed for at sælge og markedsføre flere af sine produkter på det amerikanske marked, også dem som der måske ikke er så meget salg i, men lidt har jo også ret.

Derudover bliver Lundbecks portefølje af produkter udvidet, dels med et allerede godkendt produkt, kaldet ATryn, dels med et meget lovende præparat i senfasen, kaldet Sabril, og dels med en række andre lovende produkter i pipelinen.

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Ovation giver allerede inden købet et positivt cash-flow og forventes desuden at kunne lukke "hullet" i Lundbecks pipeline.

Jeg har svært ved, at se hvilke forhold i omverdensanalysen opkøbet skulle ændre ved, andet end at Lundbecks salgs og markedsføringsområde er blevet udvidet væsentligt. Lundbeck er den nye indtræder på markedet, og skal nok regne med, at få meget hård konkurrence på det amerikanske marked.

SWOT-analyse

Der er ingen tvivl om, at opkøbet ændre en del af Lundbecks styrker og svagheder, samt muligheder og trusler.

Interne

Jeg føler ikke at nogle af Lundbecks styrker forsvinder ved købet af Ovation, det kunne man ellers sagtens forestille sig. For eksempel kunne man pludselig have to salgsorganer på de samme markeder, eller det kunne være at man fik nogle produkter ind i porteføljen så man ikke længere kun berørte sit ekspertiseområde.

Lundbeck er til gengæld blevet meget mindre afhængig af Cipralext og Lexapro. Den noget tynde kortsigtede pipeline synes væsentligt forbedret og Lundbeck mangler ikke længere et salgsorgan i USA.

Eksterne

Lundbeck har stadig mulighed for yderligere opkøb, ifølge diverse analyser, forventes det at Lundbeck vil kunne opkøbe endnu en virksomhed af Oventions

Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

størrelse. Lundbeck kan også stadig udvide sine aktiviteter inden for lægemidler til behandling af hjernesygdomme.

Jeg kan ikke umiddelbart se, at nogle af truslerne mod Lundbeck skulle forsvinde ved opkøbet, men følsomheden overfor samtlige trusler bliver mindre.

Værdiansættelse

Omsætningsvæksten er, som skrevet tidligere, lavet ud fra de analyser der allerede er lavet på købet af Ovation. Derudover har jeg kigget nærmere på forventningerne til udviklingen i Oventions pipeline, samt set på de ændringer i de ikke-finansielle værdidrivere.

Den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed er uændrede på 0,8 for driftsaktiverne og 0,3 for driftsforpligtelserne.

Overskudsgraden er til gengæld ændret en del, da jeg har en klar forventning om at integrationen af Ovation, for det første kommer til at koste en del ressourcer og for det andet kommer til at tage et par år før det kommer til at fungere 100%. Til gengæld er jeg også overbevist om, at overskudsgraden på sigt forbedres.

Ændring i overskudsgrad	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ændring i overskudsgrad, %-point	-5,00%	-3,00%	-1,00%	2,00%	4,00%	4,00%

Uddrag af tabel 23

Ved brug af DCF modellen er værdien af Lundbeck lige omkring 27,7 milliarder danske kroner, hvilket svarer til en kurs på 140,79.



Værdiansættelse af Lundbeck - køb af Ovation

Ved brug af RIDO modellen får jeg en værdi af Lundbeck på omkring 26,1 milliarder danske kroner, som svarer til en aktiekurs på 132,69.

Ovation giver allerede inden købet et positivt cash-flow og forventes desuden at kunne lukke "hullet" i Lundbecks pipeline.

Konklusion

Lundbeck er en utrolig spændende virksomhed, som har gennemgået en fantastisk udvikling fra lille handelsvirksomhed i København, til globalt milliard foretagende inden for lægemidler til behandling af sygdomme i centralnervesystemet.

DCF og RIDO modellen gav ikke helt samme værdier af virksomheden, men ud fra de forudsætninger jeg igennem opgaven er kommet frem til, viste begge modeller, at værdien af Lundbeck er blevet større efter købet.

