

Afgangsprøjet, HD Finansiering

Institut for Finansiering

Copenhagen Business School, maj 2012

“En Værdiansættelse af Coloplast A/S”



Udarbejdet af:

Martin Bay Hansen

Vejleder:

Carl Agerbech Petersen

Indholdsfortegnelse

1. INDLEDNING	5
1.1. VÆRDISKABELSE	5
1.1. PROBLEMFORMULERING:	7
1.2. METODE- OG MODELVALG	8
1.2.1. OVERORDNET STRUKTUR FOR OPGAVEN	8
1.2.2. OVERORDNET METODE	9
1.2.2.1. Den strategiske analyse	10
1.2.2.2. Regnskabsanalysen	11
1.2.2.3. Værdiansættelsen	13
1.2.3. DATAINDSAMLING OG KILDEKRITIK	13
1.2.4. MÅLGRUPPE	14
1.3. AFGRÆNSNING	14
1.3.1. OVERORDNET AFGRÆNSNING	14
1.3.2. DEN STRATEGISKE ANALYSE	15
1.3.3. REGNSKABSANALYSEN	15
1.3.4. VÆRDIANSÆTTELSEN	15
2. PRÆSENTATION AF COLOPLAST	17
2.1. HISTORIE	17
2.2. MISSION, VISION OG VÆRDIER	17
2.3. DEN VALGTE STRATEGI	18
2.4. ORGANISATION	20
2.5. LEDELSE	20
2.6. EJERFORHOLD	21
2.7. FORRETNINGSOMRÅDER OG GEOGRAFISK SPREDNING	21
2.7.1. STOMI	22
2.7.2. KONTINENS	22
2.7.3. UROLOGI	22
2.7.4. SÅR- OG HUDPLEJE	22
2.8. NIVEAU OG UDVIKLING I DIVERSE NØGLETAL	23
2.8.1. OMSÆTNING	23
2.8.2. BRUTTOFORTJENESTE OG EBIT-MARGIN	24
2.8.3. ROIC OG ROE	25
2.8.4. BALANCESUM OG SOLIDITET	25
3. STRATEGISK ANALYSE	26
3.1. OMVERDENS ANALYSE	26
3.1.1. PEST-ANALYSE	26
3.1.1.1. Politik og lovgivning	26
3.1.1.2. Økonomi og demografi	29
3.1.1.3. Sociokulturelle forhold	31
3.1.1.4. Teknologi og miljø	32
3.2. BRANCHEANALYSE	33
3.2.1. PORTER'S 5 FORCES	33

3.2.1.1. Branche og konkurrenceintensitet	33
3.2.1.2. Adgangsbarrierer	35
3.2.1.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke	36
3.2.1.4. Kundernes forhandlingsstyrke	37
3.2.1.5. Substituerende produkter	38
3.3. INTERN ANALYSE	38
3.3.1. PORTER'S VÆRDIKÆDE	39
3.3.1.1. Global Research & Development	39
3.3.1.2. Global Operations	40
3.3.1.3. Global Marketing	42
3.3.1.4. Sales Regions	42
3.3.1.6. Support funktioner	43
3.3.2. PRODUKTANALYSE OG LIVSCYKLUS	44
3.3.3. STRATEGI	45
3.4. DELKONKLUSION STRATEGISK ANALYSE	48

4. REGNSKABSANALYSE **50**

4.1. ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS OG REVISIONSPÅTEGNING	50
4.2. REFORMULERING AF ÅRSREGNSKABERNE	51
4.2.1. REFORMULERING AF EGENKAPITALEN OG TOTALINDKOMSTEN	51
4.2.2. REFORMULERING AF BALANCEN	52
4.2.3. REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSEN	53
4.2.4. FINANSIERING OG LIKVIDITET	54
4.3. ANALYSE AF RENTABILITET	55
4.3.1. ROE	55
4.3.1.1. Niveau 1: Analyse af driftsaktivitet og finansiell gearing	56
4.3.1.2. Niveau 2: Dekomponering af afkastningsgraden	57
4.3.1.3. Niveau 3: Analyse af de underliggende finansielle value drivers for ROIC	58
4.4. TRENDANALYSE	59
4.5. ANALYSE AF VÆKST OG PERMANENTE OVERSKUD	60
4.5.1. PERMANENTE OVERSKUD	61
4.5.2. SELVFINANSIERET VÆKST	61
4.6. ANALYSE AF RISIKO	62
4.6.1. DRIFTSMÆSSIG RISIKO	62
4.6.2. FINANSIEL RISIKO	64
4.7. DELKONKLUSION REGNSKABSANALYSE	64

5. BUDGETTERING OG VÆRDIANSÆTTTELSE **66**

5.1. LÆNGDEN AF DEN EKSPPLICITTE BUDGETPERIODE	66
5.2. VÆRDIRIVERE OG BUDGETFORUDSÆTNINGER	68
5.2.1. OMSÆTNING	68
5.2.2. OVERSKUDSGRAD	70
5.2.3. AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED	71
5.2.4. ØVRIGE FORUDSÆTNINGER	71
5.3. KAPITALOMKOSTNINGER	72
5.3.1. DE VÆGTED EGENKAPITALS Gennemsnitlige Kapitalomkostninger (WACC)	72
5.3.1.1. Ejernes afkastkrav	72
5.3.1.1.1. Den risikofrie rente (rf)	73
5.3.1.1.2. Markedets risikopræmie	73

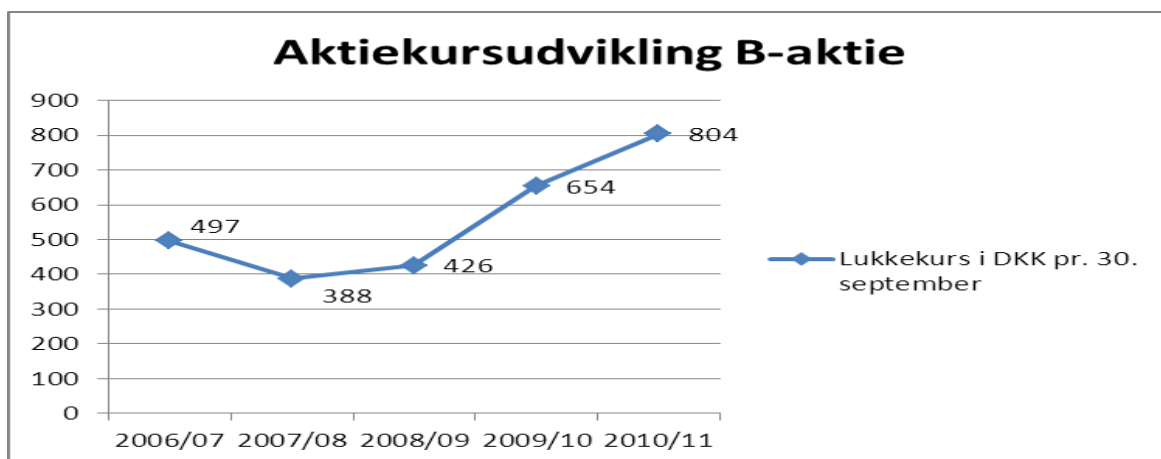
5.3.1.1.3. Estimering af Beta	73
5.3.1.2. Långivernes afkastkrav	75
5.3.1.2.1. Det selskabsspecifikke risikotillæg	75
5.3.2. COLOPLASTS KAPITALSTRUKTUR	76
5.3.3. BEREGNING AF WACC	77
5.4. ESTIMERING AF VÆRDIEN AF COLOPLASTS B-AKTIE	78
5.4.1. VÆRDIANSÆTTELSE VED DCF-MODELLEN	78
5.4.2. FØLSOMHEDSANALYSE	79
5.4.3. VERIFICERING AF VÆRDIEN VIA RELATIV VÆRDIANSÆTTELSE	81
5.5. DELKONKLUSION VÆRDIANSÆTTELSE	83
 6. KONKLUSION	 85
 FIGUR INDEKS	 89
 TABEL INDEKS	 89
 LIGNINGS INDEKS	 90
 KILDEOVERSIGT	 90
 BILAG A – TOTALINDKOMST / EGENKAPITALOPGØRELSE	 96
 BILAG B - BALANCER	 97
 BILAG C - RESULTATOPGØRELSE	 99
 BILAG D – BASE CASE BUDGET OG VÆRDIESTIMAT	 101
 BILAG E – MULTIPLER	 102

1. Indledning

1.1. Værdiskabelse

I efteråret 2008 opstod den igangværende finanskrisen med krakket af investeringsbanken Lehmann Brothers og i årene efter har den globale økonomi været præget af lavvækst og faldende indtjening i mange virksomheder verden over. Trods den negative udvikling i verdensøkonomien har der alligevel været enkelte lyspunkter og et af disse er den danske medico-virksomhed Coloplast A/S, der har formået at gå imod strømmen og realisere en markant økonomisk fremgang.

Coloplast har i perioden 2008/09 til 2010/11 næsten fordoblet sin markedsværdi jf. Figur 1 samt udbetalt et stadig større udbytte til sine aktionærer, hvilket også under mere normale verdensøkonomiske forhold ville have været en ganske flot bedrift. For en investor eller potentiel investor kan det derfor være nærliggende, at konkludere, at Coloplast vil være i stand til at fortsætte denne positive udvikling og også i fremtiden skabe øget værdi til aktionærerne. Investor bør imidlertid inden han træffer en sådan konklusion overveje svarene på en række spørgsmål omkring hvilket grundlag Coloplasts fremgang hviler på. Baseret alene på den hidtil opnåede indtjeningsfremgang vurderes det rimeligt, at der samtidig har fundet en stigning i aktiekursen sted, men aktiekursen skal afspejle det fremtidige økonomiske potentiale, eller sagt med andre ord det forventet fremtidige afkast til aktionærerne, og ikke være baseret på de fortidens præstationer.



Figur 1 (egen tilvirkning): Aktiekursudvikling Coloplast B-aktie
 Kilde: Coloplasts Årsrapport for 2010/11 s. 2

Hvorvidt investor kan forvente, at de senere års positive udvikling også vil fortsætte i fremtiden afhænger derfor i høj grad af om de underliggende faktorer - også kaldet value drivers - der har medført fremgangen er af varig eller af midlertidig karakter. Er de såkaldte value drivers ikke vedvarende vil Coloplasts fremtidige rentabilitet blive påvirket negativt efterhånden som disse aftager i styrke eller måske endda helt forsvinder og dette vil tilsvarende reducere markedsværdien af selskabet såfremt aktiemarkedet ikke har taget højde herfor.

En vigtig value driver for Coloplast er den stigende levetid og aldrende befolkning i de især de vestlige lande, der udgør et voksende marked for Coloplasts produkter. Det er min påstand, at denne value driver aktuelt påvirkes negativt som følge af at finanskrisen har udviklet sig til en gældskrise, så mange lande nu er i færd med at indføre en række reformer – herunder besparelser i sundhedssektorerne, hvorfor den aldrende befolkning ikke nødvendigvis vil medføre øget indtjening til Coloplast. Derfor mener jeg også, at der kan stilles spørgsmålstejn ved om Coloplast nu er så upåvirket af konjunkturerne som eksempelvis Coloplasts forhenværende administrerende direktør Sten Scheibye gav udtryk for ved finanskrisens begyndelse i 2008?¹

Det er derfor denne opgaveskrivers hypotese, at aktiemarkedet aktuelt overvurderer markedsværdien af Coloplast, idet aktiemarkedet i sin prissætning af Coloplast lægger for meget vægt på den flotte indtjeningsfremgang selskabet har realiseret historisk frem for at basere værdien af Coloplast på den forventede udvikling i de underliggende value drivers, hvilke der er afgørende for den fremtidige værdiskabelse for Coloplasts aktionærer.

¹ Berlingske Business internet hjemmeside: <http://www.business.dk/medico/coloplast-chef-vores-aktie-er-uaefhaengig-af-konjunktur> 21. marts 2012

1.1. Problemformulering:

For at efterprøve min hypotese er følgende hovedproblem formuleret:

”Afspejler handelskursen på NasdaqOMXC på Coloplast A/S B-aktie pr. 16. april 2012 selskabets fremtidige strategiske og økonomiske potentiale?”

Besvarelsen af hovedproblemet sker ved at estimere den teoretiske aktiekurs på selskabets B-aktier via en stand alone værdiansættelse.² Problemformuleringen er endvidere operationaliseret i en række strukturerende arbejds spørgsmål nedenfor.

Strategisk analyse:

- Hvilke eksterne faktorer påvirker og vil også i fremtiden påvirke Coloplasts rentabilitet?
- Hvilke brancheforhold opererer Coloplast under og hvordan vil disse påvirke Coloplasts rentabilitet i fremtiden?
- Hvordan er det strategiske fundament i Coloplast og hvilke interne kompetencer er selskabet i besiddelse af?

Regnskabsanalyse:

- Hvordan er niveauet for Coloplasts rentabilitet og hvordan har udviklingstendensen været i analyseperioden?
- Hvad er de finansielle value drivers for Coloplast?
- Hvilke finansielle og driftsmæssige risici er Coloplast eksponeret overfor?

Værdiansættelse:

- Hvor lang skal budgetperioden være?
- Hvilke value drivers skal anvendes i budgettet?
- Hvad udgør kapitalomkostningerne?
- Hvilken værdi har Coloplast ved anvendelse af DCF-modellen?

² Se beskrivelse samt baggrund for valg af stand alone basis under afgrænsning i afsnit 1.4.4.

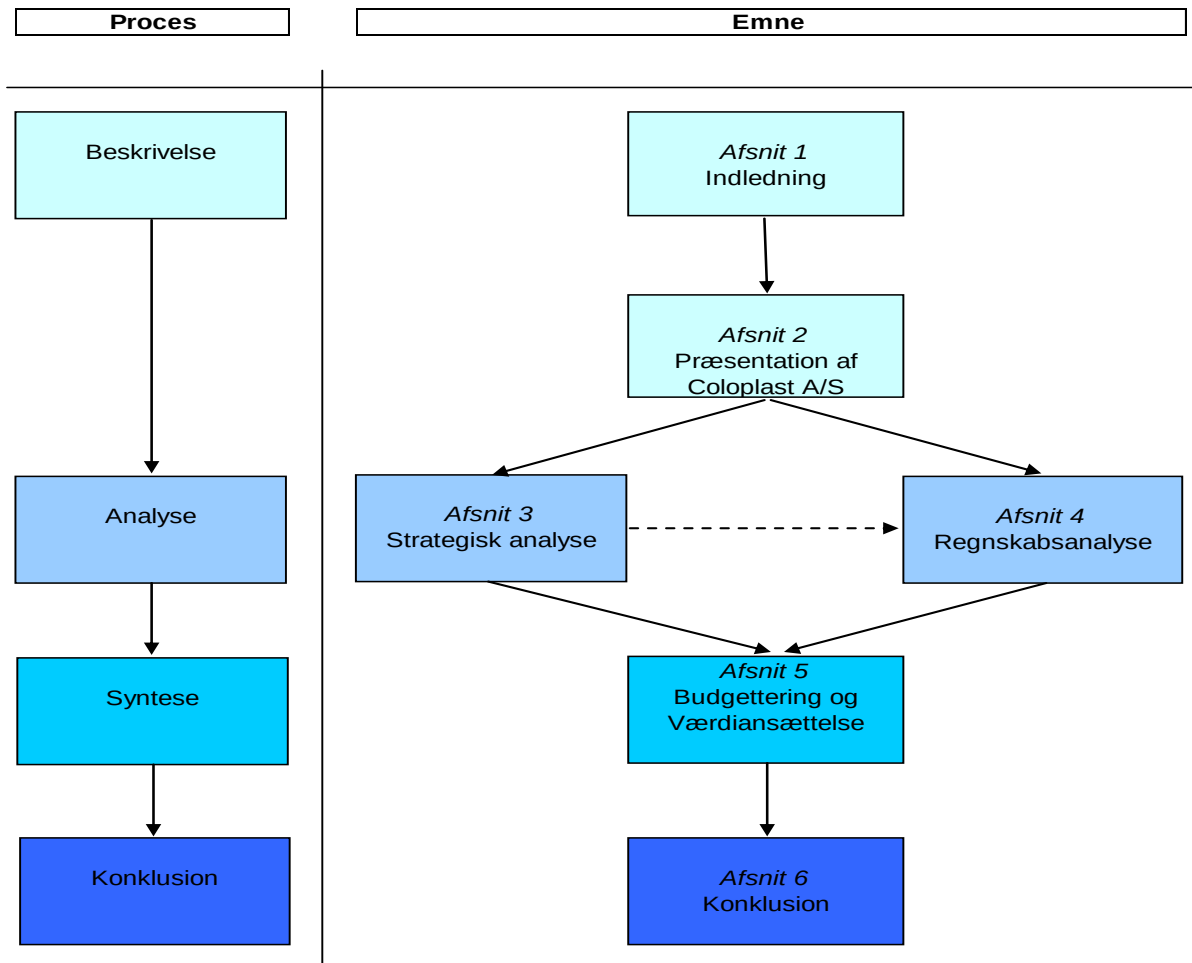
- Er Coloplasts B-aktie over eller undervurderet af markedet? Hvilke forklaringsvariable kan tilskrives en eventuel forskel i markedets prisfastsættelse og den teoretisk beregnede værdi af aktien?
- Hvor validt er værdestimatet og hvor følsom er værdien af Coloplast overfor ændringer i budgetforudsætningerne?
- Hvilken teoretisk værdi har Coloplasts B-aktie ved anvendelse af den relative metode? Hvilke forklaringsvariable kan tilskrives en eventuel forskel i den beregnede værdi af aktien via DCF-modellen og den relative metode?

1.2. Metode- og modelvalg

Dette afsnit har til formål, at præsentere opgavens struktur og metode samt baggrunden for valg af de anvendte teorier og modeller.

1.2.1. Overordnet struktur for opgaven

Opgaven er udformet i fire overordnede processer, der samlet udgøres af 6 delafsnit med hvert sit emne jf. Figur 2 nedenfor. Proces "*beskrivelse*" udgøres af indledningen, der beskriver opgavens indhold og hvad læseren kan forvente af opgaven samt en præsentation af Coloplast A/S. I proces "*analyse*" behandles opgavens problem via to separate analyser i form af en strategisk analyse og dernæst af en regnskabsanalyse. I proces "*syntese*" i afsnit 5 bindes trådene sammen fra analyserne i afsnit 3 og 4 med henblik på at skabe en sammenhæng mellem de to analyseafsnit. Dette sker konkret ved at resultaterne i den strategiske analyse og regnskabsanalysen anvendes som grundlag for det opstillede budget og selve værdiansættelsen i afsnit 5. I proces "*konklusion*" sammenfattes analyserne og syntesen således at hovedspørgsmålet besvares.



Figur 2 (egen tilvirkning): Opgavestruktur

Delafsnittene hvor de enkelte emner behandles er opbygget med en kort indledning, hvor afsnittets berettigelse i forhold til problembehandlingen begrundes, dernæst følger selve behandlingen af emnet og afslutningsvis følger en kort delkonklusion. Formålet med opbygningen er at skabe en rød tråd igennem de enkelte afsnit, herunder først at introducere læseren til den forestående problembehandling i afsnittet og dernæst redegøre for afsnittets betydning i relation til besvarelse af opgavens problemstillinger.

1.2.2. Overordnet metode

Selvom Coloplast opererer med fire forretningsområder, der har det til fælles, at de alle henvender sig til brugere med intime behov, er produkterne og dermed de endelige brugere af produkterne forskellige indenfor de fire forretningsområder.

Det havde været ønskeligt om de enkelte forretningsområder kunne behandles og analyseres hver for sig, hvilket dog ikke er fuldt ud muligt på baggrund af de tilgængelige oplysninger. Overordnet analyseres de enkelte forretningssegmenter derfor hver for sig i den strategiske analyse, hvorimod regnskabsanalysen i langt overvejende grad sker samlet for alle fire forretningsområder.

De teoretiske modeller, der anvendes i opgaven er gængse modeller ved strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse. Generelt kan det dog siges ved brug af modeller, at samtidig med at modellerne udgør en referenceramme, der bidrager til at analysen indeholder de rette elementer, også medfører at der gives et forsimplet billede af virkeligheden. Endvidere har de modeller der bl.a. anvendes ved den strategiske analyse ofte en tendens til at beskrive verden, branchen eller virksomheden som en statisk størrelse f.eks. i tilfældet Porters Five Forces.³

1.2.2.1. Den strategiske analyse

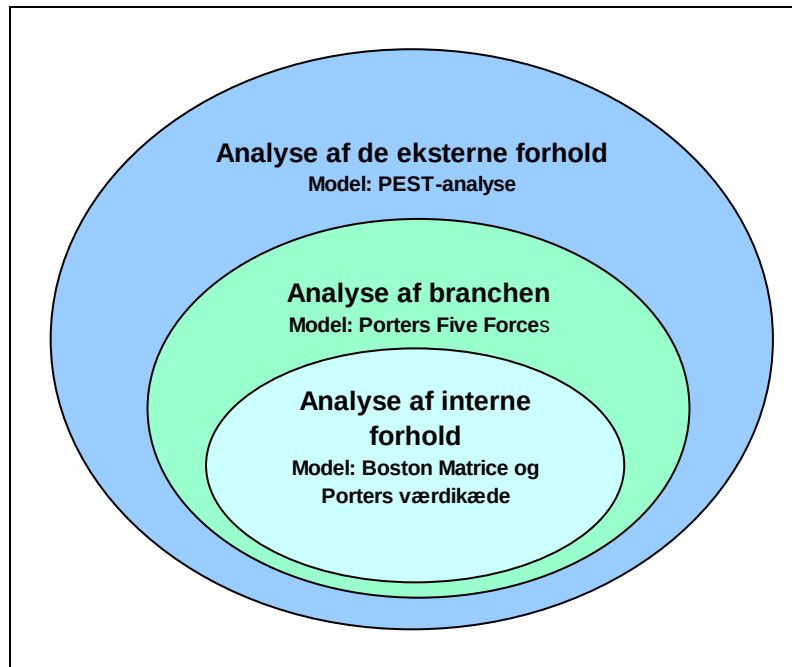
I en statisk verden ville det være muligt, at udfærdige et realistisk budget alene ved fremskrivning af de historiske præsterede regnskabstal. Da virksomheder nu en gang agerer i en foranderlig verden er det dog sjældent tilstrækkeligt med en passiv fremskrivning, hvorfor faktorer der kan tænkes at få indflydelse på de fremtidige finansielle præstationer skal søges belyst. Den strategiske analyse har netop til formål at identificere og vurdere i hvilken retning disse faktorer også kaldet ikke-finansielle value drivers bevæger sig. De ikke-finansielle value drivers udgøres af de bagvedliggende faktorer, der i fremtiden vurderes at få betydning for udviklingen i de foranliggende finansielle value drivers og dermed i sidste ende er bestemmende for eksempelvis Coloplasts værdiskabelse til aktionærene.⁴

Den strategiske analyse påbegyndes med en analyse af den omverden som Coloplast befinder sig i for at identificere hvilke eksterne faktorer der påvirker Coloplast. For analyse af Coloplasts eksterne forhold udfærdiges en PEST-analyse. Herefter bevæger den strategiske analyse sig tættere på Coloplast ved dernæst at undersøge branchens attraktivitet, konkurrencesituation, m.v. Ved analyse af vilkårene for branchen anvendes Porters Five Forces som model. Den sidste del af den strategiske analyse vedrører Coloplasts interne forhold som f.eks. hvilke kompetencer selskabet besidder og hvordan disse udnyttes for at skabe rentabilitet og værdi til aktionærene.