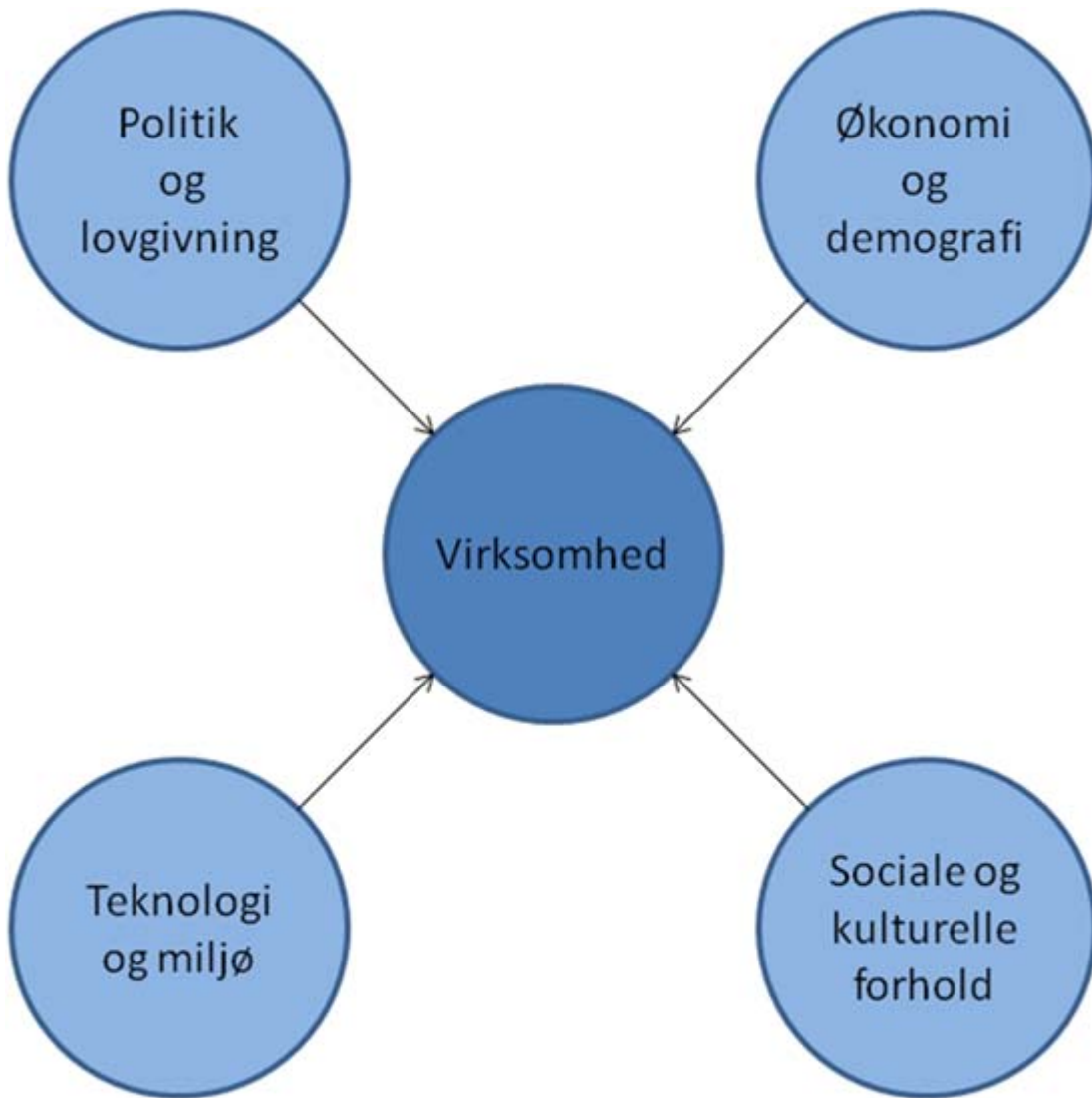
Efter min bedste overbevisning har købet af Ovation, hjulpet Lundbeck rigtig meget. Dels i forhold til nogle mulige trusler, men også i forhold til hvad det egentlig er Lundbeck gerne vil.

Litteraturliste

- Jens O. Elling og Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 2. Udgave, Gjellerup
- Jens O. Elling: Årsrapporten – teori og regulering, 1. Udgave, Gjellerup.
- Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels: Valuation, measuring and managing the value of companies, fourth edition, Wiley.
- Lundbecks Årsrapporter for perioden 2005-2008
- www.nasdaqomxnordic.com
- www.euroinvestor.dk
- www.danskebank.dk
- www.nordea.dk
- www.jyskebank.dk
- www.borsen.dk

Bilagsoversigt

- Bilag 1 Egenkapitalopgørelse
- Bilag 2 Reformuleret egenkapitalopgørelse
- Bilag 3 Resultatopgørelse
- Bilag 4 Reformuleret resultatopgørelse
- Bilag 5 Balance
- Bilag 6 Balance
- Bilag 7 Reformuleret balance
- Bilag 8 Nøgletal
- Bilag 9 Budgettering uden Ovation
- Bilag 10 Budgettering uden Ovation
- Bilag 11 DCF og RIDO modeller uden Ovation
- Bilag 12 Budgettering med Ovation
- Bilag 13 Budgettering med Ovation
- Bilag 14 DCF og RIDO modeller med Ovation



Bilag 12

Tabel 18

Omsætning	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Ciprallex		4.094,2	4.828,7	5.311,6	5.789,6	6.252,8	6.690,5	7.091,9	5.318,9	3.989,2	2.991,9	2.094,3	1.361,3	816,8
Vækst i %			18%	10%	9%	8%	7%	6%	-25%	-25%	-25%	-30%	-35%	-40%
Lexapro		2.593,5	2.464,1	2.956,9	3.016,1	3.076,4	1.538,2	1.153,6	865,2	605,7	393,7	236,2	129,9	65,0
Vækst i %			-5%	20%	2%	2%	-50%	-25%	-25%	-30%	-35%	-40%	-45%	-50%
Pipeline		-	-	-	-	20,0	40,0	120,0	600,0	1.800,0	2.700,0	3.375,0	3.881,3	4.269,4
Vækst i %			0%	0%	0%	0%	100%	200%	400%	200%	50%	25%	15%	10%
Depression i alt	-	6.687,7	7.292,8	8.268,5	8.805,7	9.349,2	8.268,7	8.365,5	6.784,2	6.394,9	6.085,6	5.705,5	5.372,5	5.151,1
Ebixa		1.654,6	1.878,6	2.066,5	2.190,4	2.278,1	2.346,4	2.393,3	2.441,2	2.465,6	2.490,3	2.515,2	2.515,2	2.515,2
Vækst i %			14%	10%	6%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	0%	0%
Alzheimers i alt	-	1.654,6	1.878,6	2.066,5	2.190,4	2.278,1	2.346,4	2.393,3	2.441,2	2.465,6	2.490,3	2.515,2	2.515,2	2.515,2
Azilect		167,5	262,7	394,1	551,7	717,2	860,6	946,7	994,0	1.033,8	1.064,8	1.086,1	1.096,9	1.096,9
Vækst i %			57%	50%	40%	30%	20%	10%	5%	4%	3%	2%	1%	0%
Parkinsons i alt	-	167,5	262,7	394,1	551,7	717,2	860,6	946,7	994,0	1.033,8	1.064,8	1.086,1	1.096,9	1.096,9
Serdolect		34,5	57,9	115,8	231,6	463,2	694,8	868,5	1.085,6	1.248,5	1.310,9	1.310,9	1.245,3	1.058,5
Vækst i %			68%	100%	100%	100%	50%	25%	25%	15%	5%	0%	-5%	-15%
Pipeline		-	-	-	-	20,0	40,0	120,0	360,0	1.080,0	1.620,0	2.025,0	2.328,8	2.445,2
Vækst i %			0%	0%	0%	0%	100%	200%	200%	50%	25%	15%	5%	
Psykose i alt	-	34,5	57,9	115,8	231,6	483,2	734,8	988,5	1.445,6	2.328,5	2.930,9	3.335,9	3.574,1	3.503,7
Andre lægemidler		1.750,1	1.594,7	1.515,0	1.515,0	1.545,3	1.607,1	1.735,6	1.943,9	2.254,9	2.615,7	2.929,6	3.164,0	3.290,6
Vækst i %			-9%	-5%	0%	2%	4%	8%	12%	16%	16%	12%	8%	4%
Andre lægemidler i alt	-	1.750,1	1.594,7	1.515,0	1.515,0	1.545,3	1.607,1	1.735,6	1.943,9	2.254,9	2.615,7	2.929,6	3.164,0	3.290,6
Ovation				1.750,0	2.012,5	2.415,0	2.656,5	2.656,5	2.789,3	2.789,3	2.649,9	3.179,8	3.497,8	3.672,7
Vækst i %			0%	0%	15%	20%	10%	0%	5%	0%	-5%	20%	10%	5%
Ovation i alt	-	-	-	1.750,0	2.012,5	2.415,0	2.656,5	2.656,5	2.789,3	2.789,3	2.649,9	3.179,8	3.497,8	3.672,7
Anden omsætning		690,5	195,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
I alt		10.984,9	11.281,8	14.109,8	15.306,9	16.787,9	16.474,1	17.086,2	16.398,2	17.267,0	17.837,1	18.752,1	19.220,5	19.230,2