³ Lægaard, J., Vest, M. "Strategi i vindervirksomheder", s. 75

⁴ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.80

Den strategiske analyse afsluttes med en delkonklusion i form af blandt andet en SWOT-analyse, hvor de vigtigste strategiske faktorer i form af ikke-finansielle value drivers oplistes og underspørgsmålene fra problemformuleringen vedrørende den strategiske analyse besvares.



Figur 3 (egen tilvirkning): Struktur for den strategiske analyse

Sammenhængen mellem de forskellige lag i den strategiske analyse er illustreret i figur 3. Som det fremgår af figuren er de forskellige lag indbyrdes afhængige og udgør tilsammen den ramme som Coloplast agerer indenfor.

Modellerne der anvendes ved den strategiske analyse er hentet fra Jørgen Lægaards og Mikael Vests bog ”Strategi i Vindervirksomheder”.⁵

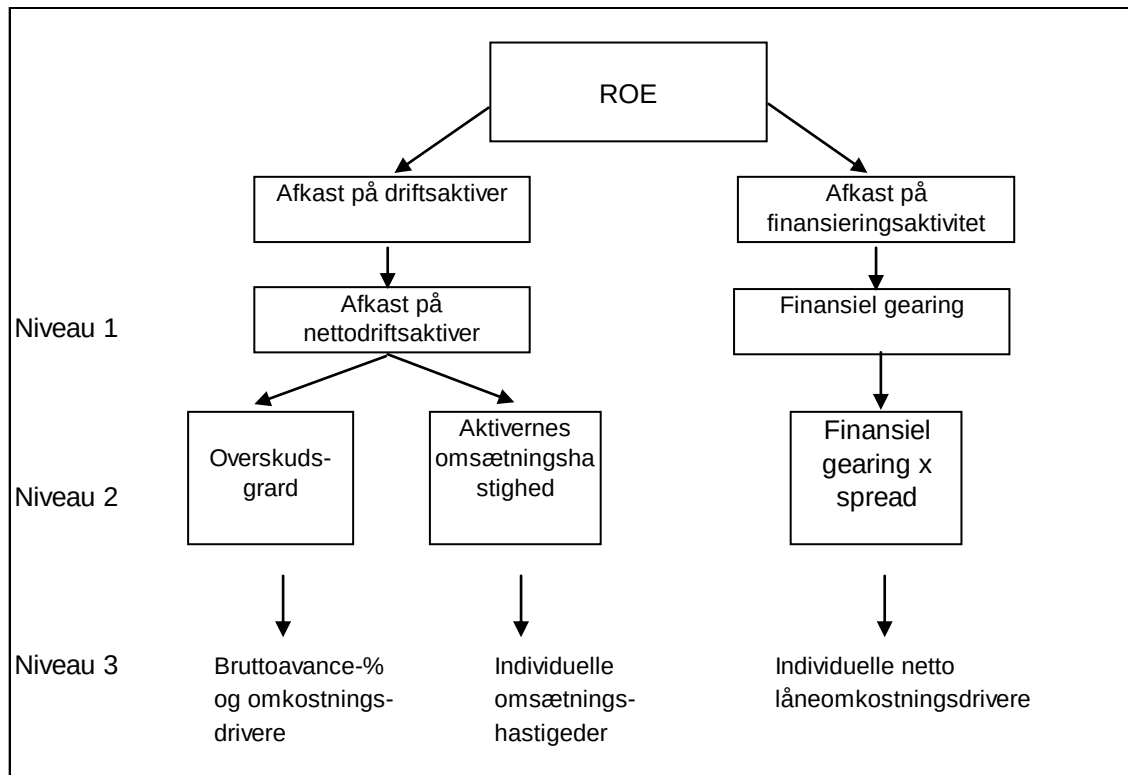
1.2.2.2. Regnskabsanalysen

Regnskabsanalysen har til formål, at identificere de finansielle value drivers for Coloplast samt vurdere disses betydning for Coloplast evne til at skabe værdi for aktionærerne.

Strukturen i regnskabsanalysen er hovedsageligt opbygget omkring Du-Pont pyramidens tilgang til analyse af rentabilitet.

⁵ Der henvises til litteraturlisten

Modellen er valgt, idet der skabes et godt overblik over hvilke specifikke value drivers, der ligger til grund for rentabiliteten. Der foretages således først en overordnet nøgletalsanalyse, hvorefter de underliggende finansielle value drivers undersøges for identifikation af de bagvedliggende årsager for de overordnede udvikling i nøgletalsniveauer m.v.



Figur 4: Dupont pyramiden som referenceramme for analyse af ROE

Kilde: Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.255

Regnskabsanalysen omfatter endvidere en vækst- og trendanalyse, der bl.a. baseres på indekstal samt en analyse af de finansielle og driftsmæssige risici med henblik på at vurdere robustheden i budgettet.

Der er valgt en analyseperiode på 5 år, svarende til de seneste 5 regnskabsår, hvilket vurderes at være en passende længde for vurdering af den finansielle udvikling.

Forinden den egentlige regnskabsanalyse foretages en reformulering af de officielle regnskabs poster i forhold til om posterne vedrører Coloplasts drifts- eller finansieringsaktiviteterne. Reformulering af regnskaberne er sket på baggrund af opgaveskrivers vurdering af hvorvidt de enkelte regnskabsposter vedrører driftsmæssige finansielle forhold.

Den metodiske fremgangsmåde ved reformuleringen er primært hentet fra Ole Sørensens bog *”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang”*.⁶

1.2.2.3. Værdiansættelsen

Grundlæggende baseres al værdiansættelse på forventningen om størrelsen af det fremtidige afkast til investor.⁷ For at kvantificere det forventede fremtidige afkast til investor udarbejdes derfor et budget, hvor det er afgørende for kvaliteten, at der skabes en valid relation imellem budgettet og den historiske regnskabsperformance (tilbagekuende) samt strategiske position (fremadskuende).

Den primære værdiansættelse sker ved hjælp af DCF modellen, hvor det budgetterede frie cash flow som Coloplast forventes at generere tilbagediskonteres til nutidsværdi med en faktor, der svarer til de gennemsnitlige kapitalomkostninger for kapitalindskyderne i virksomheden. Metoden benævnes den indirekte metode, idet det i første omgang er Coloplasts samlede værdi i forhold til alle kapitalindskydere der estimeres. Fordelen ved den indirekte metode er bl.a., at det er cash flowet fra driftsaktiviteten der fokuseres på som value driver, hvilket forenkler budgetteringen af de frie cash flow.⁸

Betydningen af de centrale budgetforudsætninger (value drivers) testes afslutningsvist via en følsomhedsanalyse ligesom der udarbejdes et alternativt værdiestimatet ved anvendelse af den relative værdiansættelsesmetode.

1.2.3. Dataindsamling og kildekritik

Opgaven er primært udarbejdet på baggrund af sekundære informationskilder, hvor informationen udgøres af både kvantitative data i form af f.eks. statistisk materiale og kvalitative data, der bygger på avisartikler og udtalelser og interviews i fagblade og lignende.

⁶ Der henvises til litteraturlisten

⁷ Brealey, Myers, Allen *”Principles of Corporate Finance”* s. 91

⁸ Sørensen, O. *”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang”* s. 313

Coloplast fremstår som primær kilde på en væsentlig del af de anvendte data i opgaven. På trods af de lovgivningsmæssige rammer om, at offentligt materiale som f.eks. årsrapporter skal have en høj grad af pålidelighed og bidrage med et sandfærdigt billede af virkeligheden må Coloplasts eget materiale alligevel vurderes at indeholde en vis grad af subjektivitet, da materialet ofte er udfærdiget til brug i sammenhænge, hvor Coloplast vil drage fordel af positiv omtale f.eks. ved road show præsentationer og lignende.

Ved vurdering af materialet vil dette derfor blive underlagt en motivgranskning, ligesom der generelt kan siges at være en anlagt en forholdsvis forsigtig tilgang til oplysninger, der har stor betydning for den fremtidige værdiskabelse og som ikke underbygges af andre kilder end Coloplast. Af øvrige kilder der anvendes kan nævnes aktieanalysehuse, artikler fra dagspressen, udbydere af finansielle data, m.fl., der som udgangspunkt må vurderes at være pålidelige.

1.2.4. Målgruppe

Opgaven er en teoretisk baseret opgave, der besvarer problemstillingen ud fra litteratur fra pensum på HD (F) og HD (R), øvrig økonomisk litteratur samt artikelmateriale og gængse oplysninger på internettet. Opgaven er skrevet til vejleder samt studerende på HD Finansiering.

1.3. Afgrænsning

1.3.1. Overordnet afgrænsning

I denne opgave anvendes alene offentligt tilgængeligt materiale. Indsamling af data er afsluttet pr. 16. april 2012, svarende til tidspunktet for værdiansættelsen. Senere hændelser og informationer omkring Coloplast eller faktorer i øvrigt, der påvirker aktiekursen er derfor ikke medtaget i denne opgave.

Værdiansættelsen sker ud fra en antagelse om at Coloplast er en going concern virksomhed.

Der ses derfor bort fra hvad nettorealisationsværdien af selskabet er i en eventuel nedbrudssituation.

Der er valgt en analyseperiode på 5 år, svarende til de seneste 5 regnskabsår. Hændelser forud for denne analyseperiode vurderes ikke at have betydning for kursdannelsen i dag og behandles derfor ikke bortset fra i afsnittet om virksomhedsbeskrivelsen.

Idet denne opgaves vægt er på anvendelse af den på HD studiet tillærte teori i relation til at besvare opgavens problemformulering vil der ikke ske en dybdegående redegørelse eller diskussion af de anvendte modeller. De anvendte modeller benyttes kritisk og der foretages en vurdering af modellernes mulige indflydelse på resultatet de steder hvor det findes relevant.

1.3.2. Den strategiske analyse

De anvendte modeller præsenteres alene ganske kort i forbindelse med disses anvendelse. En tilbundsående beskrivelse af modellerne vil være omfattende og ikke tjene noget formål i relation til besvarelse af opgavens formulerede problem.

I forbindelse med brug af de respektive modeller identificeres og analyseres alene de faktorer, der vurderes at være de betydeligste value drivers og derfor har størst betydning for budgetteringen og værdiansættelsen af Coloplast.

1.3.3. Regnskabsanalysen

Ledelsen i Coloplast indgår i et optionsprogram. Hvorvidt disse udnyttes i fremtiden kan være vanskeligt at vurdere, hvorfor der afgrænses for at aktieoptionsprogrammet kan have/har effekt på den fremtidige rentabilitet som følge af ressourceallokering fra aktionærerne til ledelsen.

Coloplast har endvidere en betydelig eksponering overfor fremmed valuta i form af indtægter fra salg og udgifter til råvareindkøb af materialer, produktion, løn m.v., hvorfor valutakursudviklingen indenfor en række valutaer vil have indflydelse på Coloplasts fremtidige indtjening.

Jeg har på trods af dette valgt at afgrænse mig fra at indarbejde valutakursudviklingernes påvirkning i min analyse og værdiansættelse, idet jeg finder at en prognose for de fremtidige forventninger til valutakurser vil være baseret på et for usikkert grundlag.

1.3.4. Værdiansættelsen

Idet en virksomhed har forskellig værdi for forskellige købere afhængigt af køberens strategiske perspektiv med den købte virksomhed har jeg valgt at værdiansættelsen i denne opgave udarbejdes som en stand alone værdiansættelse. Stand alone værdiansættelse tager udgangspunkt i, at driften fortsætter som hidtil uden indregning af eventuelle synergier som en køvende virksomhed ville være villig til at give en merpris for i forbindelse med en eventuel akkvisition.

Årsagen til at værdiansættelsen sker som stand alone er, at jeg ikke har kendskab til eventuelle potentielle købere af Coloplast og derfor heller ikke har mulighed for at vurdere de potentielle synergieffekter som en ukendt køber vil være villig til at betale for. Samtidig har jeg heller ikke kendskab til om Coloplast påtænker opkøb af konkurrerende virksomheder, hvorved Coloplast kan realisere synergieffekter. Ved budgetteringen er der derfor ikke indregnet effekter fra eventuelle opkøb af konkurrerende virksomheder.

Værdiansættelsen foretages på en B-aktie, hvortil der er knyttet en enkelt stemmeret i modsætning til en a-aktie, der har 10 stemmeretter tilknyttet. I værdiansættelsen anlægges der en minoritetsaktionærs perspektiv, dvs. at den aktiekurs der søges estimeret er ens uanset om investor holder alle aktier eller bare en enkelt aktie. I denne opgave indregnes derfor ingen merværdi ved eventuelt at besidde kontrollen med virksomheden.

Som hovedmodel for værdiansættelsen er valgt DCF-modellen, hvor værdiestimatet beregnes på baggrund af det forventet fremtidige frie cash flow. DCF-modellen bygger ovenpå den fundamentale kapitalværdimodel, dividendemodellen, idet den grundlæggende tanke bagved begge modeller er, at det er kapitalværdien af pengestrømmene til aktionærerne, der bestemmer egenkapitalværdien. DCF-modellen vurderes nemmere at anvende sammenlignet med dividendemodellen, idet DCF-modellen ikke stiller krav om budgettering af dividendestørrelsen, der kan være påvirket af Coloplasts udbyttepolitik. Brug af DCF-modellen stiller alene krav til budgettering af ”det frie cash flow”, der genereres til kapitalindskyderne efter investering i drift og kapitalapparat.

Det har været overvejet at supplere DCF-modellen med residualindkomst-modellen, hvor det overnormale overskud fra driften (driftsoverskud fratrasket kapitalomkostninger på nettodriftsaktiverne) budgetteres og tilbagediskonteres. Anvendelse af to kapitalværdimodeller er dog vurderet som værende for omfattende i forhold til nytteværdien heraf og residualindkomst-modellen er derfor udeladt.

2. Præsentation af Coloplast

I dette afsnit præsenteres virksomheden Coloplast. Afsnittet skal bidrage med en overordnet forståelse af virksomheden og præsentationen danner efterfølgende grundlag for analyseafsnittene i kapitel 3 og 4.

2.1. Historie

Coloplast udvikler produkter og serviceydelser, der har som mål at gøre livet lettere for mennesker med private og personlige lidelser. Coloplast blev grundlagt i 1957 af Aage Louis-Hansen, men faktisk blev ideen bag Coloplast til i 1954 af Elise Sørensen. Elise Sørensen var sygeplejerske, og havde igennem sit job observeret, at der var et behov for et nyt slags hjælpemiddel til stomi-opererede patienter, da de hjælpemidler som fandtes på datidens marked var dyre, ineffektive og uhygiejniske. Hun udviklede derfor verdens første stomipose, og fik hjælp til at producere denne af Aage Lois-Hansen. Efter etableringen af Coloplast i 1957 gik det udviklingen stærkt og i løbet af to år blev ca. 2/3 af Coloplasts produkter afsat på eksportmarkederne.

I dag er Coloplast et børsnoteret globalt selskab, der beskæftiger omkring 7.500 personer i 55 lande, med udvikling, produktion og salg af medicinsk udstyr. De oprindelige stomiposer udgør fortsat det primære grundlag for Coloplasts forretning selvom der siden er kommet nye produkter til i form af hud- og sårplejeudstyr samt hjælpemidler ved inkontinens m.v.⁹

2.2. Mission, vision og værdier

En mission beskriver hvorfor en virksomhed har en berettigelse. Coloplasts mission er: *"at gøre livet lettere for mennesker med behov for intim sundhedspleje"*. Coloplast lægger i sin mission vægt på ordet *behov*, idet det er menneskers grundlæggende behov, der er driveren i alt hvad virksomheden foretager sig.¹⁰

En vision beskriver i hvilken retning en virksomhed gerne vil arbejde hen imod. Coloplasts vision er *"at sætte den globale standard for at lytte og handle"*¹¹. Ved at lytte ønsker Coloplast, at forstå sine kunders behov og dernæst at handle for at opfylde behovene.

⁹Coloplasts internet hjemmeside: <http://www.coloplast.dk/omcoloplastdanmark/coloplasthistorie/> 11.marts 2012

¹⁰Coloplasts internet hjemmeside: <http://www.coloplast.dk/omcoloplastdanmark/mission/> 11.marts 2012

¹¹Coloplasts internet hjemmeside: <http://www.coloplast.dk/omcoloplastdanmark/mission/voresvision/> 11.marts 2012

Mere konkret ønsker Coloplast, at

- fokusere på lidelser, der er yderst private og personlige,
- være kendt for deres passion for at forstå kundernes behov,
- være rollemodel for brugerdreven innovation og videndeling og reagere på den viden selskabet opnår,
- skabe en ledelsesstil og kultur, der opfordrer til nytænkning, og hvor åbenhed fører til fælles ambitioner.

Til ovenstående bemærkes, at Coloplast har lagt al fokus på kundernes behov, hvilket skaber en rød tråd fra missionen til visionen og dernæst til selskabets værdier, der lyder således

- nærhed... for bedre at forstå,
- passion... for at gøre en forskel,
- respekt og ansvarlighed... for at vejlede os¹².

Med hensyn til nærhed påpeger Coloplast, at det er evnen til at komme tæt på brugeren af produktet, der er afgørende for at forstå brugerens behov. Passionen er drivmidlet til at omsætte indsigt til handling ved at finde måder at opfylde brugernes behov på. Med respekt og ansvarlighed forstås, at Coloplast udviser respekt og ansvar for ikke kun at tænke i tekniske løsninger, men også at finde alternative måder at mindske ulemperne ved de til tider tabuiserede lidelser som brugerne har.

2.3. Den valgte strategi

Siden 2009 har Coloplast fulgt en koncernstrategi om at skabe lønsom vækst. Strategien er formuleret således, at alle forretningsområder og geografiske regioner skal bidrage med såvel vækst som økonomisk rentabilitet. I forlængelse heraf har Coloplast fokuseret på¹³:

Stomi og kontinens:

- Skabe øget indtjening på selskabets kernemarkeder i Europa.
- Foretage selektive investeringer i lande udenfor Europa.

¹² Coloplasts internet hjemmeside: <http://www.coloplast.dk/omcoloplastdanmark/mission/voresvaerdier/> 11.marts 2012

¹³ Coloplasts Årsrapport for 2010/11 s. 4

Urologi, hud- og sårpleje:

- Forbedre indtjeningen via øget effektivitet og omkostningsbesparelser. Der er foretaget nye investeringer for at accelerere salgsvæksten.

Omkostninger:

- Effektiviseringsgevinster opnået ved en fortsat udflytning af produktion til Ungarn og Kina samt en stærk fokus på at fastholde en omkostningsbevidst opførsel.

Finansielle mål¹⁴:

- Omsætningsvækst: 6 % årlig organisk vækst på kort sigt og en større vækst end markedet på længere sigt.
- EBIT-margin: 27 % på kort sigt og på længere sigt levere margins på niveau med de bedste sammenlignelige selskaber indenfor medicinaludstyr.
- CAPEX: 25-26 % på kort sigt og på længere sigt 4 % af omsætningen.

Øvrige strategier/målsætninger:

- Coloplast har en politik, der går på at udvide ansvaret overfor sine interessenter og det omgivende samfund. Selskabet udgiver årligt en "Corporate Responsibility Report", der redegør for blandt andet produktionsprocesser, sikkerhed, forurening, anti-korrupsionspolitikker, m.v.¹⁵
- I 2007 indførte Coloplast et program kaldet "Access to Healthcare", der går ud på at give mennesker i udviklingslande adgang til en bedre intim sundhedspleje og forbedre patienternes levevis i disse lande. Programmet uddeler hvert år midler til forskellige projekter i udviklingslandene med henblik på nævnte formål.¹⁶
- Coloplast har indført en Corporate Governance politik, der skal sikre hensigtsmæssig ledelse og drift af selskabet. Corporate Governance politikken revurderes min. én gang årligt af bestyrelsen. Selskabet følger de almindelige lovgivningsmæssige retningslinjer for god Corporate Governance.¹⁷

¹⁴ Coloplast præsentationsmateriale. DnB NOR Markets, Nordic Health Care Conference 2011

¹⁵ Coloplasts internet hjemmeside: <http://www.coloplast.com/about/responsibility/> 11.marts 2012

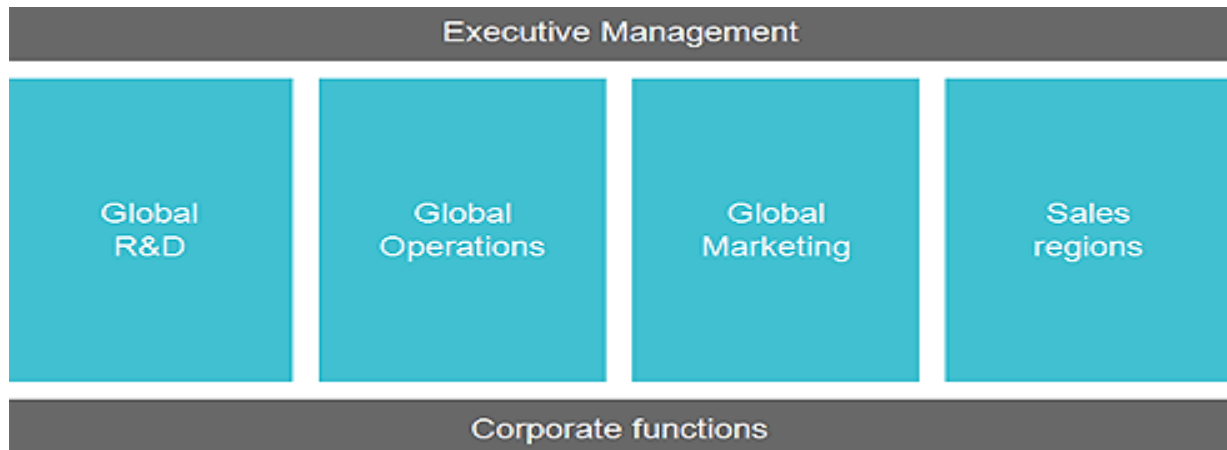
¹⁶ Coloplast internet hjemmeside: <http://www.coloplast.com/about/ourcompany/accesstohealthcare/> 11. marts 2012

¹⁷ Coloplasts Årsrapport for 2010/11 s. 14

2.4. Organisation

Juridisk er koncernen bygget op med et dansk moderselskab, Coloplast A/S, der er 100 % ejer af en lang række udenlandske salgs- og/eller produktionsselskaber. Derudover har det danske moderselskab filialer og salgskontorer i en række lande.¹⁸

Organisationen er funktionsopdelt jf. figuren nedenfor:



Figur 5: Coloplasts organisation / Værdikæde

Kilde: www.coloplast.dk (<http://www.coloplast.com/about/ourcompany/corporatestructure/>) den 11.marts 2012

Global Research & Development: Er ansvarlig udvikling af nye produkter og service indenfor alle Coloplasts forretningsområder.