Tabel 19

Omsætning	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Vækst i gns
Omsætningsvækst i %	1,7%	19,1%	2,7%	25,1%	8,5%	9,7%	-1,9%	3,7%	-4,0%	5,3%	3,3%	5,1%	2,5%	0,1%	5,47%
Omsætning i danske kroner	9.221,0	10.984,9	11.281,8	14.109,8	15.306,9	16.787,9	16.474,1	17.086,2	16.398,2	17.267,0	17.837,1	18.752,1	19.220,5	19.230,2	

Bilag 12

Tabel 20

1/AOH	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Driftsaktiver	1,00	0,90	0,79	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,40
Driftsforpligtelser	0,36	0,33	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,15
1/AOH	0,64	0,58	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	

Tabel 21

NDA	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Salg (t + 1)				15.306,9	16.787,9	16.474,1	17.086,2	16.398,2	17.267,0	17.837,1	18.752,1	19.220,5	19.230,2	-
Driftsaktiver				12.245,5	13.430,3	13.179,2	13.669,0	13.118,6	13.813,6	14.269,7	15.001,7	15.376,4	15.384,2	-
Driftsforpligtelser				4.592,1	5.036,4	4.942,2	5.125,9	4.919,5	5.180,1	5.351,1	5.625,6	5.766,1	5.769,1	-
Netto driftsaktiver				7.653,4	8.393,9	8.237,0	8.543,1	8.199,1	8.633,5	8.918,6	9.376,1	9.610,2	9.615,1	-

Tabel 22

Overskudsgrad før skat	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Salg (t)	9.221,0	10.984,9	11.281,8	14.109,8	15.306,9	16.787,9	16.474,1	17.086,2	16.398,2	17.267,0	17.837,1	18.752,1	19.220,5	19.230,2
OG før skat	19,30%	24,37%	20,76%	16,00%	18,00%	20,00%	22,00%	24,00%	23,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Diftsoverskud fra salg før skat	1.779,9	2.677,3	2.342,3	2.257,6	2.755,2	3.357,6	3.624,3	4.100,7	3.771,6	3.798,7	3.924,2	4.125,5	4.228,5	4.230,6

Tabel 23

Ændring i overskudsgrad	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Ændring i overskudsgrad, %-point	0,00%	0,00%	0,00%	-5,00%	-3,00%	-1,00%	2,00%	4,00%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

Tabel 24

Netto finansielle aktiver	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Totalindkomst	1.253,5	1.808,9	1.446,1	1.593,4	2.010,0	2.516,4	2.784,9	3.217,9	3.058,6	3.162,1	3.342,2	3.584,1	3.758,8	3.862,6
Ændring i netto finansielle aktiver		549,3	764,6	621,82	685,18	864,31	1.082,07	1.197,51	1.383,71	1.315,21	1.359,72	1.437,15	1.541,15	1.616,29
Ændring i NFA i forhold til totalindkomst		43,82%	42,27%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%	43,00%
Afkast på finansielle aktiver	7,89%	8,89%	8,52%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%	8,43%
Årligt afkast på ændring i FA		36,6	48,8	39,3	43,3	54,7	68,4	75,7	87,5	83,2	86,0	90,9	97,5	102,2