Global Operations: Er ansvarlig for al produktion, logistik, teknik og vedligehold af produktionsudstyr i forbindelse med produktionen.

Global Marketing: Er ansvarlig for produktlancering, ide- og strategiudvikling.

Sales Regions: Er ansvarlig for salg og service i alle lande, hvor Coloplast er til stede.

Corporate functions: Består af diverse stabsfunktioner som f.eks. regnskabsafdelingen.

2.5. Ledelse

Coloplasts daglige ledelse udgøres af direktionen bestående af Lars Rasmussen, der er Chief Executive Officer og Lene Skole, der er Chief Financial Officer.

Michael Pram Rasmussen er formand for bestyrelsen. Michael Pram Rasmussen er tillige bestyrelsesformand i A.P. Møller-Mærsk A/S og Topdanmark A/S.

¹⁸ Coloplasts Årsrapport for 2010/11 s. 56 (note 37)

Viceformand for bestyrelsen er Niels Peter Louis-Hansen, der samtidig repræsenterer Louis-Hansen familiens ejerandel af Coloplast.

Den resterende bestyrelse er sammensat af personer med forskellige kompetencer og med betydelig erfaring fra selskabsledelse.¹⁹

2.6. Ejerforhold

Coloplast havde pr. 30. september 2011 følgende ejerkreds:

Ejerstruktur pr. 30. september 2011	A-aktier i tusinde stk.	B-aktier i tusinde stk.	Ejerskab i pct.	Stemmerettigheder i pct.
Ejere af A-aktier og familie	3.600	16.296	44,2	67,6
Danske institutionelle investorer		4.831	10,7	6,2
Udenlandske institutionelle investorer		11.646	25,9	15,0
Coloplast A/S *		3.189	7,1	
Andre aktionærer		3.823	8,5	4,9
Ikke navnregistrerede aktionærer *		1.615	3,6	
I alt	3.600	41.400	100	93,7

*Coloplast A/S og ikke navnregistrerede aktionærer besidder ikke stemmeret.

Tabel 1: (egen tilvirkning): Coloplasts ejerstruktur

Kilde: www.coloplast.dk (<http://www.coloplast.com/about/investorrelations/ownershipstructure/>) 11. marts 2012

A-aktierne ejes af familien Louis-Hansen og er ikke omsætningspapirer. B-aktierne har ingen begrænsninger i forhold til omsætteligheden. Der er ikke tilknyttet særlige udbyttevilkår til nogle af de to aktieklasser. Det fremgår af tabellen, at Coloplast ejer 3.189.000 egne aktier, hvorfor antallet af udestående aktier udgør summen af A- og B-aktier fratrasket beholdningen af egne aktier, svarende til 41.811.000 stk. aktier.

I alt har Coloplast 22.820 aktionærer, hvoraf de største udgøres af Niels Peter Louis-Hansen (18,6 % af aktiekapitalen), Aage og Johanne Louis-Hansens Fond (10,8 % af aktiekapitalen) og Coloplast A/S (7,1 % af aktiekapitalen). Ses på fordelingen af stemmerettigheder fremgår det, at det er familien Louis-Hansen, der har kontrollen med selskabet.

2.7. Forretningsområder og geografisk spredning

Selvom Coloplast opererer med fire forretningssegmenter, der alle henvender sig til brugere med særlige og intime behov er produkterne og de endelige brugere af produkterne vidt forskellige. De fire forretningssegmenter præsenteres nedenfor og består af stomi, kontinens, urologi samt sår- og hudpleje.

¹⁹ Coloplasts internet hjemmeside: <http://www.coloplast.com/about/ourcompany/people/> 11. marts 2012

2.7.1. Stomi

En stomi er skabt af en operation der bringer enden af tarmen til en åbning på maven, hvormed afføring kan udskilles og opsamles i en stomi-indretning, der er fastgjort til maven.

Brugere af en stomi er typisk tidligere kræftpatienter med endetarms- eller blærekræft samt mennesker med betændelsestilstande i fordøjelsessystemet. Produktsortimentet består af poser, klæbere til huden, holdere og støttettrusser. Produkterne lanceres i serier, hvoraf den nyeste serie er SenSura®.

2.7.2. Kontinens

Kontinens vedrører styring af tømning af blære og tarmsystemet. Produktsortimentet består af katedre, uridomer, urinposer, m.v.

2.7.3. Urologi

Urologi omhandler behandling og lindring af lidelser i urinvejene (kontinens) og det mandlige reproduktive system (urologi).

2.7.4. Sår- og hudpleje

Sår- og hudpleje vedrører produkter, der hjælper til at sår heler hurtigere samt løsninger til mennesker med hudsygdomme. Vægten i produktsortimentet er rettet mod sårtyper som liggesår, diabetessår samt andre typer af væskende sår med langsommelig helingsproces. Endvidere indgår produkter, der afhjælper hudkomplikationer ved brug af stomier.

Nedenfor er diverse nøgletal for de respektive forretningssegmenter indsat i en tabel:

	Stomi	Kontinens	Urologi	Sår- og hudpleje	Salg i mDKK
Markedsandel:					
- Globalt	35-40%	35-40%	10%	5-10%	10.172
- Europa	40-50 %	45-55%	15-25%	5-15%	7.475
- Amerika	0-10%	30-40%	0-10%	0-10%	1.715
- Resten af verden	35-45%	10-20%	0-10%	5-15%	982
Salg i mDKK	4.266	3.456	938	1.512	
Coloplasts globale markedsposition målt på markedsandel *	1	1	N/A	4	
Største konkurrenter	ConvaTec, Hollister/ Dansac	AstraTec, Bard	Endo, Ethicon, BSX	Convatec, Mölnlycke, S&N	
Andel af samlet omsætning i Coloplast	42%	34%	9%	15%	
Organisk vækst i omsætning i forhold til forrige regnskabsår	7%	8%	4%	-1%	
Estimeret global markedsvækst pr. år**	4-5%	4-6%	4-6%	2-4%	
noter:					
* Ifølge Coloplasts egen opgørelse					
** fremgår ikke af materialet over hvilken tidshorisont markedsvæksten forventes på dette niveau					

Tabel 2 (egen tilvirkning): Coloplasts forretningsområder

Kilde: Tabel er baseret på data fra Coloplasts Roadshow presentation FY 2010/11 "leading intimate healthcare"

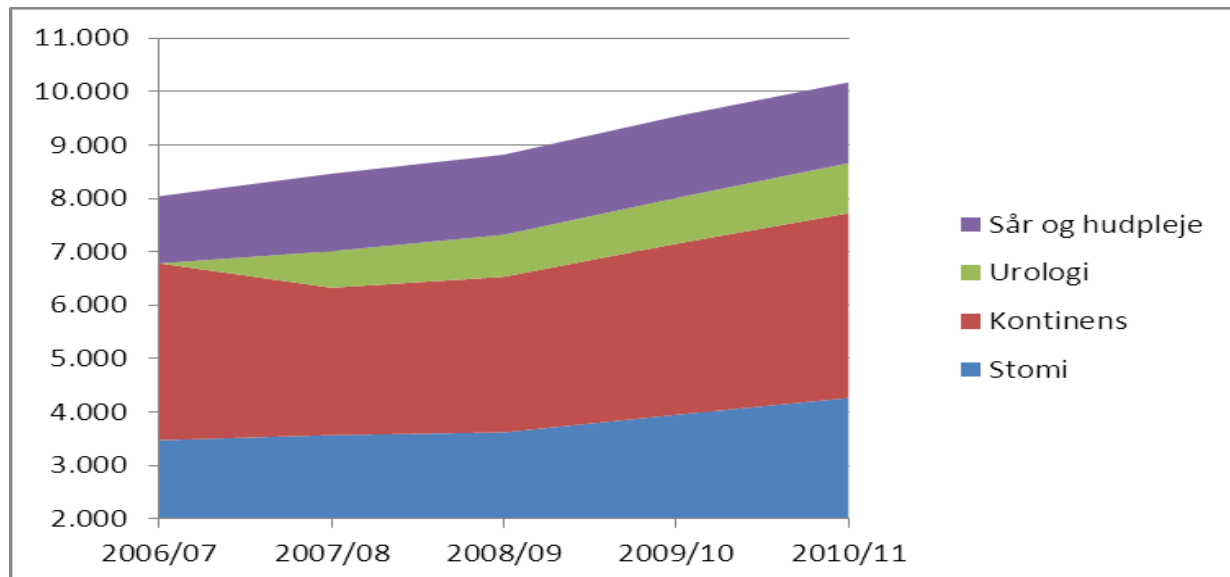
Stomi var Coloplasts første forretningsområde og både urologi, kontinens samt sår- og hudpleje er først senere blevet tilføjet produktpaletten. Som det fremgår ovenfor af Tabel 2 udgør stomi-segmentet målt på omsætning fortsat den betydeligste del af Coloplasts forretningsgrundlag.

2.8. Niveau og udvikling i diverse nøgletal

2.8.1. Omsætning

Nedenfor fremgår udviklingen i Coloplasts omsætning fordelt på de respektive fire forretnings-segmenter.

I mDKK



Bemærk at kontinens og urologi udgjorde ét samlet forretningsområde i 2006/07

Figur 6 (egen tilvirkning): Udvikling i omsætning

Kilde: Figur er baseret på data fra Coloplasts Roadshow presentation FY 2010/11 "leading intimate healthcare"

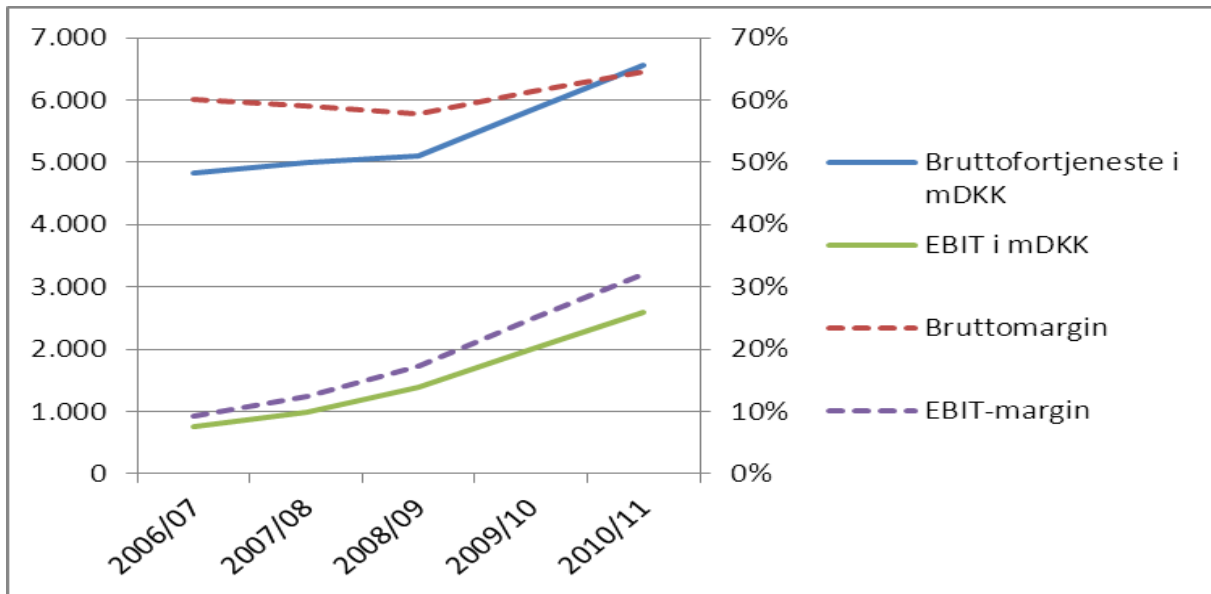
Det fremgår af Figur 6, at Coloplast de sidste fem regnskabsår har realiseret en stigende omsætning indenfor 3 af de 4 forretningssegmenter. Samlet stiger omsætningen i den viste periode med ca. 26 %.

Af figuren ses også, at det er stomi- og kontinenssegmentet, der udgør det betydeligste forretningsgrundlag for Coloplast. I 2010/11 udgjorde de to segmenter således henholdsvis 42 % og 34 % af den totale omsætning.

2.8.2. Bruttofortjeneste og EBIT-margin

Coloplast oplyser ikke avancer på de enkelte produktsegmenter. Nedenstående figur udtrykker derfor udviklingen i henholdsvis den totale bruttofortjeneste og EBIT i forhold til den totale omsætning over de seneste fem regnskabsår.

I mDKK



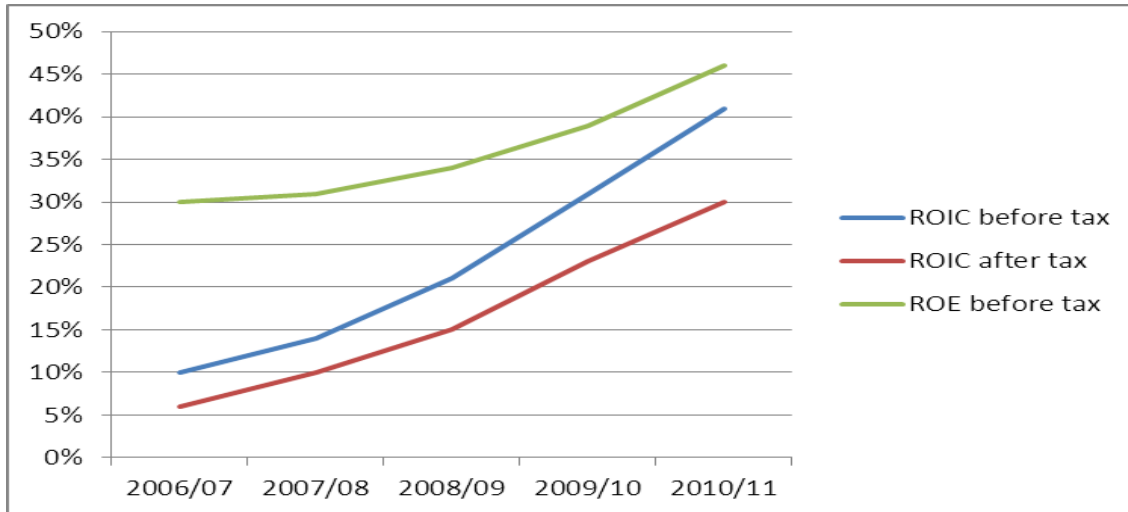
Figur 7 (egen tilvirkning): Udvikling i bruttofortjeneste og EBIT

Kilde: Coloplasts Årsrapport for 2010/11 s. 2

Det fremgår af Figur 7, at såvel bruttofortjenesten såvel som EBIT har været stigende over den viste periode. Det ses samtidig, at udviklingen især har taget fart i perioden fra 2008/09 til 2010/11. Ses på brutto- og EBIT-margins fremgår det, at bruttomargin over perioden er øget fra ca. 60 % til ca. 65 % og EBIT-margin er øget fra ca. 10 % til over 30 % i perioden. Den forbedrede indtægtsomkostningstilpasning som tallene dækker over må således primært findes i form af reducerede kapacitetsomkostninger.

2.8.3. ROIC og ROE

Nedenfor vises udviklingen i Coloplasts ROIC (return on invested capital) over fem-års perioden.



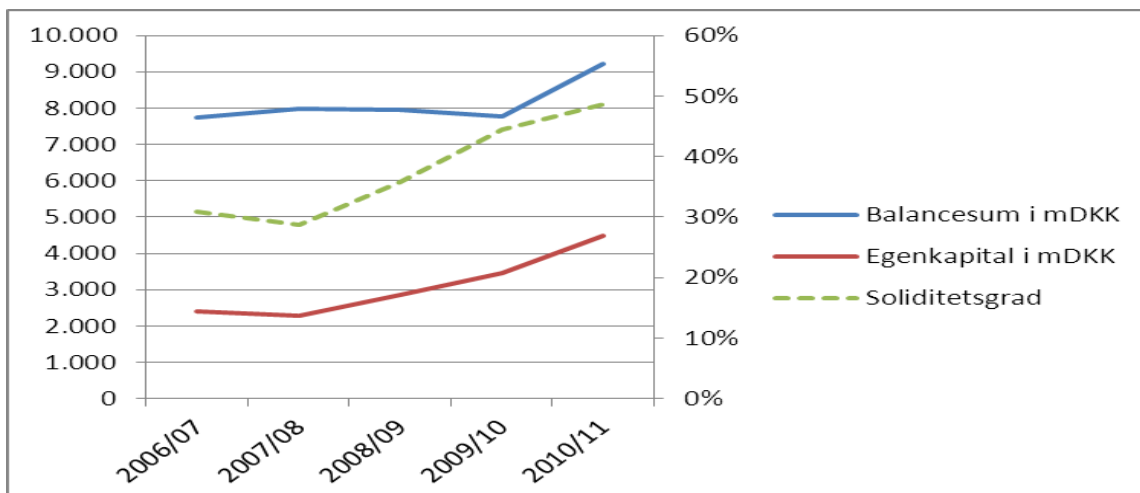
Figur 8 (egen tilvirkning): Udvikling i ROE og ROIC

Kilde: Coloplasts Årsrapport for 2010/11 s. 2

Det fremgår, at ROIC både før og efter skat samt ROE har været kraftigt stigende i perioden. Ligesom det var tilfældet med brutto- og EBIT-margin knækker kurverne i 2008/09, hvorefter stigningen øges markant.

2.8.4. Balancesum og soliditet

I nedenstående figur fremgår udviklingen i balance og egenkapital.



Figur 9 (egen tilvirkning): Udvikling i balancesum og egenkapital

Kilde: Coloplasts Årsrapport for 2010/11 s. 2

Det ses af figuren, at balancesummen frem til 2009/10 ligger på et stabilt niveau på omkring mDKK 8.000. Herefter stiger balancesummen til over mDKK 9.000 i 2010/11.

Derimod ses en stigende tendens for den nominelle bogførte egenkapital i stort set hele perioden, hvilket resulterer i en tilsvarende stigende soliditetsgrad over perioden.

3. Strategisk analyse

Efter den overordnede præsentation af Coloplast følger den strategiske analyse. Den strategiske analyse har til formål, at identificere de ikke-finansielle value drivers, der vurderes at få betydning for de finansielle value drivers på længere sigt. Den strategiske analyse tager i vid udstrækning sit udgangspunkt i oplysningerne fra den foregående virksomhedspræsentation.

3.1. Omverdens analyse

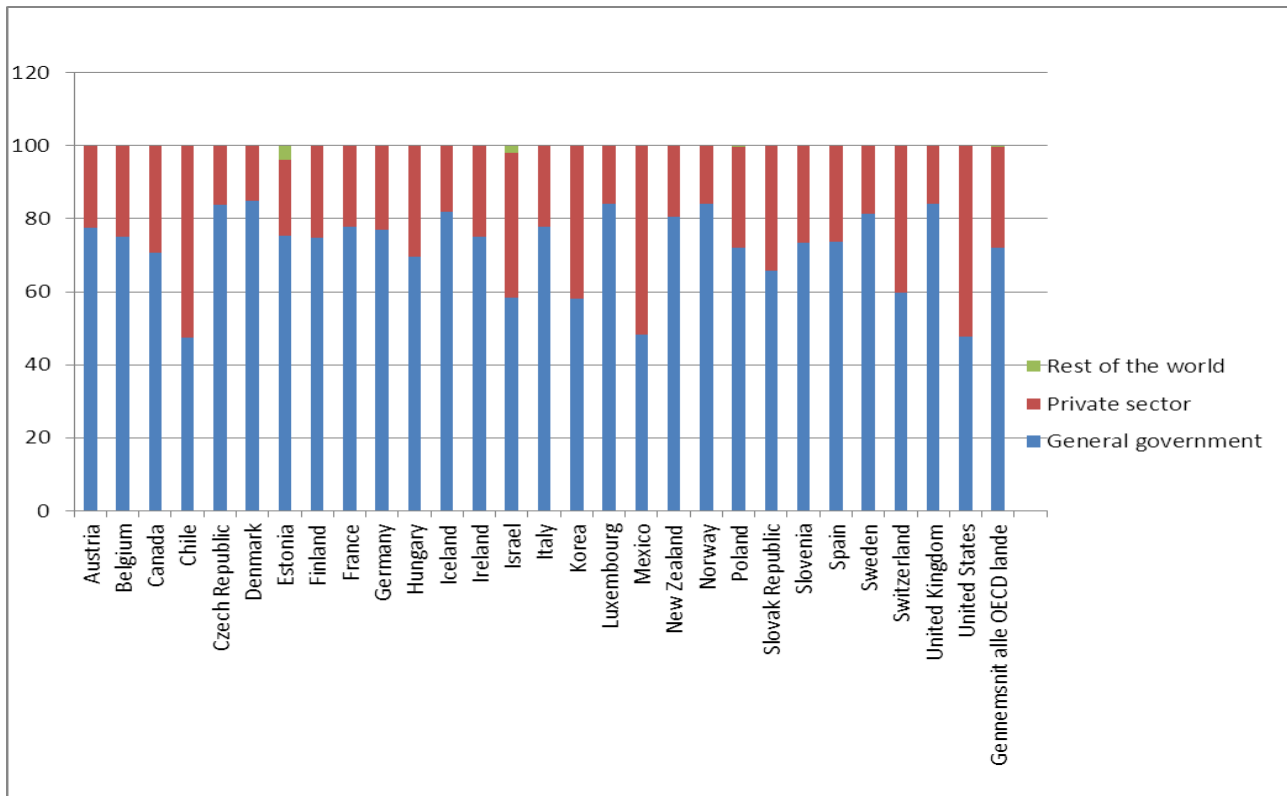
Formålet er at identificere og analysere de væsentligste eksterne faktorer, der vurderes at have eller få betydning for Coloplasts fremtidige indtjeningsmuligheder. Analysen foretages som tidligere nævnt ved hjælp af en PEST-analyse.

3.1.1. PEST-analyse

3.1.1.1. Politik og lovgivning

Som det fremgik af opgavens indledning, så er mange lande i øjeblikket ved at gennemføre reformer af sundhedssektorerne med henblik på at reducere de offentlige udgifter og i mange tilfælde de offentlige underskud. De igangværende reformer er især udtalte i Europa, hvor en række lande er ramt af den såkaldte gældskrise og derfor er under akut pres for at bringe balance i de offentlige budgetter. Dette vurderes at kunne blive en udfordring for Coloplast, da Europa udgør Coloplasts hovedmarked. Selskabet realiserede i 2010/11 således mDKK 7.475 ud af den samlede omsætning på mDKK 10.172 i de europæiske lande, svarende til ca. 73 % jf. Tabel 2.

Nedenfor i Figur 10 ses fordelingen af sundhedsudgifterne mellem den offentlige og private sektor i en række OECD lande pr. 2009.



Figur 10 (egen tilvirkning): Fordeling af sundhedsudgifter mellem privat og offentlig sektor i OECD lande

Kilde: www.OECD.com (<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SHA>) 26. marts 2012

Ikke alle lande fremgår af opgørelsen på grund af manglende indberetninger, hvilket dog ikke vurderes at forrykke billedet af den offentlige sektor som den klart største sponsor af sundhed i de vestlige lande (OECD landene) med et gennemsnit på ca. 72 % af de afholdte sundhedsudgifter i 2009.

Et stigende pres for besparelser indenfor sundhedssektorerne kan derfor tænkes at ville påvirke Coloplast negativt. F.eks. vil et stigende politisk krav om besparelser formentlig medføre et stigende prispres via enten forhandling eller i form af flere licitationer. Alternativt kan besparelserne medføre en faldende offentlig refusionsandel af de af patienten afholdte udgifter. En faldende offentlig refusionsandel kan således få betydning i forhold til den kundebase, der udgøres af patienter med svage økonomiske forhold. Aktuelt arbejder Frankrig og Spanien på en reform, der indebærer en faldende refusionsandel fra det offentlige.²⁰

²⁰ Coloplast presentation "Leading intimate healthcare". Internet hjemmeside: http://www.coloplast.com/About/news/Documents/Q4_201011%20Coloplast%20Roadshow%20presentation_Final.pdf 16.april 2012

Et andet eksempel på effekten af offentlige besparelser er et faldende antal ansatte i sundhedssektoren samt udskydelser af planlagte hospitalsbyggerier.²¹ De aktuelle politiske reformer er dog ikke født af finanskrisen alene, også andre længere rækkende faktorer som f.eks. en stigende forsørgerbyrde for en faldende andel af erhvervsaktive øger behovet for politiske reformer.

Politiske reformer udgør dog ikke kun trusler for Coloplast. I USA er for nyligt indført en sundhedsreform - Patient Protection and Affordable Care Act²² - der fremfor at begrænse i stedet udvider omfanget af offentlig betalt sundhed til en større gruppe af mennesker, der måske ikke tidligere havde økonomisk råderum til selv at købe pleje- og sundhedsprodukter. The Patient Protection and affordable Care Act indføres løbende over en årrække frem mod 2020.

Et andet eksempel på reformer, der rent faktisk kan bidrage til en øget afsætning af Coloplasts produkter er, at sundhedsvæsenet ofte forsøger at afkorte hospitalsindlæggelsesperioden og reducere omkostningerne til dyre hospitalssenge ved at patienten selv lærer at anvende hjælpemidler.²³

En anden faktor indenfor politik og lovgivning, er den stigende politiske regulering og involvering i øvrigt i emner, der omhandler beskyttelse af forbrugere og samfund. Især indenfor områderne sundhed og miljø ses et stigende og forstærket politisk fokus, men også vilkår for arbejdere i lavtlønslande har en stigende bevågenhed fra politisk side. De stigende politiske krav medfører at Coloplast og andre medico-virksomheder skal have stort fokus på at opfylde de lovgivningsmæssige og etiske krav. Manglende opfyldelse af kravene kan i værste fald få fatale følger for et selskab som Coloplast i form af dårlig omtale, bøder og udelukkelse fra bestemte markeder.²⁴

²¹ Artikel i The New York Times "Cuts in health care may undermine role in labour market". Internet hjemmeside: http://www.nytimes.com/2011/08/18/business/cuts-in-health-care-may-undermine-role-in-labor-market.html?_r=2&ref=todayspaper 30. marts 2012

²² Wikipedias internet hjemmeside: http://da.wikipedia.org/wiki/Sundhedsreformen_i_USA 24. marts 2012

²³ Artikel i Børsen. Internet hjemmeside: http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/209792/coloplast_reformer_en_del_af_spillet.html 1. april 2012

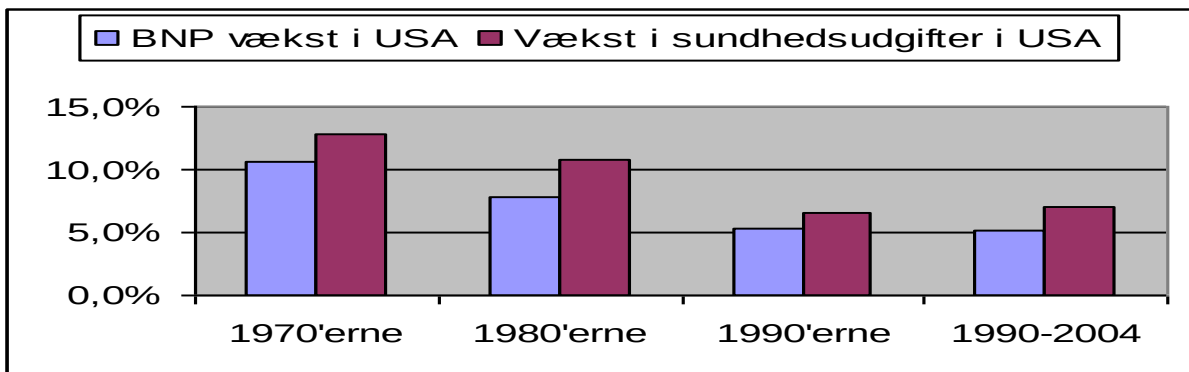
²⁴ Artikel i ugebrevet Mandagmorgen "Stærk pres for øget kontrol med medicinsk udstyr". Internet hjemmeside: <https://www.mm.dk/st%C3%A6rkt-pres-for-%C3%B8get-kontrol-med-medicinsk-udstyr> 30. marts 2012

3.1.1.2. Økonomi og demografi

Økonomi:

I min indledningsvise problematisering til denne opgave blev den stigende levetid og aldrende befolkning i de vestlige lande nævnt som et eksempel på en value driver. Herunder blev Sten Scheibye²⁵ citeret for, at Coloplast ikke er følsom overfor ændringer i konjunkturerne. Dette udsagn finder jeg som værende en sandhed med modifikationer, idet jeg jf. det forrige afsnit mener at have påvist at der eksisterer en sammenhæng mellem offentlige sparekrav på sundhed og de generelle økonomiske konjunkturer. Nedenfor analyseres de samfundsøkonomiske forhold således nærmere.

I dag udgør medico-branchen en af de største og hurtigst voksende industrier på globalt plan og udgifterne i de udviklede lande til medicoydelser udgør op imod 10 % af landenes samlede BNP.²⁶ Nedenfor af Figur 11 fremgår det, at USA siden 1970'erne har haft en større vækst i udgifter til sundhed end vækst i økonomien som helhed. Uanset størrelsen af BNP-væksten i de enkelte årtier har væksten i sundhedsudgifterne således været ca. 2-3 %-point højere. Fremskrives udviklingen forventes sundhedsudgifterne (USA), at udgøre op imod 20 % af den samlede økonomi i 2020.²⁷



Figur 11 (egen tilvirkning): Vækst i sundhedsudgifter vs. vækst i BNP (USA)

Kilde: The Kaiser Family Foundation (<http://www.kff.org/insurance/snapshot/chcm050206oth2.cfm>) 30. marts 2012

Nedenfor vises dels den historiske udvikling i realvæksten for de største globale økonomier og estimerer for de kommende års udvikling/vækst og dels økonomiernes offentlige underskud i forhold til BNP.

²⁵ Artikel i Berlingske Business "Vores aktie er uafhængig af konjunkturer" Internet hjemmeside:

<http://www.business.dk/medico/coloplast-chef-vores-aktie-er-uaefhaengig-af-konjunktur> 21. marts 2012

²⁶ Wikipedia. Internet hjemmeside: http://en.wikipedia.org/wiki/Health_care_industry#cite_note-2 30.marts 2012

²⁷ The Kaiser Family Foundation, Internet hjemmeside: <http://www.kff.org/insurance/snapshot/chcm050206oth2.cfm> 30. marts 2012

Realvækst i %	2009	2010	2011	2012E	2013E
Verden (note 1)	-1	4,7	3,2	2,8	3,4
USA	-3,5	3	1,7	2	2,2
EURO-området	-4,2	1,8	1,5	-0,4	1
Kina	9,2	10,4	9,3	8	8,3
Japan	-5,5	4,5	-0,7	2	1,5

Offentlige finanser i % af BNP	2009	2010	2011	2012E	2013E
USA	-10,1	-8,9	-8,6	-7,6	-5,5
EURO-området	-6,3	-6,2	-4,1	-3,3	-2,7
Kina	-2,3	-1,6	-2,2	-1,9	-2
Japan	-8,5	-8,5	-10,1	-10	-9

(Note 1: Ved gennemsnit af landene i tabellen dækkes 70,5% af verdens BNP. Vægtene er beregnet ud fra købekraftsparitetskorrigeret BNP-niveauer for 2008 i henhold til IMF's World Economic Outlook Data)

Figur 12: Forventet udvikling i BNP og offentligt underskud

Kilde: Kilde: Nordea Markets, "økonomisk perspektiv" for marts 2012²⁸

Af figuren fremgår, at "verden" som helhed forventes at opretholde en årlig vækst på ca. 3 % de kommende to år, hvorimod væksten i USA og især EURO-området forventes at ligge på et noget lavere niveau.

Det fremgår desuden, at der i både USA og EURO-området forventes et fortsat faldende budgetunderskud på de offentlige finanser, hvilket hænger fint sammen med konklusionerne i afsnittet politik og lovgivning ovenfor, hvor det fremgik, at mange lande pt. er i færd med at implementere besparelserreformer.

Demografi:

Ifølge Coloplast bl.a. udgør den aldrende befolkning i de lande, der udgør Coloplasts primære markeder, en stigende kundebase for Coloplast.²⁹ Af tabellen nedenfor ses den gennemsnitlige forventede udvikling i andelen af personer over 65 år baseret på den forventede udvikling i 31 Europæiske lande.

År	1960	1970	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	2050	2060
Andel af personer over 65 år	9,60%	11,00%	12,50%	12,90%	14,50%	16,00%	19,10%	22,60%	25,60%	27,80%	29,30%

Tabel 3 (egen tilvirkning): Befolkningsprognose i Europa

Kilde: EUROSTAT.³⁰

²⁸ http://www.nordeamarkets.com/sitemod/upload/root/www_nordeamarkets_com/PDF/DK/EconomicOutlook_DK_2012-03.pdf 27. marts 2012

²⁹ Coloplast presentation: "Leading Intimate Healthcare" FY 2010/11. Internet hjemmeside: http://www.coloplast.com/About/news/Documents/Q4_201011%20Coloplast%20Roadshow%20presentation_Final.pdf 23. marts 2012

³⁰ EUROSTAT. Internet hjemmeside: http://translate.google.dk/translate?hl=da&langpair=en%7Cda&u=http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Population_projections 27. Marts 2012

Prognosen viser med al tydelighed, at befolkningen i Europa forventes at blive ældre i de kommende årtier. Med baggrund i en nogenlunde ensartet levevis og levestandard i de vestlige lande finder jeg endvidere også at denne tendens kan udvides til at omfatte USA, Canada, m.fl.

3.1.1.3. Sociokulturelle forhold

Sundhed og sygdom:

Verdenssundhedsorganisationen WHO registrerer hver år mere end ti millioner nye kræfttilfælde, hvoraf seks millioner hvert år dør som følge af kræft. Kræft er således den tredje hyppigste dødsårsag på verdensplan ifølge WHO, der samtidig anslår at forekomsten af kræft kan stige med op til 50 % inden 2020 som følge af bl.a. en generelt længere levealder. I Danmark er kræft i tyk- og endetarm en af de hyppigste kræftformer.³¹

Livsstil:

I takt med en længere levetid er der samtidig sket en ændring i opfattelsen - både hos de ældre men også af samfundet generelt - af hvad ældre mennesker kan og har lyst til. Ofte bruges betegnelsen det grå guld om ældre, men stadig arbejdsdygtige mennesker, der ønsker at bibeholde et aktivt liv med udfordringer, rejser, osv.³² Denne gruppe mennesker stiller krav om, at fysiske skavanker bliver behandlet således, at de kan opretholde deres livsstil.

Udviklingslande:

Der sker en løbende udvikling, hvor lande der oprindeligt blev betragtet som u-lande med tiden går hen og bliver til I-lande. Dette er eksemplificeret ved de såkaldte BRIK-lande (Brasilien, Rusland, Indien og Kina), hvor den forventede levetid og forekomsten af livsstilsbetingede sygdomme, tilsvarende de vestlige lande, må forventes at stige. Ligesom befolkningerne i de nyligt industrialiserede lande også forventes at stille stigende krav til deres behandlingsmuligheder i takt med velstandsfremgangen.

³¹ Sanofi. Internet hjemmeside: <http://www.sanofi.dk/l/dk/da/layout.jsp?scat=6DE60836-2E06-435D-AB53-52CAA365F172> 28.marts 2012

³² conZOOM. Internet hjemmeside: https://www.conzoom.eu/mosaic/A3_Det_gr%C3%A5_guld.aspx 28. Marts 2012

3.1.1.4. Teknologi og miljø

Ny teknologi:

Ian Christensen (IR-chef for Coloplast) har udtalt, at den største risikofaktor for Coloplast er opfindelsen af en kur mod kræft.³³ I tilfælde af en sådan kur vurderer Coloplast, at der vil gå op imod 10 år førend en denne vil være testet og have opnået de nødvendige myndighedsgodkendelser. Coloplast vurderer selv at selskabet indenfor dette tidsrum vil have fundet nye forretningsområder, hvor selskabets kompetencer kan anvendes.

Det er dog ikke kun en kur mod kræft, der vil have indflydelse på Coloplasts fremtidige rentabilitet, også andre mindre revolutionerende innovationer, der f.eks. blot tilbyder en teknisk forbedring af de bestående muligheder vil kunne påvirke markedet og Coloplast.

Den rent lægefaglige udvikling vurderes også at have indflydelse på Coloplasts muligheder, idet nye og bedre behandlingsmetoder kan substituere Coloplasts produkter, der ikke helbreder lidelserne, men alene reducere følgevirkningerne efter sygdom eller operation. F.eks. anvendes stomi i dag ofte som en midlertidig løsning efter en operation indtil opheling, hvilket fremgår af stomisygeplejerske Kirsten Bach Olsens udtalelse *"Colostomierne er ofte cancerrelaterede og kommer fra tyktarmen, men nye onkologiske behandlingsmuligheder som kemo- og strålebehandling gør, at langt flere får midlertidige stomier end tidligere..."*³⁴ Dette underbygges af Coloplasts eget materiale, hvor selskabet anfører, at de kirurgiske og medicinske trends går imod en tidligere diagnosticering, hvilket på sigt kan medføre et reduceret markedsgrundlag for Coloplasts produkter.³⁵

Miljø:

Der stilles fra både myndigheder og brugere stadigt stigende krav til miljørigtig produktion. Dette gælder alle virksomheder og dermed også Coloplast, der især som større og global aktør skal se til at overholde krav og lovgivning for ikke at Coloplast som brand og navn skal lide større skade.

Coloplast har i mange år haft fokus på at deres produkter skal bidrage med så lidt miljøbelastning som muligt. Dette gælder lige fra produktionen af produkterne, hvor selskabets produktionsenheder i Danmark, Ungarn og Kina er miljøcertificeret, til at udsætte brugeren for minimal påvirkning fra

³³ Ian Christensen udtalelse ved virksomhedspræsentation på CBS

³⁴ <http://www.e-pages.dk/raskmagasinet/94/30> 28.marts 2012

³⁵ Coloplast presentation: "Leading Intimate Healthcare" den 22. marts 2012

giftige stoffer som f.eks. phthalater til afvikling af produktet efter endt brug. Coloplast foretager således en livscyklusanalyse på alle nye produkter for at vurdere og reducere miljøpåvirkningen mest muligt. Senest har Coloplast tilsluttet sig FN's frivillige klimaafteale "Caring for Climate".³⁶

3.2. Brancheanalyse

I brancheanalysen fremdrages forhold, der har indflydelse på en branches evne til at skabe værdi for aktionærerne. Som model for analyse af medicobranschen anvendes Porter Five Forces.

3.2.1. Porter's 5 forces

3.2.1.1. Branche og konkurrenceintensitet

Coloplast agerer indenfor medico-branschen med udvikling, produktion og salg af medicinsk udstyr. Ifølge det Europæiske Medicinske Direktiv³⁷, er medicinsk udstyr defineret ved:

Ethvert instrument, apparat, udstyr, software, materiale eller anden genstand anvendt alene eller i kombination, herunder software, som af fabrikanten er beregnet til specifik anvendelse til diagnostiske eller terapeutiske formål, og som hører med til korrekt brug heraf, og som af fabrikanten er beregnet til anvendelse på mennesker med henblik på:

- *diagnosticering, forebyggelse, overvågning, behandling eller lindring af sygdomme,*
- *diagnosticering, overvågning, behandling, lindring af eller kompensation for skader eller handicap,*
- *undersøgelse, udskiftning eller ændring af anatomien eller en fysiologisk proces, eller*
- *svangerskabsforebyggelse,*

og hvis forventede hovedvirkning i eller på det menneskelige legeme ikke fremkaldes ad farmakologisk, immunologisk eller metabolisk vej, men hvis virkning kan understøttes ad denne vej.

Selvom min brancheanalyse ikke omfatter producenter af medicin, men alene medico-virksomheder, der producerer medicinsk udstyr, skal det bemærkes, at branchen er ganske bredtfavnende, idet branchen omfatter producenter af et meget bredt udvalg af udstyr som f.eks. brystimplantater, kunstige hofter, pacemakere, røntgenapparater, høreapparater, katedre, m.v.

³⁶ Brochure fra Coloplast "Coloplast tager ansvar for miljøet- så du kan gøre det samme". Coloplast internet hjemmeside <http://www.coloplast.dk/OmColoplastDanmark/Miljoe/Documents/Marts%2010.%20Miljøbrochure.pdf> 28. marts 2012

³⁷ Deltas internet hjemmeside: <http://www.delta.dk/dk/Forr-omr/TC/medicinsk-udstyr/medicinsk-udstyr-hvad-er-medicinsk-udstyr.page> 30.marts 2012

Da branchen omfatter så vidt et produktsortiment producerer branchens aktører naturligvis ikke alle de samme produkter, hvorfor branchen for medicinsk udstyr kan karakteriseres ved at være temmelig fragmenteret med mange små virksomheder og nogle store aktører i form af meget store multinationale selskaber som f.eks. amerikanske Johnson & Johnson, Medtronic, General Electric og tyske Siemens, m.fl.³⁸

I perioden 1998 til 2008 har medico-branchen ifølge “The Economist” oplysninger næsten tredoblet sin omsætning på verdensplan. Til sammenligning har den farmaceutiske industri kun haft en meget marginal omsætningsvækst på nogle få procent om året.³⁹ Fremadrettet forventes en vækst i Europa på 5-6 % om året, men dette dækker over store udsving mellem de forskellige teknologier og produktområder. På grund af den store variation af produkter indenfor medico-branchen, er der stor forskel på modenheden og dermed vækstpotentialet for de forskellige produkter.⁴⁰

Med baggrund i de betydelige markedsforskelle for de separate delsegmenter har jeg valgt, at analysere brancheforholdene enkeltvis for de fire forretningsområder, hvor Coloplast er aktør.

Der henvises indledningsvist til Tabel 2 i kapitel 2.

Stomi:

Coloplasts markedsandel på globalt plan udgør 35-40%, hvor Coloplast indtager en førerposition foran ConvaTec og Hollister/Dansac, der tillige har en lang historik i branchen og begge anses som betydelige aktører på markedet for stomiprodukter.⁴¹ ConvaTec der er kapitalfond-ejet har tidligere meddelt, at selskabets strategi er at blive markedsleder.⁴²

Med en forventet markedsvækst på 4-5% pr. år er markedet ikke mættet og konkurrencen vurderes ikke at være meget intens.

³⁸ Rapport om Medico Sektoren i Danmark. Internet hjemmeside: <http://www.vf.dk/~media/Files/1%20Analyse/PDF/Medico%20sektoren%20analyse.ashx> s.4, 30. marts 2012

³⁹ Rapport. Medico-sektoren i Danmark. Internet hjemmeside: <http://www.vf.dk/~media/Files/1%20Analyse/PDF/Medico%20sektoren%20analyse.ashx> 30. marts 2012

⁴⁰ Rapport om Medico Industrien. Internet hjemmeside: <http://www.vf.dk/~media/Files/1%20Analyse/PDF/Medico%20sektoren%20analyse.ashx> s.11, 30.marts 2012

⁴¹ Convatecs internet hjemmeside: www.convatec.dk og Dansacs internet hjemmeside: www.dansac.dk 1. april 2012

⁴² Artikel i NPInvestor fra 23. september 2008. Internet hjemmeside: <http://npinvestor.dk/nyheder/aktier-ses-starte-lavere-oliepris-i-historisk-hop-174784.aspx> 1.april 2012

Kontinens:

Coloplast indtager markedets førerposition indenfor continens-segmentet, hvor selskabet har betydelige markedsandele i både Europa og USA. De største konkurrenter er Bard og AstraTech. Bard er et 100 år gammelt firma med forskellige aktiviteter indenfor medicoindustrien. Selskabet er børsnoteret på NYSE. AstraTech er ikke børsnoteret, men opererer ligesom Bard og Coloplast på globalt plan.⁴³

Med en forventet markedsvækst på 4-6% pr. år er markedet ligesom ved stomi ikke mættet og konkurrencen vurderes ikke at være meget intens.

Urologi:

Markedet er præget af store multinationale selskaber som Endo, Ethicon og BSX, der sammen med Coloplast de største aktører indenfor dette forretningsområde.

Med en forventet markedsvækst på 4-6% pr. år er markedet ikke mættet og konkurrencen vurderes ikke at være meget intens.

Sår- og hudpleje:

Dette marked er noget mere fragmenteret end de andre markeder, hvor Coloplast opererer. Coloplast estimerer selv markedsvæksten til 2-4% pr. år, hvilket er noget lavere sammenlignet med de øvrige markeder.

Med baggrund i, at der er tale om et fragmenteret marked med mange aktører og uden en egentlig markedsleder vurderes markedet for sår- hudpleje at være præget af stor konkurrence.

3.2.1.2. Adgangsbarrierer

Ligesom medicobranschen kendetegnes branchen for medicinsk udstyr ved at have høje adgangsbarrierer:

⁴³ AstraTech internet hjemmeside: <http://www.astratech.us/> 1.april 2012

Kapitalintensiv:

Nye aktører skal have en betydelig kapital til rådighed for at for at overvinde branchens adgangsbarrierer. Kapitalen er nødvendig for at finansiere perioden fra forskning og udvikling af produkter frem til at salget finder sted. på markedet.