Tabel 25

Resultatopgørelse	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Nettoomsætning	9.221,0	10.984,9	11.281,8	14.109,8	15.306,9	16.787,9	16.474,1	17.086,2	16.398,2	17.267,0	17.837,1	18.752,1	19.220,5	19.230,2
- Driftsomkostninger	7.441,1	8.307,6	8.939,5	11.852,2	12.551,6	13.430,3	12.849,8	12.985,5	12.626,6	13.468,2	13.912,9	14.626,7	14.992,0	14.999,6
Driftsoverskud før skat	1.779,9	2.677,3	2.342,3	2.257,6	2.755,2	3.357,6	3.624,3	4.100,7	3.771,6	3.798,7	3.924,2	4.125,5	4.228,5	4.230,6
- Skat af driftsoverskud	562,8	821,0	668,0	564,4	688,8	839,4	906,1	1.025,2	942,9	949,7	981,0	1.031,4	1.057,1	1.057,7
Driftsoverskud efter skat	1.217,1	1.856,4	1.674,4	1.693,2	2.066,4	2.518,2	2.718,2	3.075,5	2.828,7	2.849,0	2.943,1	3.094,1	3.171,4	3.173,0
+ Andet driftsoverskud	84,3	-10,0	-89,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Netto finansielle omkostninger	47,9	37,4	139,1	99,7	56,4	1,7	-66,7	-142,4	-229,9	-313,1	-399,1	-490,0	-587,4	-689,6
Totalindkomst	1.253,5	1.808,9	1.446,1	1.593,4	2.010,0	2.516,4	2.784,9	3.217,9	3.058,6	3.162,1	3.342,2	3.584,1	3.758,8	3.862,6

Tabel 26

Balance	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Driftsaktiver	9252,8	9018,3	8526,6	12.245,5	13.430,3	13.179,2	13.669,0	13.118,6	13.813,6	14.269,7	15.001,7	15.376,4	15.384,2
Driftsforpligtelser	3363,9	3238,0	3138,9	4.592,1	5.036,4	4.942,2	5.125,9	4.919,5	5.180,1	5.351,1	5.625,6	5.766,1	5.769,1
Netto driftsaktiver	5888,9	5780,3	5387,7	7.653,4	8.393,9	8.237,0	8.543,1	8.199,1	8.633,5	8.918,6	9.376,1	9.610,2	9.615,1
Netto finansielle aktiver	890,3	1439,6	2204,2	2.826,0	3.511,2	4.375,5	5.457,6	6.655,1	8.038,8	9.354,0	10.713,7	12.150,9	13.692,0
Egenkapital	6764,8	7184,9	7591,9	10.479,4	11.905,1	12.612,5	14.000,7	14.854,2	16.672,3	18.272,6	20.089,8	21.761,1	23.307,1

Bilag 13

Tabel 27

Beregning af FCF	2006	2007	2008	0,5 2009E	1,5 2010E	2,5 2011E	3,5 2012E	4,5 2013E	5,5 2014E	6,5 2015E	7,5 2016E	8,5 2017E	9,5 2018E
Driftsoverskud	1.217,1	1.856,4	1.674,4	1.693,2	2.066,4	2.518,2	2.718,2	3.075,5	2.828,7	2.849,0	2.943,1	3.094,1	3.171,4
Netto driftsaktiver	5.888,9	5.780,3	5.387,7	7.653,4	8.393,9	8.237,0	8.543,1	8.199,1	8.633,5	8.918,6	9.376,1	9.610,2	9.615,1
Netto driftsaktiver - t		5.888,9	5.780,3	5.387,7	7.653,4	8.393,9	8.237,0	8.543,1	8.199,1	8.633,5	8.918,6	9.376,1	9.610,2
FCF		1.965,0	2.067,0	-572,6	1.325,9	2.675,1	2.412,2	3.419,5	2.394,3	2.564,0	2.485,6	2.859,9	3.166,5

Tabel xx

Wacc 11,63%
Terminalværdi 3,00%

PV -541,9 1.124,2 2.031,8 1.641,2 2.084,2 1.307,3 1.254,1 1.089,1 1.122,6 1.113,4 13.288,9 Terminalværdi

Virksomhedsværdi 25.515,1
Bogfortværdi af NFA 2.204,2
Værdi af egenkapital 27.719,3

Antal aktier af nominelt 5 DKK 196.886.282
Værdi pr. aktie 140,79

Risikofri rente 3,63% Danske stat stånde lån 2019
Beta 1
Forventet afkast i markedsporteføljen 11,63%
Markedets risikopræmie 8,00%

Egenkapitalens afkastkrav 11,63%

RIDO 1.066,6 1.176,3 1.542,0 1.760,3 2.082,0 1.875,1 1.845,0 1.905,9 2.003,7 2.053,7 Terminalværdi
1.009,5 997,4 1.171,2 1.197,7 1.269,0 1.023,9 902,4 835,1 786,5 722,1 8.618,8

Netto driftsaktiver 2008 5.387,7
Virksomhedsværdi 18.533,5
Bogfortværdi af NFA 2.204,2
Værdi af egenkapital 26.125,4

Antal aktier af nominelt 5 DKK 196.886.282
Værdi pr. aktie 132,69

Bilag