Branchen domineret af multinationale selskaber:

De store aktører er markedsledere og nye markedsdeltagere skal dermed konkurrere med selskaber, der har et i forvejen velfungerende koncept. Endvidere kan de store aktører presse priserne i markedet m.v. med henblik på at udmatte nye aktører økonomisk.

Høj innovationsrate:

Det er kendetegnende at medico-produkter kun er på markedet i 1,5 år før en ny og bedre løsning dukker op.⁴⁴ Dette stiller krav til hurtigheden ved udvikling af nye produkter samt til gennemtrængningshastigheden til markedet, hvor investeringer i produktet skal tjenes hjem indenfor en kort periode.

Store krav til dokumentation:

Som nævnt under PEST-analysen stilles store og stadigt stigende krav til dokumentation og opfyldelse af forskellige former for krav. Dette kræver indblik og viden, hvilket nye aktører som udgangspunkt ikke har førend disse har været på markedet et stykke tid og har tilegnet sig erfaring og kompetencer.

Samlet set vurderes branchen at have høje indtrængningsbarrierer.

3.2.1.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandører af råvarer og halvfabrikata:

Aktørerne i branchen producerer selv deres produkter og køber således hovedsageligt råstoffer og halvfabrikata, der har mange forskellige anvendelsesmuligheder. Markedet for råvarer er et marked med fri konkurrence, da der er mange udbydere af et relativt ensartet produkt.

⁴⁴ Rapport om medico-sektoren i Danmark. Internet hjemmeside:
<http://www.vf.dk/~media/Files/1%20Analyse/PDF/Medico%20sektoren%20analyse.ashx> s.38, 30.marts 2012

Dette taler for at medico-selskaberne vurderes derfor at besidde en vis forhandlingsstyrke overfor leverandørerne.

Medicoselskaberne er trods leverandørernes konkurrenceforhold stadig afhængige af en tilfredsstillende leveringssikkerhed og at kvaliteten er i orden. Desuden bevirker de betydelige dokumentationskrav for medico-selskaberne, at det kan være besværligt og dyrt at udskifte en leverandør.⁴⁵ Dette taler for at medico-selskaberne må indgå længere aftaler med aftalte priser og vilkår for levering, hvilket ofte medfører en højere produktpris end hvis køber konstant afsøger markedet for det billigste produkt.

Leverandører af viden og uddannelse:

Medico-selskabernes aktivitet og betydeligste værdiskabelse består i, at anvende deres viden til at transformere nævnte råvarer til produkter som f.eks. pacemakere og røntgenapparater, der skal varetage eller udføre komplicerede funktioner. Leverandører af denne viden er uddannelsessystemerne og i sidste instans de højere læreranstalter som f.eks. universiteterne. I de vestlige lande har tendensen i mange år gået imod et kontinuerligt højere uddannelsesniveau⁴⁶, idet behovet for uddannelse især i det seneste årti er øget væsentligt som følge af globaliseringen og konkurrencen fra lavtlønslande. Herudover er uddannelsesniveaulet stigende i specielt Asien. Som følge af det stigende uddannelsesniveau samt et stigende antal højtuddannede personer vurderes branchens adgang til viden derfor at være god i fremtiden.

Samlet vurderes medico-selskaberne at have en mellem forhandlingsstyrke overfor leverandørerne.

3.2.1.4. Kundernes forhandlingsstyrke

Storkunder:

Medico-branchens kunder er primært de nationale sundhedssektorer repræsenteret ved de indkøbsansvarlige for hospitaler, plejehjem, apoteker samt grossister. Medico-branchen afsætter dermed deres produkter til en forholdsvis begrænset kundemasse, der samtidig køber store volumener, hvilket giver kunderne stor styrke i forhandlingerne med medico-selskaberne.

⁴⁵ Artikel i Ingeniøren ”Coloplast forhandler frem for at presse” fra den 29. maj 2009. Internet hjemmeside: http://marketwatch.dk/files/artikler/Ingeniøren_Coloplast_forhandler_frem_for_at_presse_samlet.pdf 2. april 2012

⁴⁶ OECD Stat. Internet hjemmeside: <http://stats.oecd.org/#> 1.april 2012

Mange af medico-branchens produkter kan købes med offentlige tilskud. Dette tilskud er aktuelt under revurdering i en række lande, bl.a. i Frankrig. Derudover er de offentlige kunder under pres fra politisk side for at reducere omkostningerne, hvilket medfører en større prisfokusering fra de offentlige kunders side. Dette medfører bl.a. at hospitaler m.fl. samler indkøbende og i højere grad udbyder indkøb via licitationer og lignende. Denne indkøbsform øger udfordringerne for medico-selskaberne, da dette stiller større krav til et lavt prisniveau og/eller evnen til at differentiere sig i forhold til konkurrenterne.⁴⁷

Jens Kr. Gøttrick, direktør i Medicoindustrien i Danmark, påpeger at der ligger en betydelig opgave for branchen i, at øge synlighedsførelsen af fordelene overfor kunderne ved at købe gode produkter af høj kvalitet (og ikke fokusere på prisen) for i det lange løb at opnå besparelser via færre genindlæggelser som følge af komplikationer på grund af dårligt medicoudstyr.⁴⁸ Kan medicobranchen løfte denne opgave overfor politikere og opnå bred forståelse i befolkningerne kan branchen måske undgå en kraftigt stigende prisfokusering fra kundernes side.

Samlet set vurderes kunderne at besidde stor forhandlingsstyrke.

3.2.1.5. Substituerende produkter

Det nærmeste medico-branchen kommer på substituerende produkter er forbedrede muligheder for kirurgisk eller medicinsk behandling. Derudover kan der være alternative behandlingsformer i form af naturmedicin og lignende.

Samlet vurderes truslen fra substituerende produkter at være lav.

3.3. Intern analyse

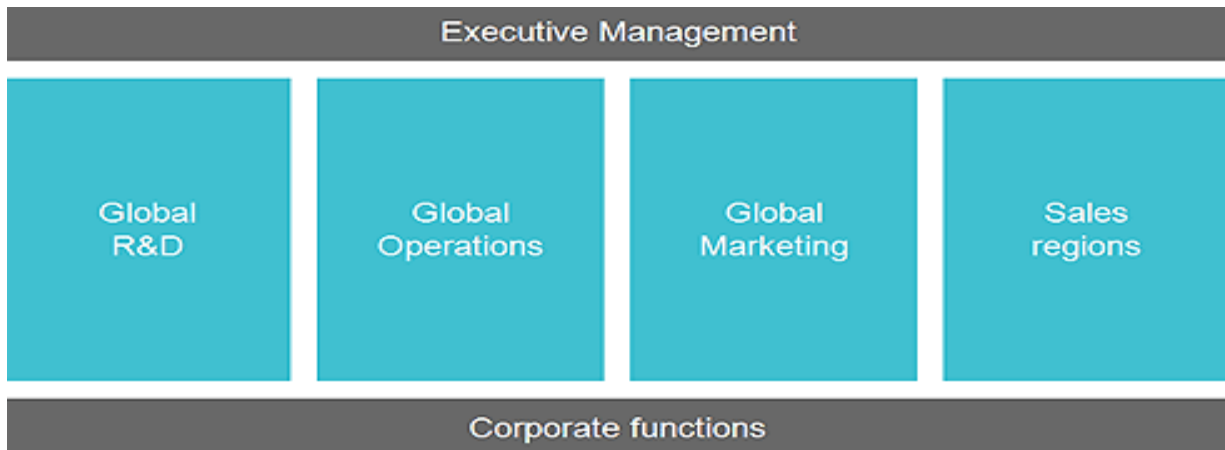
I dette afsnit analyseres de interne ressourcer og kompetencer i Coloplast samt disses anvendelse for at skabe aktionærværdi. Som model herfor anvendes M. Porters værdikæde. Efterfølgende analyseres Coloplasts produktportefølje og strategi for vurdering af Coloplasts potentielle muligheder for vækst. Som model anvendes Boston Matricen og M. Porters teori om generiske strategier.

⁴⁷ Medico Industriens nyhedsbrev December 2010, s.1.

⁴⁸ Medicoindustrien i tal. Branchestatistik 2007

3.3.1. Porter's værdikæde

Værdikæden er modificeret således at den tager sit afsæt i Figur 13, der viser Coloplasts organisationsstruktur som den fremgår af Coloplasts hjemmeside. Figuren viser de primære aktiviteter i midten og virksomhedens støtteaktiviteter ovenpå og under de primære aktiviteter. I analysen gennemgås først de primære aktiviteter og dernæst Coloplasts støtteaktiviteter.



Figur 13: Coloplasts organisation / Værdikæde

Kilde: www.coloplast.dk (<http://www.coloplast.com/about/ourcompany/corporatestructure/>) den 11.marts 2012

3.3.1.1. Global Research & Development

Som omtalt ovenfor er værdikæden tilpasset Coloplast organisation og funktioner. Forsknings- og udviklingsaktiviteten er derfor ikke som det normalt er tilfældet ved Porters værdikæde en støtteaktivitet, men derimod en primær aktivitet. Dette hænger sammen med, at forskning- og udvikling er en meget væsentlig bidrager til Coloplasts samlede værdiskabelse. Selvom Coloplast selv producerer sine produkter er det ikke i produktionen, at den største værdiskabelse finder sted, men derimod allerede ved den innovative proces under udviklingen af produktet.

Coloplast er fuldt vidende om, at værdiskabelsen sker i den innovative proces, således har selskabet f.eks. ansat en række såkaldte teknologispejdere, der har til opgave at overvåge den generelle teknologiske udvikling og vurdere om denne på en eller anden måde kan anvendes af Coloplast til at dække kundernes behov. Arbejdet med at finde nye brugbare teknologier sker i tæt samarbejde med Global Marketing, der følger kunderne tæt og dermed kender kundernes behov og ønsker om eventuelle forbedringer. Denne fremgangsmåde er fuldt i overensstemmelse med Coloplasts vision om at lytte og derefter handle ud fra de pågældende informationer.

Formålet ved at bruge talentspejdere er i øvrigt, at øge hastigheden ved udvikling af nye produkter ved at benytte nye, men allerede kendte, teknologier og tilpasse disse til Coloplasts behov frem for at opfinde nye teknologier fra bunden internt i selskabets udviklingsafdeling.⁴⁹

Samme ”mind-set” omkring inddragelse af ekstern viden har Coloplast udvist i forbindelse med etableringen af Coloplast Incubation, der er et corporate venture samarbejde med eksterne samarbejdspartnere med henblik på at skabe nye teknologier.⁵⁰

På det strategiske plan har Coloplast valgt, at bibeholde forsknings- og udviklingsafdelingen i Danmark tæt på beslutningstagerne, hvilket også vidner om at forsknings- og udviklingsfunktionen er vigtig for værdiskabelsen i Coloplast.⁵¹

3.3.1.2. Global Operations

I global operations indgår både funktionen indkøb og indgående logistik samt selve produktionen.

Indkøb og indgående logistik:

Til trods for at jeg i min analyse af brancheforholdene vurderede, at leverandørerne til medicobranschen ikke har en stærk forhandlingsstyrke har Coloplast alligevel valgt, at arbejde tæt sammen med deres leverandører. Dette sker ud fra et partnerskabsprincip om, at der kan opnås større værdi ved at arbejde sammen frem for at presse hinanden voldsomt på pris m.v. Hvorvidt der kan skabes værdi ved ikke at indkøbe til laveste priser afhænger af et tæt samarbejde, hvor leverandørerne har et indgående produktkendskab, så samarbejdet i stedet for en ensidig prisforhandling kan føre til forbedringer af produkterne uden at dette reelt medfører yderligere omkostninger til leverandør eller Coloplast.⁵² Til samme formål etablerede Coloplast i 2006 en central indkøbsfunktion, hvor alle medarbejdere er uddannet i forhandling.

⁴⁹ Artikel i Ingeniøren ”Spejdere hos Coloplast scanner horisonten for nye teknologier” fra 15. februar 2012. Internet hjemmeside: <http://ing.dk/artikel/126692-spejdere-hos-coloplast-scanner-horisonten-for-nye-teknologier> 2. april 2012

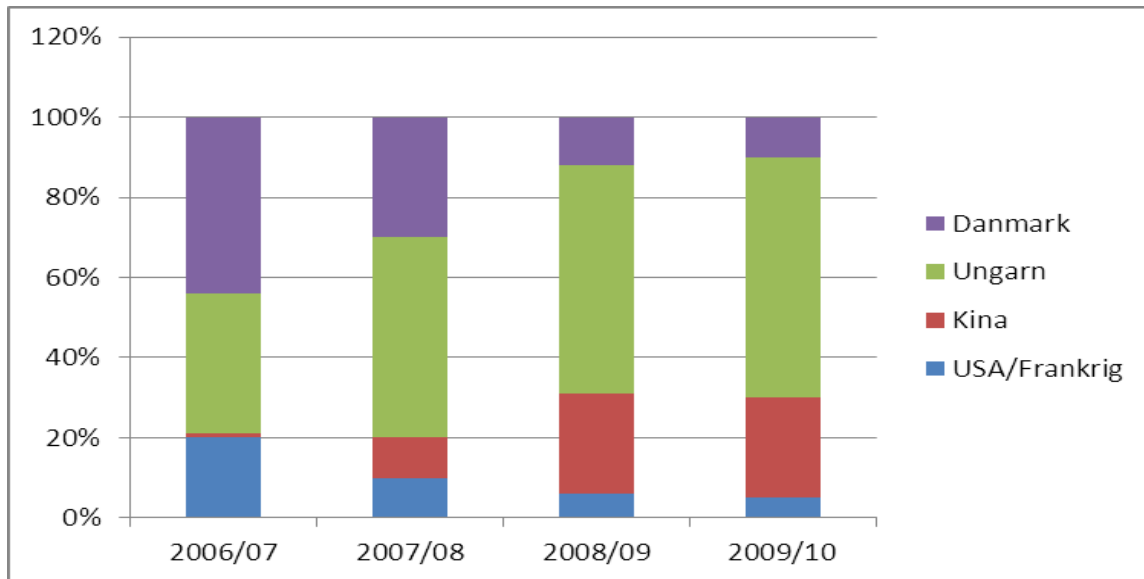
⁵⁰ Internet hjemmeside: [http://www.biotechgate.com/scan/db/detail.php?c=5640551k\\$SncTml4qRXVYQ](http://www.biotechgate.com/scan/db/detail.php?c=5640551k$SncTml4qRXVYQ) 2.april 2012

⁵¹ Coloplasts Roadshow presentation FY 2010/11 ”leading intimate healthcare” s.48

⁵² Artikel I Ingeniøren ”Coloplast forhandler frem for at presse” fra den 29. maj 2009. Internet hjemmeside: http://marketwatch.dk/files/artikler/Ingenioren_Coloplast_forhandler_frem_for_at_presse_samlet.pdf

Produktion:

Coloplast har igennem de seneste år udflyttet selskabets produktion til lande med et lavere lønniveau end Danmark. Nedenfor ses andelen af den samlede produktion i Coloplast fordelt på de lande, hvor Coloplast i dag har produktion.



Figur 14: Coloplasts produktion fordelt på lande

Kilde: Coloplasts Roadshow presentation FY 2010/11 "leading intimate healthcare" s.46

Det ses af figuren, at andelen af produktion i tidsperioden er faldet i Danmark og USA/Frankrig til fordel for især Ungarn og dernæst Kina.

I dag har Coloplast to produktions-/udviklingsenheder i Danmark, to tilsvarende enheder i USA, tre produktionsenheder i Ungarn og en produktionsenhed i Kina henholdsvis Frankrig.

Ian Christensen (IR chef for Coloplast) har udtalt, at produktionsudflytningen til især Ungarn har været effektiv som følge af at arbejderne her i forvejen var bekendt med opfyldelse af kvalitetsnormer m.v., idet området hvor Coloplast er lokaliseret i Ungarn tidligere var hjemsted for elektronikgiganten Philips' produktion, der efterfølgende er flyttet til lande med endnu lavere lønniveauer end Ungarn. Coloplast har derfor været i stand til at overtage velkvalificeret arbejdskraft til væsentligt lavere lønninger end i Danmark.⁵³

⁵³ Ian Christensen udtalelse ved virksomhedspræsentation på CBS

Coloplast har som tidligere nævnt alene flyttet produktionen og forsknings- og udviklingsdelen i virksomheden er fortsat placeret i Danmark. Dermed vil udviklingen af produkter og indledende produktionstilpasning fortsat blive styret fra Danmark, således at kvaliteten af produkterne kan kontrolleres inden endelig produktion igangsættes i f.eks. Ungarn.

3.3.1.3. Global Marketing

Coloplast arbejder tæt sammen med kunderne om at udvikle og tilpasse selskabets produkter. I den proces spiller Global Marketing en vigtig rolle som formidler mellem kunderne og forsknings- og udviklingsafdelingen.

En anden rolle som Global Marketing har ansvaret for at udfylde er den mere traditionelle rolle med salgsfremstød overfor kunderne. Indenfor medico-branchen foretages salgsfremmende indsatser som regel overfor sundhedspersonalet og ansvarlige indkøbere ved afholdelse af et seminar eller anden form for uddannelsesevent, hvor sundhedspersonalet inviteres på et ”gratis” kursus i hvordan en given sygdom kan behandles ved hjælp af et bestemt selskabs produkter. Denne fremgangsmåde er også almindeligt anvendt af Coloplast, der satser stærkt på samarbejde med sundhedspersonalet f.eks. driver Coloplast en stomi-skole rettet mod sygeplejersker.⁵⁴

Fremgangsmåden har og er dog fortsat til en del debat, idet medicoselskaberne med jævne mellemrum beskyldes for at købe sig indflydelse hos de offentlige beslutningstagere. Omverdenens frygt er naturligvis, at de offentligt ansvarlige indkøbere ikke vælger det bedste produkt til den billigste pris for slutbrugeren, men derimod det produkt, der er forbundet med de bedste benefits for indkøberne. I den forbindelse er udfærdiget et sæt etiske regler som medico-selskaberne er underlagt.⁵⁵

Endelig har Global Marketing en stor betydning ved udviklingen og lanceringen af Coloplasts strategi.⁵⁶

3.3.1.4. Sales Regions

Coloplast er til stede på selskabets eksportmarkeder enten via et reelt salgsselskab eller via en lokal salgsrepræsentation.⁵⁷

⁵⁴ Internet hjemmeside: <http://www.coloplast.dk/stomi/sundhedspersonale/uddannelseogvaarktoejer/stomiskole/> 2.april 2012

⁵⁵ Internet hjemmeside: <http://www.medicoindustrien.dk/Default.aspx?ID=1077>

⁵⁶ Coloplast internet hjemmeside: <http://www.coloplast.com/about/ourcompany/corporatestructure/> 2. april 2012

⁵⁷ Coloplasts Årsrapport 2010/1, note 37, s.56

3.3.1.6. Support funktioner

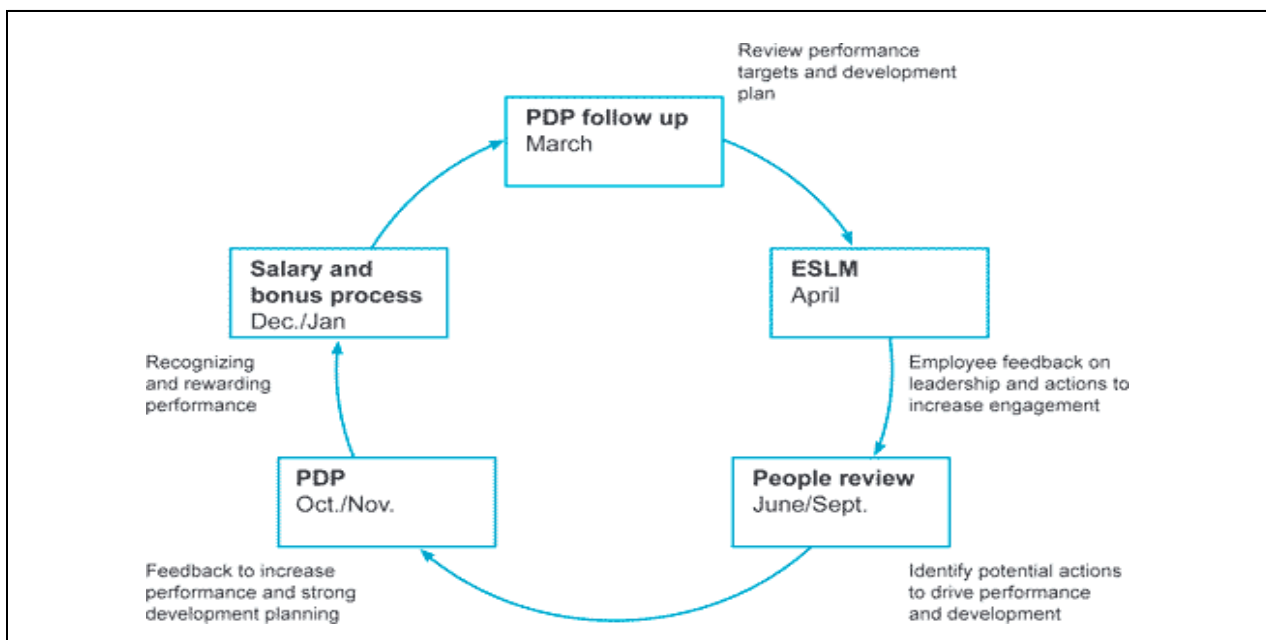
Infrastruktur:

Idet det meste af produktionen er flyttet til Ungarn og Kina som følge af lavere lønninger opnår Coloplast yderligere den fordel, at produkterne er tættere på slutbrugeren i asien og det mellem-europæiske marked.

Coloplast har oprettet hjemmesider på internettet i de lande hvor selskabet er repræsenteret, således at kunderne kan henvende sig med spørgsmål og lignende. Det generelle IT-system (såkaldt ERP), hvor informationer lagres og styres blev i begyndelsen af det forrige årti søgt styrket via indkøb af et nyt ERP-system fra J.D. Edwards.⁵⁸ Systemet er vigtigt i relation til at håndtere og lagre informationer til brug for alle enheder i virksomheden.

HR:

Med baggrund i, at Coloplast leverer en betydelig værdi i Global Research & Development leddet, der er drevet af menneskelig intellekt, vurderes HR funktionen som vigtig i forhold til at Coloplast skal kunne tiltrække og fastholde medarbejdere med de rette kompetencer. Nedenfor af Figur 15 fremgår, hvordan Coloplast har planlagt et årligt forløb for den enkelte medarbejder.



Figur 15: Performance management i Coloplast

Kilde: Coloplasts hjemmeside: <http://www.coloplast.com/about/careers/howweworkwithourpeople/> 2.april 2012

⁵⁸ Artikel i Computerworld "ERP-gigant får dansk debut".

Den årlige rundtur i cirklen skal sikre konstant fokus hos medarbejder og leder på, at Coloplasts målsætning om at skabe en kultur med fokus på performance og udvikling opfyldes.

3.3.2. Produktanalyse og livscyklus

Nedenfor gennemgås de fire produktområder med henblik på at vurdere om Coloplasts produktportefølje er hensigtsmæssigt sammensat. For at en produktportefølje på længere sigt kan siges at være hensigtsmæssig skal denne være sammensat af produkter på forskellige stadier i deres livscyklus, således at f.eks. produkter der genererer store frie pengestrømme medvirker til finansiering af produkter under udvikling. Til brug for analysen anvendes Boston-modellen.

<i>Høj markedsvækst</i>	Stars Kontinens	Question marks Urologi
	Cash cows Stomi	Dogs Sår- og hudpleje
<i>Lav markedsvækst</i>	<i>Høj markedsandel</i>	<i>Lav markedsandel</i>

Figur 16: Produkternes livscyklus / BCG modellen

Kilde: baseret på data fra Coloplasts Roadshow presentation FY 2010/11 "leading intimate healthcare"

Af Figur 16 fremgår, at Coloplast vurderes at have et forretningsområde i hver kategori.

Stomi:

Produktområdet stomi vurderer jeg til at være en cash cow baseret på en estimeret markedsvækst på 4-5 %, hvilket ikke er tilstrækkeligt for at kunne klassificeres som et star-produkt. Samtidig har Coloplast en høj markedsandel, hvilket medfører at Coloplast kan opnå stordriftsfordele uden større investeringer i ny kapacitet. Stomiproduktområdet genererer derfor sandsynligvis et betydeligt cash flow til Coloplast. Dette hænger fint sammen med, at stomiproduktet var Coloplast første produkt som virksomheden udviklede og satte i produktion.

Kontinens:

Coloplast har ligesom ved stomi en betydelig markedsandel på forretningsområdet kontinens.

Med baggrund i en markedsvækst på 4-6 % er produktområdet dog på kanten til at kunne klassificeres en star og ikke en cash cow.

Coloplasts vækst på 8 % ligger imidlertid et stykke over markedsvæksten og Coloplast må som situationen er pt. forventes at skulle investere i kapacitet for at opretholde en vækst på dette niveau. Jeg vurderer derfor produktområdet til at være en star.

Urologi:

Urologi vurderes til at være et question mark, idet Coloplast har en lav markedsandel samtidig med at markedet som helhed stiger med 4-6 % om året. For Coloplast kan forretningsområdet derfor udvikle sig til enten en star eller en dog. Det er derfor for tidligt, at sige om Coloplast skal fortsætte sin aktivitet indenfor forretningsområdet.

Sår- og hudpleje:

Coloplast problemer indenfor sår- og hudplejeområdet er et klassisk eksempel på hvor vanskeligt det kan være for en virksomhed at udvide sit forretningsgrundlag fra det oprindelige nichefelt til nye produktområder. Coloplast har ved at bevæge sig ind på markedet for sår- og hudpleje diversificeret sin produktportefølje, men har samtidig også sat kræfter og kapital ind på et forretningsområde, hvor der hersker en væsentlig større konkurrence end indenfor stomi- og kontinensmarkedet, der er kendetegnet ved få store udbydere.

Jeg vurderer produktet til at være en dog med baggrund i, at der er tale om et marked med lav vækst samt at Coloplast har en mindre markedsandel, hvilket gør det vanskeligt for Coloplast at skabe en tilfredsstillende rentabilitet på dette produkt. Ud fra dette er det min vurdering, at Coloplast bør afvikle forretningsområdet. Dog kan Coloplast af strategiske årsager vælge at fastholde produktet i sin portefølje i håb om bedre tider.

3.3.3. Strategi

Strategisk udgangspunkt:

Som nævnt under virksomhedspræsentationen har Coloplast siden 2009 fulgt en koncernstrategi om at alle forretningsområder og geografiske regioner skal bidrage med såvel vækst som økonomisk rentabilitet. Strategien indeholder en række målsætninger men er egentlig ikke ret operationel i forhold til hvordan Coloplast vil nå disse oplyste mål. Jeg har derfor valgt, at anvende den foregående virksomhedspræsentation og strategiske analyse til at definere hvilken strategi Coloplast har anlagt.

Overordnet findes der en række strategier som en virksomhed kan benytte sig af for at opnå succes. Ifølge Michael Porters generiske strategier,⁵⁹ skal en virksomhed vælge mellem en omkostningsførerstrategi eller en differentieringsstrategi. Idet Coloplast producerer kvalitetsprodukter baseret på et omfattende udviklingsarbejde udelukker jeg, at Coloplast følger en omkostningsførerstrategi. Coloplasts strategi ligger tættere op ad en differentieringsstrategi, idet Coloplast producerer med høj kvalitet og tilpasser sine produkter løbende til kundernes behov, hvilket kunderne er tilbøjelige til at betale en merpris for. I værdikædeanalysen fandt jeg frem til, at Coloplast besidder en række kernekompetencer og ressourcer som selskabet løbende drager fordel af i konkurrencen med andre virksomheder. Jeg vurderer derfor, at Coloplast frem for en ren differentieringsstrategi følger en ressourcebaseret strategi, hvor selskabet fokuserer på de interne ressourcer og kompetencer ud fra synspunktet om, at da omverden med dens stigende volatilitet og usikkerheder alligevel ikke kan påvirkes, så vil Coloplast i stedet fokusere på de forhold som selskabet rent faktisk kan øve indflydelse på og udnytte disse bedst muligt. Coloplasts absolutte kernekompetencer består i innovation og udvikling af kundetilpassede produkter, der fremkommer via selskabets dialog med kunderne og slutbrugerne. Disse kompetencer gør, at selskabet opnår en konkurrencefordel i forhold til konkurrenter, der ikke er så tæt på brugerne og derfor ikke kan ramme helt så præcis med behovsafdekningen. Med den høje innovationshastighed vil konkurrenter, der kopierer Coloplasts produkter endvidere risikere at produkterne er forældet, når disse når markedet, idet Coloplast som markeds- og innovationsfører løbende opdaterer og forbedrer produkterne. Kopiering af Coloplasts produkter er således en farlig strategi for en konkurrent og fordrer også at konkurrenten skal følge en omkostningsførerstrategi, hvor der konkurreres primært på prisen.

Vækststrategi:

Coloplast er markedsleder indenfor stomi- og kontinens-produktområderne, hvilket taler for at det er svært at udvikle de nuværende markeder til at opnå markant vækst via yderligere markedsandele. Sikring af en base for ny vækst er formodentlig også en af årsagerne til at Coloplast har etableret sig på nye markeder i bl.a. Sydamerika og Kina. H.I. Anshoff kalder denne vækststrategi, hvor en virksomhed søger vækst med bestående produkter på nye markeder, for intensivering via

⁵⁹ Ifølge M. Porters generiske strategier. Jf. f.eks. lægaard, J., Vest. M. "Strategi i vindervirksomheder" s. 275.

markedsudvikling. Dvs. at Coloplast søger at opnå vækst med afsæt i sin nuværende mission, kompetencer og produkter.⁶⁰

Organisk vækst eller vækst gennem opkøb:

Coloplast har gennem de seneste år været i stand til at opnå en ganske pæn organisk vækst jf. bl.a. Tabel 2, hvor Coloplasts organiske vækst ligger over markedsniveauet indenfor stomi- og kontinensområdet.

Coloplast har imidlertid et rigtigt godt grundlag for tillige, at skabe vækst via opkøb, idet selskabet aktuelt har en lav finansiell gearing samt et stort frit cash flow fra driften, hvilket gør at gæld optaget i forbindelse med et opkøb kan forrentes og afvikles over kort tid. Nedenfor i Figur 17 fremgår enkelte fakta vedrørende det finansielle fundament for Coloplast med fokus på Coloplasts lave finansielle gearing. I næste afsnit analyseres Coloplasts finansielle præstationer nærmere, hvorfor nedenstående alene har til formål overordnet, at belyse Coloplasts stærke finansielle fundament og evne for vækst via opkøb.

i mDKK	2010/11
Pengestrømme fra driften	2.205
Netto rentebærende gæld	539
Netto rentebærende gæld / EBITDA	0,2
Egenkapital / Egenkapitalandel	.478 / 49%

Figur 17 (egen tilvirkning): Coloplasts finansielle styrke

Kilde: Coloplasts Årsrapport 2010/11 s. 2

Coloplasts høje markedsandel indenfor områderne stomi og kontinens kan imidlertid sætte en stopper for opkøb grundet konkurrencemyndighedernes regler for imødegåelse af monopoldannelse.⁶¹ Fremtidige opkøb indenfor f.eks. og sår- og hudpleje området vurderes derimod ikke utænkelige set i lyset af den nuværende forholdsvis lave organiske vækst, idet området isoleret set i dag ikke er attraktivt for Coloplast med den hidtidige performance.

⁶⁰ lægaard, J., Vest. M. "Strategi i vindervirksomheder" s. 61

⁶¹ Artikel i Berlingske Business den 27. januar 2011 "Coloplast klar til opkøb for milliarder". Internet hjemmeside: <http://www.business.dk/medico/coloplast-klar-til-opkoeb-for-milliarder> 3. april 2012

3.4. Delkonklusion strategisk analyse

Nedenfor oplistes Coloplasts strategiske position i et SWOT-skema for at skabe et overblik over de væsentligste ikke-finansielle value drivers i forhold til Coloplasts evne til at skabe værdi for aktionærerne i fremtiden.

	Positive forhold	Negative forhold
Interne forhold	<u>Strengths:</u> ▪ Markedsleder indenfor kerneforretningsområder ▪ Store adgangsbarrierer ▪ Stærk innovationskultur og organisation omkring produktudvikling ▪ Udflytning af produktion til lavtlønslande er gennemført ▪ Tæt samarbejde med kunderne ▪ Finansiell styrke	<u>Weakness:</u> ▪ Svag position på markedet for sår- og hudpleje ▪ Manglende vækst indenfor sår- og hudpleje ▪ Kunderne har betydelig forhandlingsstyrke
Eksterne forhold	<u>Opportunities:</u> ▪ Stigende levealder og aldrende befolkning ▪ Stigende antal forekomster af kræft og andre livsstilssygdomme ▪ Stigende velstand i u-lande ▪ Miljø ▪ Mulighed for opkøb af konkurrenter	<u>Threats:</u> ▪ Reforme i sundhedssektorerne ▪ Stigende krav og forbrugerbeskyttelse ▪ Politisk ustabilitet ▪ Svag økonomisk udvikling i BNP ▪ Nye behandlingsmuligheder såsom Kur mod kræft eller lign. ▪ Miljø

Figur 18 (egen tilvirkning): SWOT-analyse

Coloplast har en førerposition indenfor kerneforretningsområderne stomi og kontinens, imens forretningsområderne urologi og især sår-og hudpleje er forretningsområder, der ikke bidrager positivt til Coloplasts vækst og indtjening.

Coloplast har gennem de seneste år flyttet selskabets produktion til lavtlønslande, således at langt hovedparten af selskabets produktion i dag foregår i lande med betydeligt lavere lønniveau end i Danmark. Udviklingsaktiviteterne er imidlertid bibeholdt i Danmark tæt på ledelsen i erkendelse af at udvikling af nye metoder og produkter er af afgørende strategisk betydning for opretholdelse og forbedring af Coloplasts position som global markedsleder indenfor hovedforretningsområderne.

Medico-branchen er kendetegnet ved at have få store og mange små aktører, ligesom branchen er ret fragmenteret, idet branchen dækker over mange forskellige kundesegmenter og dermed behov for vidt forskellige produkter. Aktørerne er derfor ikke alle i konkurrence med hinanden.

Coloplasts største konkurrenter er dog alle store multinationale selskaber med betydelig konkurrencekraft, finansiell styrke, etc. Medico-branchen er endvidere karakteriseret ved store indtrængningsbarrierer, der gør det vanskeligt for nye konkurrenter at komme ind på markedet og udgøre en trussel mod Coloplast. Markedet er imidlertid også kendetegnet ved, at kunderne har relativ stor forhandlingsstyrke som følge af der primært er tale om storkunder, der besidder evnen for at sondere markedet for alternativer samt sende indkøbsordrer i udbud. Bl.a. som følge af kundernes store forhandlingsstyrke er det en af Coloplasts styrker, at selskabet arbejder tæt sammen med kunderne omkring udvikling og forbedring af selskabets produkter, herigennem også skaber gode relationer til kunderne, herunder plejepersonalet via kurser og uddannelse.

De store og stigende krav til beskyttelse af svage grupper samt miljøet udgør en trussel for Coloplast, der løbende skal sikre at selskabet kan opfylde disse krav for at kunne afsætte sine produkter. Omvendt betyder kravene også, at de selskaber, der som Coloplast, opfylder kravene har en konkurrencefordel frem for potentielle konkurrenter, der ikke kan leve op til kravene. Specielt selskaber med billigt producerede kopiprodukter kan tænkes at få vanskeligt ved at opfylde krav til dokumentation, miljø, m.v.

Den stigende levealder og aldring af befolkningerne i de vestlige lande udgør et stigende marked for Coloplasts produkter ligesom den stigende velstand i udviklingslandene og i forekomsten af kræft og livsstilssygdomme generelt vil være en væsentlig driver for den fremtidige vækst. Trenden vil dog bl.a. set i lyset af den aktuelle økonomiske krise med lav BNP-vækst blive imødegået via politiske reformer i mange lande med henblik på at begrænse udgifterne til sundhedssektorerne.

En yderligere trussel kan være politisk ustabilitet på specielt de nye markeder, hvilket kan begrænse mulighederne for at udvide salg og produktion til disse lande på trods af et underliggende behov for sundhed i befolkningerne.

En væsentlig potentiel trussel mod Coloplast kan være nye behandlingsmuligheder og helt nye produkter for lindring af de sygdomme. F.eks. vil en generel forbedret behandling af kræft eller kirurgiske indgreb ved operationer i mave og tarmsystemet reducere behovet for stomier, hvilket kan medføre en drastisk ændring i Coloplasts forretningsgrundlag og dermed et betydeligt fald i indtjeningen. Coloplast har en betydelig finansiell styrke, der gør selskabet i stand til at vokse fortsat, bl.a. via fusioner og opkøb.

4. Regnskabsanalyse

I dette afsnit foretages en regnskabsanalyse af Coloplasts historiske finansielle præstationer. Regnskabsanalysen skal identificere de finansielle drivere, der historisk har haft betydning for Coloplasts finansielle præstationer med fokus på hvilke faktorer, der driver egenkapitalforrentningen samt sammenhængen mellem de finansielle value drivere.

Regnskabsanalysen danner sammen med den strategiske analyse grundlaget for budgetteringen i næste afsnit.

4.1. Anvendt regnskabspraksis og revisionspåtegning

For vurdering af de nedenfor beregnede nøgletal er det af stor betydning at der samtidig er taget stilling til hvilke regnskabsprincipper Coloplast anvender, herunder om der i analyseperioden er foretaget ændring i praksis som kan have mærkbar betydning på de beregnede nøgletal samt vurderingen heraf.

Indledningsvis konstateres, at Coloplasts årsrapporter i analyseperioden er anført med blanke revisionspåtegninger, hvor det anføres, at årsrapporten giver et retvisende billede af moderselskabets aktiver, passiver og finansielle stilling samt at resultatet af moderselskabets aktiviteter er i overensstemmelse med årsregnskabsloven og yderligere danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber. Endvidere fremgår det, at årsrapporterne er aflagt efter International Reporting Standards (IFRS).⁶² De blanke revisionspåtegninger er sammen med de anvendte regnskabsprincipper et kvalitetstempel af oplysningerne i årsrapporten, hvorfor der kan næres tillid til de angivne oplysninger.

Det næste trin er at undersøge for om der anvendes speciel regnskabspraksis eller/og om der er foretaget ændringer af praksis i løbet af analyseperioden med indvirkning på vurderingen af de officielle regnskabstal og dermed også de nedenfor beregnede nøgletal.

Ifølge årsrapporterne aflagt i analyseperioden er der hvert år foretaget enkelte ændringer i regnskabspraksis.

⁶² Årsrapporter for Coloplast i analyseperioden.

Af rapporterne fremgår dog samtidig, at ændringerne ikke har haft betydning for regnskabstallene i de aflagte rapporter. Der vurderes således ikke behov for at foretage korrektioner i regnskabstallene for at beregne sammenlignelige nøgletal i forbindelse med regnskabsanalysen.

4.2. Reformulering af årsregnskaberne

En virksomheds værdiskabelse stammer fra to separate kilder. Den ene kilder udgøres af virksomhedens driftsaktiviteter og den anden af virksomhedens finansieringsaktiviteter. I de officielle årsrapporter fremgår det ikke klart fra hvilken af disse kilder værdiskabelsen fremkommer, hvorfor det er nødvendigt at reformulere årsrapportens finansielle opgørelser.⁶³

4.2.1. Reformulering af egenkapitalen og totalindkomsten

Reformuleringen af egenkapitalen udarbejdes ikke med henblik på en opdeling i drifts- og finansieringsaktiviteter, men derimod for at klassificere posterne i to grupper, henholdsvis totalindkomsten og transaktioner med ejere. Nedenfor fremgår den reformulerede egenkapitalopgørelses hovedposter. Den fulde reformulerede egenkapitalopgørelse er vedlagt i bilag A.

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Egenkapital primo	2.804	2.398	2.290	2.850	3.452
Transaktioner med ejerne	-1.208	-880	-238	-771	-766
Dirty surplus	-36	57	-85	130	-27
Årets resultat	838	715	883	1.243	1.819
Totalindkomst	802	772	798	1.373	1.792
Egenkapital ultimo	2.398	2.290	2.850	3.452	4.478

Tabel 4 (egen tilvirkning): Reformulering af egenkapitalen

Kilde: Årsrapporter for de pågældende år

Det fremgår, at totalindkomsten fremkommer som årets resultat fra resultatopgørelsen med tillæg eller fradrag for posterne ført direkte på egenkapitalen, hvilket ovenfor benævnes som dirty surplus. Dirty surplus udgøres i Coloplasts tilfælde primært af diverse kursreguleringer på valuta- og rentepositioner. Det ses at Coloplasts dirty surplus poster er forholdsvis beskedne i forhold til den samlede totalindkomst. Ovenstående reformulering bygger på følgende ligning:

⁶³ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.18

$$\text{Egenkapitalultimo} = \text{EgenkapitalPrimo} +/\text{- Totalindkomst} +/\text{- Transaktioner med ejerne}$$

Ligning 1: Egenkapital ultimo

Identifikation af totalindkomsten er vigtig i forhold til den efterfølgende rentabilitetsanalyse, idet det er selskabets totale værdiskabelse, der skal vurderes, da det ikke kun er den værdiskabelse som Coloplast indtægtsfører i resultatopgørelsen, der skaber værdi for aktionærerne.

Transaktioner med ejere vedrører betalt udbytte samt tilbagekøb af egne aktier. Det fremgår, at ejerne netto har modtaget flere midler end disse har indskudt i perioden.

4.2.2. Reformulering af balancen

Reformuleringen af balancen har til formål at opdele selskabets aktiver og passiver i driftsrelaterede henholdsvis finansielle poster. De driftsrelaterede poster vedrører de aktiver og passiver, der er direkte henførbare til driftsaktiviteterne imens de finansielle poster er de poster, der bidrager til at sikre og vedligeholde driftsaktiviteterne. Nedenfor fremgår den reformulerede balance for Coloplast i hovedtal. Den fulde reformulerede balance er vedlagt i bilag B.

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Driftsaktiver	7.517	7.829	7.377	7.343	7.383
Driftsforpligtelser	2.253	2.420	2.624	2.596	2.646
Netto Driftsaktiver (NDA)	5.264	5.409	4.753	4.747	4.737
Egenkapital (EK)	2.400	2.291	2.850	3.452	4.478
Finansielle forpligtelser	3.097	3.270	2.489	1.723	2.094
Finansielle aktiver	233	152	586	428	1.835
Netto Finansielle forpligtelser (NFF)	2.864	3.118	1.903	1.295	259
EK + NFF = NDA	5.264	5.409	4.753	4.747	4.737

Tabel 5 (egen tilvirkning): Reformulering af balancen

Kilde: Årsrapporter for de pågældende år

Hvorvidt den officielle balances poster skal re-klassificeres som drifts- eller finansielle poster er for de fleste posters vedkommende relativt enkelt. Der er imidlertid enkelte poster, hvor der kan opstå usikkerhed omkring klassificeringen. I den ovenstående reformulerede balance er der f.eks. afsat finansielle aktiver i form af likvider til driftsformål ud fra den tanke, at Coloplast til enhver tid skal være i besiddelse af et minimum af likvider for opretholdelse af going concern. I den reformulerede balance er der således afsat likvider til driftsformål svarende til 0,5% af selskabets årlige omsætning. Idet der sker en reformulering af et finansielt aktiv til et driftsaktiv øges NDA mod

samtidig reduktion i NFF, hvilket har betydning for nøgletalsberegningerne efterfølgende. I dette tilfælde er den nominelle størrelse af likvider hensat til driften dog ganske beskeden. Kapitalandele er klassificeret som driftsaktiver under antagelse om at disse er anskaffet med langsigtet formål for øje, hvorimod værdipapirer er klassificeret som finansielt aktiv på linje med hovedparten af de likvide midler.

4.2.3. Reformulering af resultatopgørelsen

Den reformulerede resultatopgørelse har samme formål som den reformulerede balance, at opdele regnskabsposterne i forhold til om disse relateres til driften eller finansieringen af Coloplast. Nedenfor fremgår hovedposterne fra den reformulerede resultatopgørelse. Den fulde reformulerede resultatopgørelse er vedlagt i bilag C.

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	8.042	8.463	8.820	9.537	10.172
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	663	801	1.032	1.529	1.897
Andet driftsoverskud (efter skat)	289	-85	-15	-49	14
Dirty surplus poster (efter skat)	-36	57	-85	130	-27
Samlet driftsoverskud (efter skat)	916	773	932	1.611	1.884
Nettofinansielle omkostninger (efter skat)	-114	-1	-134	-238	-92
Samlet totalindkomst	802	772	798	1.373	1.792

Tabel 6 (egen tilvirkning): Reformulering af resultatopgørelsen

Kilde: Årsrapporter for de pågældende år

Det fremgår, at den reformulerede resultatopgørelse er opgjort på totalindkomstbasis, idet den indeholder dirty surplus posterne fra den reformulerede egenkapitalopgørelse. Totalindkomsten fremkommer således:

Totalindkomst = Samlet driftsoverskud +/- Nettofinansielle omkostninger +/- Dirty Surplus poster

Ligning 2: Totalindkomsten

Samlet driftsoverskud efter skat benævnes også NOPAT⁶⁴ (netto driftsoverskud efter skat). NOPAT er et vigtigt begreb i analyseøjemed, idet NOPAT er udgør det rene driftsmæssige overskud efter skat vedrørende driften alene er fratrasket. NOPAT indeholder derfor meget information for analytiker omkring virksomhedens basale drift og rentabilitet.

⁶⁴ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.197

Det bemærkes i øvrigt, at hver enkelt overskudskomponent jf. ligningen ovenfor er på efter skat basis, idet der er foretaget allokering af den rapporterede skatteomkostning. Allokeringen af skatteomkostningen på de enkelte overskudskomponenter har til formål at eliminere effekten fra skatteskjoldet, således at nøgletalsberegningerne ved f.eks. rentabilitetsanalysen ikke påvirkes af virksomhedens kapitalstruktur, jf. bilag C for beregning af skatteallokering.

4.2.4. Finansiering og likviditet

Budgetteringen af det frie cash flow (FCF) er ved brug af DCF-modellen en afgørende faktor for bestemmelse af værdien af Coloplasts egenkapital, idet det netop er det frie cash flow der skal tilbagediskonteres til nutidsværdi. Umiddelbart kunne man derfor mene, at analyse af den historiske pengestrømsopgørelse tillige vil være afgørende for den fremtidige budgettering af pengestrømme. Reformulering af pengestrømsopgørelsen, er imidlertid ikke nødvendig såfremt reformuleringerne af henholdsvis resultatopgørelsen og balancen er foretaget korrekt og på totalindkomstbasis, idet FCF i så fald kan beregnes via én af følgende to formler:

Ligning 3: Frit cash flow

Kilde: Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.228

$$\text{FCF} = \text{DO} - \text{ændring i NDA}$$

eller

$$\text{FCF} = \text{NFO} - \text{ændring i NFF} + d$$

(NFF = nettofinansielle forpligtelser og d = dividende)

Nedenfor er det frie cash flow for analyseperioden beregnet med hjælp af ovenstående to formler:

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
FCF = DO - ændring i NDA		628	1.589	1.617	1.894
FCF = NFO - ændring i NFF + d - ændring i min.		628	1.589	1.617	1.894

Tabel 7: Beregning af det frie cash flow

Det fremgår, at begge beregningsmetoder giver det samme resultat, hvilket viser at reformuleringen af egenkapitalen er korrekt og opgjort på totalindkomstbasis. Af tallene ses tillige, at det frie cash flow stiger markant i analyseperioden. Baggrunden for denne udvikling analyses nærmere nedenfor.

4.3. Analyse af rentabilitet

Til analyse af Coloplasts rentabilitet anvendes den udvidede Du-Pont pyramide. Modellen tager sit udgangspunkt i egenkapitalens forrentning (ROE) og arbejder sig dernæst videre ned i de underliggende finansielle value drivers for en nærmere forklaring af udviklingen og niveauet for ROE.

Som det fremgik af Figur 4 i kapitel 1 består pyramiden af tre niveauer. I det følgende foretages en systematisk analyse af de tre niveauer for identifikation af forklaringsvariable for udviklingen i Coloplasts rentabilitet (ROE).

Forklaring af analyseniveauer:

Niveau 1: Analyse af driftsaktivitet og finansiell gearing.

Niveau 2: Dekomponering af afkastningsgraden.

Niveau 3: Analyse af de underliggende finansielle value drivers for ROIC.

4.3.1. ROE

ROE (return on equity) er det overordnede nøgletal, når Coloplasts rentabilitet skal vurderes. Nedenfor er ROE alene beregnet for analyseperiodens seneste fire år, idet alle nøgletalsberegninger, der involverer balancen er foretaget på baggrund af et gennemsnit af primo henholdsvis ultimo balanceværdier.

Nøgletal:	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
ROE = Totalindkomst / Gns. Egenkapital	N/A	33,10%	31,32%	43,99%	45,56%

Tabel 8: Beregning af ROE på baggrund af totalindkomsten

Det ses at Coloplast i analyseperiodens seneste 4 år realiserer en høj ROE samt at ROE generelt har været stigende i perioden. Nedenfor analyseres årsagerne til det høje niveau og den stigende udvikling nøjere.

4.3.1.1. Niveau 1: Analyse af driftsaktivitet og finansiel gearing

ROE viser den samlede rentabilitet af Coloplasts aktiviteter, dvs. rentabiliteten vedrørende både de driftsrelaterede og de finansielle aktiviteter. Nedenfor er yderligere en række nøgletal beregnet med henblik på yderligere forklaring af ROE.

Nøgletal niveau 1:	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
ROIC = DO efter skat / Gns. NDA	N/A	14,49%	18,35%	33,91%	39,73%
FGEAR = Gns. Netto FF / Gns. EK	N/A	1,28	0,99	0,51	0,20
r = Netto FO / Gns netto FF	N/A	0,05%	5,35%	14,86%	11,81%
SPREAD = ROIC - r	N/A	14,44%	13,00%	19,05%	27,91%

Tabel 9: Beregnede nøgletal for niveau

Den første nedbrydning af ROE deler rentabilitetsmålingen op i de to nævnte overordnede aktiviteter, drifts- og finansieringsaktiviteten.

Driftsaktivitet:

Først beregnes ROIC (return on invested capital), der angiver niveauet og udviklingen i driftsafkastet af den investerede kapital (NDA) for analyseperioden. Af tabellen ses, at ROIC i begyndelsen af perioden er på et lavt niveau sammenlignet med ROE for dernæst at stige markant fra 2008/09 til 2010/11. Det vil med andre ord sige, at Coloplast i analyseperioden har været i stand til at øge rentabiliteten fra selskabets driftsaktiviteter. Som vi skal se nedenfor under niveau 2 kan dette skyldes en øget overskudsgrad, en øget omsætningshastighed på nettodriftsaktiverne eller en kombination af begge disse faktorer.

Finansielle aktiviteter og finansiel gearing:

Samtidig med at nedbrydningen af ROE i drifts- og finansielle aktiviteter adskilles også effekten af den finansielle gearing, der kan anvendes til at øge eller reducere ROE ved brug af finansielle forpligtelser. Hvorvidt den finansielle gearing øger eller reducere ROE afhænger af om Coloplasts lånerente, benævnt ved r, er højere eller lavere end ROIC, idet det gælder at

$$\text{ROE} = \text{ROIC} + (\text{FGEAR} \times (\text{ROIC} - \text{R}))$$

Ligning 4: Sammenhængen mellem ROE - ROIC og den finansielle gearing

Af tabel 6 ovenfor fremgår, at ROIC i hele periode overstiger r (positivt SPREAD), hvilket tilsiger at Coloplast kan øge ROE ved at øge den finansielle gearing udtrykt ved FGEAR. Til trods for dette ses, at FGEAR er faldende i perioden, hvilket skyldes at det stigende overskud anvendes til at nedbringe de nettofinansielle forpligtelser (NFF). Den faldende finansielle gearing forklarer samtidig, hvorfor ROE ikke stiger i samme takt som ROIC. I relation til det beregnede r ovenfor tyder resultaterne af beregningerne på, herunder de store udsving, at den beregnede r ikke kan siges at være et særligt godt udtryk for Coloplasts låneomkostninger. Coloplast vurderes således umiddelbart at kunne finansiere sin gæld billigere end til f.eks. 12-14 % som udgør r i enkelte år i analyseperioden. Årsagen til de svingende finansielle nettoomkostninger skal endvidere ses i lyset af, at posten jf. årsrapporterne for perioden indeholder diverse kursreguleringer, hvormed en høj r det ene år kan være afløst af en meget lav r det andet år. Beregnes gennemsnittet af r for perioden udgør denne således ca. 6 %, hvilket er mere på niveau med det forventede for en virksomhed som Coloplast, om end fortsat i den højere ende.

4.3.1.2. Niveau 2: Dekomponering af afkastningsgraden

Det fremgik ovenfor, at ROIC udgør en værdidriver for ROE. På niveau 2 i analysemodellen undersøges hvilke drivere der ligger bagved ROIC, idet der gælder at

$$\text{ROIC} = \text{OG} \times \text{AOH}$$

Ligning 5: ROIC

Ud fra ligningen ses, at ROIC udgøres af sammenhængen mellem overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Nedenfor er de to drivere for ROIC beregnet for perioden:

Nøgletal niveau 2:	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
OG = DO efter skat / nettoomsætning	N/A	9,14%	10,57%	16,89%	18,52%
AOH = nettoomsætning / Gns. NDA	N/A	1,59	1,74	2,01	2,15

Ligning 6: Beregnede nøgletal for niveau 2

Af tabellen fremgår det interessante, at Coloplast i perioden uden undtagelse har været i stand til at øge såvel overskudsgraden såvel som aktivernes omsætningshastighed. Dette medfører at ROIC i samme periode tilsvarende vil være stigende og at ROE endvidere som følge af det positive spread ($\text{ROIC} - r$) også vil stige i perioden afhængigt af størrelsen af spread og FGEAR.

Fremgangen i ROE skyldes derfor både en øget overskudsgrad, en øget omsætningshastighed på NDA og et positivt spread. I forbindelse med udviklingen i overskudsgraden er det værd at bemærke sig at stigningen finder sted i takt med at produktionen udflyttes til Ungarn og Kina jf. Figur 14 i den strategiske analyse. Udviklingen i overskudsgraden viser således at det via flytning af produktionsfaciliteterne til lavtlønslande har været muligt at forbedre indtjeningsevnen ganske markant.

Det interessante i forbindelse med ovenstående nøgletal er, at kapitalintensive virksomheder som Coloplast og andre medico-selskaber ofte har en lav omsætningshastighed på nettodriftsaktiverne som følge af betydelige investeringer i driftskapitalen. I stedet realiserer de kapitalintensive selskaber ofte høje overskudsgrader for derved samlet at kunne opnå en tilfredsstillende rentabilitet (ROE). Ole Sørensen⁶⁵ nævner, at medianen for OG henholdsvis AOH for selskaber med handel af sundhedsartikler udgør 5,9 % henholdsvis 2,2 i beregnet i perioden 1985 -2005.

I Coloplasts tilfælde realiserer selskabet både høje og stigende overskudsgrader, der ligger væsentligt over branche gennemsnittet samtidig med, at det er lykkedes at øge omsætningshastigheden med ca. 35 %, så denne nu ligger på niveau med medianen for branchen. Coloplast har således været i stand til at øge ROIC ved at binde færre nettodriftsaktiver i forhold til den realiserede omsætning samtidig med at selskabet har forbedret indtægtsomkostningstilpasningen (OG) i perioden.

4.3.1.3. Niveau 3: Analyse af de underliggende finansielle value drivers for ROIC

Nedenfor undersøges nærmere, hvilke aktiviteter, der har medført stigende overskudsgrader samt hvilke balanceposter, der primært har været drivere for den stigende omsætningshastighed. Afsnittet leder efterfølgende over i en trendanalyse af Coloplasts væsentligste regnskabsposter i analyseperioden, hvilken yderligere forklarer udviklingen i nøgletallene nedenfor i Tabel 10.

⁶⁵ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 263

Nøgletal niveau 3 :	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
OG fra salg = OG salg efter skat/Omsætning	N/A	9,47%	11,70%	16,04%	18,65%
OG øvrige poster= Øvrigt overskud/Omsætning	N/A	-0,33%	-1,13%	0,85%	-0,13%
AOH net working cap. = Omsætning / NWC	N/A	3,77	3,94	4,45	4,48
AOH lange NDA = Omsætning / Lange NDA	N/A	1,28	1,41	1,77	2,00
Sammensætning af r:					
(FF/NFFxFO efter skat/FF) -	N/A	4,89%	7,12%	15,69%	16,29%
(FA/NFFxFI efter skat/FA)	N/A	4,84%	1,77%	0,83%	4,48%

Tabel 10: Beregnede nøgletal for niveau 3

Det fremgår ad tabellen, at det er overskudsgraden fra salget, der har medført en samlet stigning i overskudsgraden fra driften, idet overskudsgraden på øvrige poster stort set er på uændret niveau i perioden. Dette vurderes positivt i forhold til at det er i den primære aktivitet, der således kan spores en forbedring.

Med hensyn til nettodriftsaktivernes omsætningshastighed ses, at der både sker en bedre udnyttelse af de korte nettodriftsaktiver (også kaldet netto-arbejdskapitalen) samt de lange nettodriftsaktiver i form af produktionsmateriel og udstyr. Dette hænger i øvrigt fint sammen med Ian Christensens oplysning om, at en fabriksetablering i Kina kan foretages for ca. mDKK 100.⁶⁶ Den relativt lave investeringssum gør således, at der for få investerede midler kan genereres betydelig aktivitet, hvilket medfører en øget omsætningshastighed på de lange nettodriftsaktiver. Pengebindingerne i varelager og debitorer forbedres ikke i helt samme grad om end der også ses en vis forbedring.

Det ses endvidere, at omkostningerne vedrørende de finansielle forpligtelser i % er højere end de tilsvarende finansielle indtægter, hvormed der udgør en nettofinansiell omkostning.

4.4. Trendanalyse

Nedenfor er beregnet en række indekstal med henblik på at vurdere de seneste års udviklingstendenser for udvalgte vigtige value drivers. Formålet med analysen er, at underbygge årsagerne til den realiserede udvikling i ovenstående beregnede rentabilitetsnøgletal samt at lede frem til det følgende afsnit, hvor der udfærdiges et budget til brug for værdiansættelsen.

⁶⁶ Ian Christensen (IR-chef hos Coloplast) udtalelse ved virksomhedspræsentation på CBS

indekstal(2006/07=100)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Omsætning i alt	8.042	105	110	119	126
<i>Omsætning Stomi</i>	<i>3.474</i>	<i>103</i>	<i>104</i>	<i>114</i>	<i>123</i>
<i>Omsætning kontinens og urologi (1)</i>	<i>3.310</i>	<i>104</i>	<i>112</i>	<i>123</i>	<i>133</i>
<i>Omsætning sår- og hudpleje</i>	<i>1.258</i>	<i>115</i>	<i>119</i>	<i>122</i>	<i>120</i>
Driftsomkostninger afholdt for at skabe salg	7.051	104	105	106	108
DO salg efter skat	663	121	156	231	286
DO samlet efter skat	916	84	102	176	206
Nettodriftsaktiver (NDA)	5.264	103	90	90	90
Nettofinansielle forpligtelser (NFF)	2.864	109	66	45	9

Tabel 11: Indekstal

Note 1) Forretningsområderne kontinens og urologi er lagt sammen, idet der ikke er specificeret omsætningstal for de to separate områder i perioden 2006/07 til 2008/09.

Det fremgår, at Coloplast har øget sin omsætning hvert år svarende til en samlet fremgang på 26 % over perioden. Samtidig er de samlede driftsomkostninger henført til salg alene steget med 8 %, hvilket samlet set bidrager med markant stigende driftsoverskud og overskudsgrad, jf. ovenfor. Således næsten tredobles Coloplasts overskud fra salg i perioden. Det fremgår tillige, at omsætningsstigningen sker over hele produktlinjen med kontinens og urologi som de væsentligste vækstdrivere og sår-og hudpleje som det forretningsområde, der over perioden har genereret den laveste vækst. Bemærk, at der ikke fremgår indekstal for driftsomkostninger på de enkelte forretningsområder, da dette ikke offentliggøres af Coloplast. Det er derfor heller ikke muligt, at vurdere rentabiliteten på produktniveau.

Samtidig med den meget betydelige stigning i omsætning er Coloplast i stand til at reducere deres pengebindinger i nettodriftsaktiver der falder med 10 % i perioden, hvilket sammen med den stigende omsætning udgør driveren bagved den øgede omsætningshastighed på nettodriftsaktiverne. Samtidig reduceres de nettofinansielle forpligtelser som følge af de stigende overskud anvendes til nedbringelse af gæld.

4.5. Analyse af vækst og permanente overskud

I dette afsnit analyseres Coloplasts evne til at skabe vækst samt hvorvidt væksten kan siges at være stabil og af tilbagevendende karakter. Analysen skal danne grundlag for budgetteringen i næste afsnit, der primært skal baseres på den basale udvikling i de finansielle value drivers.

4.5.1. Permanente overskud

Af Tabel 10 ovenfor fremgik det, at Coloplasts stigende overskudsgrad er drevet af omsætningen fra salg er steget mere end omkostningerne afholdt for at skabe salget. Dette vurderes positivt, idet overskud fra salg i højere grad vurderes at være af tilbagevendende karakter sammenlignet med andre former for overskud som f.eks. opstår ved salg af materielle aktiver eller andre former for engangsindtægter. Af trendanalysen fremgik, at Coloplast i perioden var i stand til at øge omsætningen med 286% mod samtidig at begrænse stigningen i omkostninger henført til salget til 20%.

Erindres den reformulerede resultatopgørelse fremgik det, at andet driftsoverskud i alt udgjorde mDKK 289 i 2006/07. Analyseres underposterne hertil nærmere ses, at Coloplast indtægtsfører en gevinst fra salg af driftsaktiviteter på mDKK 468. Dette er en engangsindtægt, der ikke vurderes at være af tilbagevendende karakter, hvorfor denne ikke bør få indflydelse på min senere budgettering.

Samtidig ses af den reformulerede resultatopgørelse, at Coloplast udover engangsindtægt fra salg af aktivitet tillige har indtægter og omkostninger hidrørende fra andet end de primære aktiviteter fra salg. Disse poster er muligvis tilbagevendende, men det er ganske vanskeligt at forudsige hvordan disse poster forventes at udvikle sig fremover og derfor – ligesom de ikke tilbagevendende poster – vanskelige at budgettere med en tilfredsstillende grad af pålidelighed. I Coloplasts tilfælde oplyses ikke hvorfra andre driftsindtægter/-omkostninger stammer. Af den reformulerede resultatopgørelse fremgår endvidere posten “dirty surplus”, der i vid udstrækning udgøres af værdireguleringer af derivater og valutapositioner, der ej heller skønnes budgetterbare for en længere periode. Dirty surplus poster indgår derfor heller ikke som permanent overskud.

Tilbage som permanent overskud står derfor alene overskuddet fra Coloplasts salgsaktiviteter indenfor selskabets primære aktivitetsområde (også kaldet kerneaktivitet). Det er således alene kerneaktiviteten der budgetteres i det næste afsnit.

4.5.2. Selvfinansieret vækst

I forbindelse med vækstanalysen er det vigtigt, at vurdere om Coloplast selv er i stand til at finansiere sin vækst via pengestrømmene fra sine driftsaktiviteter, da Coloplast for at kunne finansiere en vækstrate, der overstiger den beregnede selvfinansierede vækstrate enten må udstede nye aktier og/eller gæld eller i sidste ende gøre tiltag for at reducere vækstraten.

Disse tiltag vil alle have effekt på værdiansættelsen af selskabets egenkapital.

Vækstnøgletal:	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Salgsvækstrate = Ændring i omsætning / Sidste års omsætning	N/A	5%	4%	8%	7%
Vækst i driftsoverskud = Ændring i driftsoverskud efter skat / sidste års driftsoverskud efter skat	N/A	-16%	21%	73%	17%
Vækst i NDA = Ændring i NDA / NDA primo	N/A	3%	-12%	0%	0%
Vækst i egenkapital = Ændring i egenkapital / Egenkapital primo	N/A	-5%	24%	21%	30%
Selvfinansieret vækstrate = ROE x tilvækst i egenkapital (udbytte + aktietilbagekøb / totalindkomst) x 1-effektiv skattesats	N/A	-3,32%	15,90%	14,14%	19,15%

Tabel 12: Vækst nøgletal / selvfinansieret vækst

Af tabellen ses at Coloplast på nær 2007/08 realiserer en selvfinansieringsrate der er højere end de vækstrater selskabet præsterer. Coloplast har således bortset fra 2007/08 selvfinansieret sin vækst i perioden. Det bemærkes, at Coloplast herudover har haft muligheden for at nedbringe udbyttebetalingen og størrelsen af tilbagekøb af egne aktier såfremt selskabets selvfinansieringsrate var kommet under pres og selskabet i øvrigt ikke ville optaget gæld. Dette vurderes som en nyttig oplysning i forbindelse med budgettering af Coloplasts fremtidige kapitalstruktur i næste kapitel.

4.6. Analyse af risiko

Ovenstående rentabilitets – og vækstanalyse fortæller hvordan udviklingen har været i de seneste 4-5 år samt hvilke finansielle drivere, der har ligget til grund for denne udvikling. Spørgsmålet i relation til budgetteringen er nu om denne udvikling kan forventes at fortsætte. Dette analyseres nærmere i budgetafsnittet nedenfor. Dette afsnit har alene til formål, at analysere hvilke risici Coloplast er udsat for i relation til de observerede niveau- og udviklingstendenser i rentabilitets- og vækstanalysen.

4.6.1. Driftsmæssig risiko

Risiko kan overordnet deles op i en driftsrelateret henholdsvis finansiell risiko. Den driftsmæssige risiko omfatter analyse af risikoen på OG, AOH, DGEAR.

Risiko på overskudsgraden (OG):

Overskudsgraden vedrører forholdet mellem salget og omkostninger til salg. Af rentabilitets- og vækstanalysen fremgik, at Coloplast havde realiseret en markant fremgang i overskudsgraden fra såvel salg som den totale drift i perioden samt at fremgangen var baseret på en forbedret omkostningstilpasning som følge af udflytning til lavtlønslandene Kina og Ungarn.

Risikoen består herved i om Coloplast kan fastholde eller forbedre denne indtægts-omkostningstilpasning yderligere eller om omkostningerne kan tænkes at komme under pres. Tidligere er det set, at lande som oprindeligt blev betragtet som lavtlønslande med tiden opnår højere lønniveauer efterhånden som landene udvikles og befolkningerne opnår en højere levestandard. Taiwan og flere af de sydeuropæiske lande er eksempler herpå. Denne risiko eksisterer også for Coloplast, der som tidligere beskrevet producerer i primært Ungarn og Kina. Hertil skal bemærkes, at Coloplast selv ejer sine fabrikker i de to lande, hvilket besværliggør en eventuelt ny udflytning til nye lande med endnu lavere lønninger. Sammenlignes med et multinationalt selskab som NIKE, der ligesom Coloplast også får en del af sine produkter produceret i Kina, så bemærkes at NIKE ikke selv ejer produktionsfaciliteterne, men anvender lokale underleverandører. NIKE kan således hurtigt skifte produktionssted såfremt omkostningsniveauet stiger for meget.⁶⁷ Hertil bemærkes, at lønningerne for byerhvervene i Kina steg 75% i perioden 1997 til 2004.⁶⁸ Det vurderes derfor, at der med tiden vil komme et vist pres på omkostningerne i form af stigende lønninger i Ungarn og Kina, hvilket vil reducere Coloplasts overskudsgrad alt andet lige.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Risikoen ved AOH ligger i om Coloplast er i stand til at tilpasse nettodriftsaktiverne til salget. Dette er sket på tilfredsstillende vis i analyseperioden således, at AOH nu er på niveau med branchegennemsnittet.⁶⁹ Umiddelbart vurderes udviklingen primært at være forårsaget af udflytningen, hvor det har været muligt at etablere produktionsfaciliteter og reinvestere til lavere investeringssummer end tilfældet har været tidligere i Danmark. Det vurderes derfor ikke umiddelbart som en realistisk mulighed at øge omsætningshastigheden yderligere.

Driftsmæssig gearing

Risikoen på den driftsmæssig gearing udgøres af en eventuel reduktion af driftsforpligtelser i forhold til driftsaktiverne, hvilket vil resultere i stigende nettodriftsaktiver, der skal forrentes (ROIC).

⁶⁷ Interview med Naomi Klein i Nynatur. Internet hjemmeside:
http://www.nynatur.dk/artikler/artikel_tekster/naomi_klein.html 21.april 2012

⁶⁸ Artikel på LO's internet hjemmeside: <http://www.lo.dk/Tema/TemaArkiv/2005/Globalisering-setfraKina/KinesiskarbejdsmarkedsforskerLavloni30arendnu.aspx> 21.april 2012

⁶⁹ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 263

Umiddelbart vurderes denne risiko som lav med baggrund i den historiske trend, der viser faldende niveau i NDA til et stabilt niveau. Samtidig vurderes varekreditorer m.fl. fortsat at være villige til at yde kredit med baggrund i de stærke finansielle nøgletal.

4.6.2. Finansiell risiko

Den finansielle risiko udgøres af FGEAR og SPREAD.

Finansielle gearing (FGEAR)

FGEAR har i analyseperioden været faldende til et minimumsniveau. Risikoen på en yderligere faldende FGEAR er således meget beskeden, idet det vurderes at en reduceret finansiell gearing har været en del af Coloplasts strategi. Et yderligere fald i FGEAR vil med baggrund i det i forvejen lave niveau ikke medføre nogen betydelig påvirkning på ROE.

SPREAD

SPREAD udgøres af forskellen mellem ROIC og r. Med baggrund i den lave finansielle gearing samt det høje ROE og ROIC vurderes risikoen for stigende r ikke at være særlig stor.

4.7. Delkonklusion regnskabsanalyse

Ved læsning af de officielle årsrapporter fremgik, at der ikke var foretaget ændringer af væsentlig betydning for forståelsen og for sammenligning af årene i analyseperioden. Efterfølgende blev de finansielle opgørelser reformuleret i drifts- henholdsvis finansielle aktiviteter med henblik på en analyse af hvorfra Coloplasts værdiskabelse kommer.

Af den efterfølgende rentabilitetsanalyse fremgik, at ROE i hele analyseperioden ligger på et højt niveau og fra 2008/09 til 2010/11 endda stiger markant. Ved analyse af de underliggende finansielle drivere blev årsagen til udviklingen i ROE afdækket, idet det her fremgik, at ROIC i perioden steg som følge af både en stigende overskudsgrad, på især salget såvel, som øgede omsætningshastigheder på primært de langfristede nettodriftsaktiver (produktionsudstyr og lignende) og sekundært på de kortfristede nettodriftsaktiver (driftskapitalen).

Det fremgik samtidig, at udviklingen i ROIC blev modgået af en faldende finansiell gearing, der i perioden blev væsentligt reduceret som følge af faldende nettofinansielle forpligtelser, hvormed Coloplast ikke opnår positiv effekt af den positive forskel mellem ROIC og r.

Såfremt Coloplast havde bibeholdt den finansielle gearing på et højere niveau ville ROE havde været endnu højere i analyseperioden.

Af trend- og vækstanalysen fremgik, at Coloplast har øget sin omsætning med samlet 26 % for perioden, hvilket primært skyldes stigende salg indenfor produktområderne kontinens og urologi samt stomi, hvorimod sår- og hudplejeområdet realiserede en lidt lavere væksthastighed. Samtidig viste sår- og hudplejeområdet en faldende trend i salgsudviklingen sidst i perioden. Trods den betydelige omsætningsfremgang steg driftsomkostningerne kun med 8 % i perioden, hvilket udgør årsagen til den stigende overskudsgrad. Samtidig med at Coloplast var i stand til at begrænse stigningen i driftsomkostningerne var selskabet også i stand til at reducere nettodriftsaktiverne med 10%, hvilket sammen med den stigende omsætning udgjorde forklaringen for den øgede omsætningshastighed i perioden.

Det konkluderes endvidere, at de permanente overskud skal estimeres ud fra Coloplasts primære aktiviteter indenfor salg af stomi, kontinens, urologi samt sår- og hudpleje, idet øvrige indtægter og omkostninger kan betragtes som enten ikke tilbagevendende eller i øvrigt har en karakter, der gør det vanskeligt at budgettere disse med rimelig pålidelighed.

I analyseperioden har Coloplast via den stærke indtjeningsfremgang været i stand til at selvfinansiere selskabets vækst. Således lå den selvfinansierede vækstrate over den reelle vækstrate i fire af de fem år.

Med hensyn til risici på de finansielle value drivers udgør risikoen på overskudsgraden umiddelbart den største risikofaktor, idet det vurderes sandsynligt, at der på lidt længere sigt vil opstå pres på lønninger m.v. i Kina og Ungarn.

Derimod vurderes den finansielle risiko som værende meget beskeden qua den lave finansielle gearing.

5. Budgettering og værdiansættelse

I dette afsnit redegøres for budgetforudsætningerne med baggrund i den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Endvidere diskuteres og fastsættes budgetperiodens længde samt de anvendte kapitalomkostninger. Afslutningsvis estimeres Coloplasts egenkapitalværdi ved hjælp af valgte værdiansættelsesmodeller på baggrund af de opstillede budgetter og kapitalomkostningerne for Coloplast. Værdiansættelsen suppleres med en følsomhedsanalyse af base casens budgetforudsætninger samt sammenligning af Coloplasts egenkapitalværdi ved brug af den relative metode (multipelanalyse) for verificering og vurdering af værdiestimatets validitet og robusthed mod ændrede budgetforudsætninger.

5.1. Længden af den eksplicite budgetperiode

I teorien baseres DCF-modellen på tilbagediskontering af det frie cash flow i al uendelighed. Da det ikke giver mening, at udarbejde budgetter for en virksomhed i et uendeligt antal år antages i stedet, at virksomhedens vækstrater og øvrige finansielle value drivers på et tidspunkt når et punkt, hvor disse stabiliseres, hvilket benævnes steady state. Steady state indtræffer når Coloplasts konkurrencemæssige fordele er udtømt og selskabets rentabilitet svarer til kapitalomkostningerne ($ROIC = WACC$) eller lavere for den sags skyld.⁷⁰

Betingelser for steady state:⁷¹

1. Væksten i salget når en konstant langsigtet vækstrate.
2. Overskudsgraden forbliver konstant, hvilket sikrer sammenhængen mellem salg og driftsomkostninger.
3. Aktivernes omsætningshastighed forbliver konstant, hvilket sikrer at NDA vokser eller falder i samme takt som salget.
4. Konstant FGEAR, hvilket sikrer at NFF vokser i samme takt som salget. Se i øvrigt nedenfor under estimering af target kapitalstruktur for Coloplast.

Ved overholdelse af nævnte fire betingelser sikres, at det frie cash flow til kapitalindskyderne (FCFF) vokser med en konstant rate, der er den ultimative forudsætning for at steady state- niveauet er nået.

⁷⁰ Copeland, Koller, Murrin. "Valuation, measuring and managing the value of companies" s. 235

⁷¹ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.315

Det første der således skal tages stilling til er hvor lang den eksplicitte budgetperiode skal være før end steady state- niveauet nås. Til dette formål anvendes følgende model:

Længde af eksplicit budgetperiode		Vækstudsigter for branchen		
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
Virksomhedsspecifik konkurrencefordel	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, på kort og langt sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 19: Model for fastlæggelse af eksplicit budgetperiode

Kilde: Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.318

Af Porters Five Forces i den strategiske analyse fremgik, at branchen kan karakteriseres ved at være fragmenteret med mange små virksomheder og nogle få store aktører som f.eks. de multinationale selskaber Johnson & Johnson, Medtronic, General Electric, Siemens, etc. Samtidig vurderes vækstudsigterne som værende medium hovedsageligt med baggrund i to overordnet modsatrettede tendenser. På positivsiden vægter bl.a. et forventet stigende kundegrundlag som følge af en aldrende befolkning, krav til bedre levevis trods sygdom samt nye muligheder på emerging markets. På negativsiden vægter derimod krav om offentlige besparelser via sundhedsreformer m.v. Coloplast vurderes samtidig på baggrund af selskabets markedsførerposition på i hvert fald to ud af fire af de primære produktområder, en dygtig F&U afdeling samt via udflytning af produktion til lavtlønsområder, at besidde en konkurrencefordel i hvert fald på kort til mellemlangt sigt, hvilket i øvrigt underbygges af en realiseret overskudsgrad de seneste år, der ligger over det gennemsnitlige niveau for medico-branchen som helhed. Med baggrund i disse overordnede vurderinger fastsættes den eksplicitte budgetperiode derfor til 15 år. Den eksplicitte budgetperiode opdeles i to overordnede perioder af hver 7-8 år. Den første periode fra år 1-7 bygger i vid udstrækning på de seneste års trends i de finansielle value drivers. I perioden 8-15 år foretages en løbende tilpasning af budgetposterne hen imod steady state niveauet, der opnås i år 15. Sidstnævnte budgetperiode baseres i vid udstrækning på den strategiske analyse.⁷²

⁷² Copeland, Koller, Murrin. "Valuation, measuring and managing the value of companies" s. 234

5.2. Værdidrivere og budgetforudsætninger

I denne opgave udarbejdes budgettet med afsæt i de reformulerede regnskabers hovedposter, hvor de i bl.a. regnskabsanalysen identificerede regnskabsmæssige sammenhænge mellem de respektive finansielle value drivers benyttes ved opstilling af budgetmodellen jf. bilag D. Som det tidligere er beskrevet anvendes DCF modellen som den primære teoretiske model til at estimere værdien af ét stk. Coloplast B-aktie.

DCF-modellen kan både anvendes ved den såkaldt direkte metode, hvor det frie cash flow, der tilfalder ejerne, hvilket vil sige cash flowet efter fradrag for nettofinansielle omkostninger, tilbagediskonteres til nutidsværdi med ejernes afkastkrav; samt ved den indirekte metode, hvor først hele værdien af Coloplast estimeres (enterprise value) ved at det fulde frie cash flow, der tilfalder både ejere og fremmedkapitalindskydere, tilbagediskonteres til nutidsværdi med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), hvorefter markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser fradrages i virksomhedens fulde værdi (enterprise value) for endelig beregning af egenkapitalens markedsværdi. I denne opgave benyttes den indirekte metode, da der således ikke skal foretages budgettering af de nettofinansielle omkostninger.

De valgte finansielle value drivers som opgavens budget er opbygget omkring udgøres derfor alene af driftsrelaterede poster, hvor udviklingen i posterne (finansielle value drivers) og sammenhængen mellem disse muliggør beregning af det frie cash flow (FCFF). De finansielle value drivers denne opgaves budget er opbygget omkring udgøres således af omsætningen, overskudsgraden fra driften samt nettodriftsaktivernes omsætningshastighed. Nedenfor redegøres for den forventede udvikling i de anvendte value drivers i den eksplicitte budgetperiode samt for terminal perioden. Forudsætningerne bygger på konklusionerne fra den strategiske analyse henholdsvis regnskabsanalysen.

5.2.1. Omsætning

Ved budgettering af omsætningen vurderes først hvordan markedet som helhed forventes at udvikle sig og dernæst, hvordan Coloplasts omsætning forventes at udvikle sig i forhold til markedsvæksten.

Jf. afsnittet i den strategiske analyse om produkt og livscyklus for Coloplasts produkter, så blev det anslået at den årlige fremtidige markedsvækst på de fire forretningsområder forventes til 4-6 % for så vidt angår kontinens (star) og urologi (question mark), en vækst på 4-5 % for stomi (cash cow) samt en markedsvækst på 2-4 % for sår- og hudpleje (dog). Med baggrund i en række ikke finansielle value drivers som blev identificeret i den eksterne analyse henholdsvis brancheanalysen blev det vurderet at den stadig stigende antal ældre personer samt stigende velstand på de nye markeder som f.eks. Kina udgør en væsentlig vækstdriver for medico-branchen og Coloplast. I modsat retning trækker en række landes opstramninger på de offentlige budgetter, herunder reformer af sundhedssektorerne. Set i et historisk lys vurderes det dog vanskeligt for de enkelte lande at begrænse udgifterne til sundhed, idet der altid vil være et pres fra patienter og pårørende for en optimal behandling. Dette underbygges bl.a. af Figur 11, der viser, at sundhedsudgifterne hvert år er vokset mere end BNP i USA. Det vurderes derfor at væksten i sundhedsudgifterne også vil være stigende i fremtiden (i den eksplicite budgetperiode) grundet et stigende behov for sundhed, der ikke i fuld udstrækning kan imødegås via besparelser m.v. Det vurderes derfor, at den forventede totale markedsvækst jf. ovenfor overordnet set vil kunne opnås i den eksplicite budgetperiode.

Af trendanalysen fremgik, at Coloplasts omsætning i perioden har været stigende indenfor stomi, kontinens og urologi, men faldende for området sår- og hudpleje. Det fremgik endvidere af samme analyse, at Coloplasts årlige omsætningsvækst i de seneste par år har ligget 2-4 % højere end den forventede fremtidige markedsvækst for så vist angår stomi-, kontinens-, og urologiforretningsområderne, hvilket underbygger at Coloplast har været i stand til at erobre markedsandele i perioden indenfor disse markedsområder. Omvendt forholder det sig med forretningsområdet sår- hudpleje, hvor omsætningsstigningen har været aftagende og i 2010/11 direkte negativ. Med baggrund i den negative udvikling på sår- og hudplejeområdet kan der rejses usikkerhed ved Coloplasts langsigtede strategi for området. I budgettet antages dog, at Coloplast fastholder forretningsområdet af diversifikationshensyn, men at omsætningsvæksten i hele den eksplicite budgetperiode vil være lav og under den totale markedsvækst. Synspunktet underbygges af Ian Christensen⁷³, der direkte adspurgt oplyser, at Coloplast ikke har planer om frasalg af sår- og hud behandlingsområdet.

⁷³ Ian Christensen, IR-chef hos Coloplast ved virksomhedspræsentation på CBS

Idet Coloplast indtager en markedsførerposition på 2 ud af de 4 forretningsområder samt har en række konkurrencefordele i form af et godt brand, et givtigt samarbejde med sundhedspersonale, en dygtig F&U afdeling og en stærk finansiell position vurderes Coloplast, at kunne realisere en omsætningsvækst, der i den eksplicite budgetperiode ligger en smule over markedsvæksten som helhed for stomi, kontinens og urologi. Det skønnes at omsætningsvæksten vil være stigende i den første del af den eksplicite budgetperiode for derefter at være aftagende som følge af mætning af markedet. Indenfor hovedforretningsområderne stomi, kontinens og urologi forventes den nuværende konkurrentsituation opretholdt i den eksplicite budgetperiode, primært som følge af de høje indtrængningsbarrierer jf. brancheanalysen.

Som det fremgik ovenfor skal den eksplicite budgetperiode løbe indtil steady state indtræffer. En af betingelserne for steady state er at væksten i salget når en konstant langsigtet vækstrate (g). Såfremt g overstiger den forventede gennemsnitlige vækst i verdensøkonomien vil Coloplast udgøre en stadig større del af den samlede økonomi. I budgettet estimeres g således til at udgøre 2,86%, hvilket svarer nogenlunde til den forventede gennemsnitlige vækst i verdensøkonomien. Det bemærkes at der knytter sig et stort usikkerhedsmoment til g, hvorfor denne er en af de value drivers, der vil blive foretaget konsekvensberegninger på i forbindelse med følsomhedsanalysen.

5.2.2. Overskudsgrad

Som det fremgik af regnskabsanalysen har Coloplast forbedret sin overskudsgrad markant i analyseperioden. Fremgangen vurderes i høj grad at være drevet af lavere driftsomkostninger som følge af udflytning af produktion til lavtlønslandene Kina og Ungarn. En anden faktor bagved den stigende overskudsgrad er øgede stordriftsfordele qua den stigende omsætning. Coloplast har dermed bevist at selskabet er i stand til at føre en stram omkostningsstyring, hvilket det vurderes at selskabet vil søge at fastholde og eventuel forbedre yderligere.

Omvendt er der som beskrevet under afsnit 4.5.1. vedrørende den driftsmæssige risiko mulighed for at de nuværende lavtlønslande med tiden vil få højnet levestandarden, uddannelsesniveaue, m.v. og dermed kræve en højere løn.

Samlet vurderes Coloplast således, at kunne præstere en fortsat stram omkostningsstyring med svagt stigende overskudsgrader på kort sigt, hvorimod overskudsgraden på lidt længere sigt vurderes at komme under pres som følge af et stigende omkostningsniveau i produktionslandene. Endvidere vurderes det stigende pres for besparelser på de offentlige budgetter at medføre et øget prispres på Coloplasts produkter, hvilket tillige presser overskudsgraden.

5.2.3. Aktivernes omsætningshastighed

AOH er aktuelt på niveau med branchegennemsnittet.⁷⁴ Den positive udvikling de seneste år vurderes primært at være forårsaget af udflytningen, hvor det har været muligt at etablere produktionsfaciliteter og reinvestere til lavere investeringssummer end tilfældet har været i Danmark. Det bemærkes at det primært er på de langfristede nettodriftsaktiver, at Coloplast har opnået en øget omsætningshastighed. Det vurderes derfor ikke som realistisk at øge omsætningshastigheden yderligere, idet der som følge af typen af Coloplasts aktivitet med egen udvikling og produktion altid vil eksistere et vist investeringsbehov. I stedet vurderes Coloplast på baggrund af deres stærke finansielle position at øge skaffe en del af den fremtidige vækst via opkøb af konkurrenter, ligesom yderligere organisk vækst via indtrængning på nye markeder vurderes at medføre udfordringer med hensyn til selskabets løbende kapitaltilpasning. Nettodriftsaktivernes omsætningshastighed vurderes derfor at falde til et lidt lavere niveau i begyndelsen af den eksplicitte budgetperiode for derefter at ligge på et stabilt niveau.

5.2.4. Øvrige forudsætninger

Den effektive skattesats er vanskelig at budgettere eksakt, idet dette forudsætter en meget nøje kendskab til skatteregler på Coloplasts udenlandske markeder m.v. Der er dog ingen grund til ikke at tro at Coloplast vil fastholde en effektiv skatteprocent på nogenlunde samme niveau som det nuværende. Der vil således ikke budgetteres en effekt på ovenstående drivere i budgetperioden som følge af eventuelle skattemæssige ændringer.

Når Coloplasts kapitalstruktur og kapitalomkostninger er estimeret nedenfor er alle forudsætninger til stede for at foretage værdiansættelsen ved hjælp af DCF modellen.

⁷⁴ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 263

Base case budgettet er opstillet i bilag D, hvoraf udviklingen i omsætning, overskudsgrad og nettodriftsaktivernes omsætningshastighed fremgår for de enkelte år.

Afslutningsvist bemærkes, at de budgetterede vækstrater ikke giver anledning til udfordringer i relation til Coloplasts mulighed for selvfinansiering jf. afsnittet omkring den selvfinansierede vækstrate. Coloplast kan således selv bestemme hvilken kapitalstruktur selskabet finder optimalt uden at inddrage den budgetterede vækstrate i overvejelserne.

5.3. Kapitalomkostninger

Kapitalomkostningerne udgør den kapitaliseringsfaktor, hvormed det budgetterede frie cash skal tilbagediskonteres. Kapitalomkostningerne fastsættes som kapitalindskydernes samlede krav til forrentning af den indskudte kapital i virksomheden..

5.3.1. De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Idet værdiansættelsen i denne opgave som beskrevet ovenfor sker ved den indirekte metode, hvor det er virksomhedens samlede værdi i forhold til både aktionærer og fremmedkapitalindskydere der beregnes, skal den anvendte kalkulationsrentefod tage hensyn til forrentningskravet fra både ejerne såvel som långiverne. Nedenfor bestemmes de to kapitalindskydergruppers respektive afkastkrav samt Coloplasts forventede fremtidige kapitalstruktur udtrykt ved fordelingen mellem egen- og fremmedkapital.

5.3.1.1. Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav estimeres ved hjælp af CAPM. Modellen forudsætter, at der alene betales risikopræmie på den del af risikoen, der ikke kan bortdiversificeres. Denne risiko kaldes også for den systematiske risiko. Nedenfor fremgår formlen for CAPM, der således udtrykker ejernes afkastkrav til et givent aktiv.

$$r(e) = r(f) + \text{Beta} \times [E(r_m) - r(f)]$$

Ligning 7: Funktion for CAPM

Kilde: Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.51

Ligningens variable forklares nedenfor i forbindelse med fastsættelsen af størrelsen af de variable.

5.3.1.1.1. Den risikofrie rente (rf)

Betegnelsen den risikofrie rente svarer i teorien til en nul-kuponobligation, hvor der ikke eksisterer nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko.⁷⁵ Som indikator for den risikofrie rente benyttes en 10-årig dansk statsobligation med en effektiv rente på 1,68%.⁷⁶

5.3.1.1.2. Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er et udtryk for hvor meget en investor kræver ekstra i afkast for at investere i aktier frem for at investere i det risikofrie alternativ, der i dette tilfælde er en 10-årig statsobligation. Problemerne med at estimere markedets risikopræmie er imidlertid at denne ikke er direkte observerbar. Ifølge Ole Sørensen⁷⁷ findes der tre metoder til hvordan man i praksis estimerer markedets risikopræmie.

1. Et antal investorer spørges om deres skøn over risikopræmien, og efterfølgende anvendes gennemsnittet af deres vurderinger som et estimat.
2. Risikopræmien estimeres ud fra historiske data.
3. Den implicitte risikopræmie beregnes ud fra de nuværende aktiekurser.

Til at estimere det generelle krav til markedsafkast for investering i aktier anvender jeg metode 2, hvor risikopræmien bestemmes ud fra den historiske gennemsnitlige risikopræmie. Som følge af den aktuelt generelle økonomiske usikkerhed vurderer jeg risikopræmien til at ligge et stykke over den historiske gennemsnitlige risikopræmie på ca. 5 % for perioden 1970-2002.⁷⁸ Det antages derfor (ved approksimation) at risikopræmien pt. udgør 7 %.

5.3.1.1.3. Estimering af Beta

Beta udtrykker hvor stor risiko et givent aktiv har i forhold til markedsporteføljen. Der gælder, at

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

Figur 20: Tolkning af Beta

Kilde: ¹ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.53

⁷⁵ Samme s.51

⁷⁶ Arbejdernes Landsbank. Internet hjemmeside. <http://www.al-bank.dk/default.asp?id=593> 30.april 2012

⁷⁷ Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.51

⁷⁸ Nationalbanken: "Risikopræmien på aktier". Internet hjemmeside: [http://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Risikopræmien_paa_aktier/\\$file/2003_kvo1_ris73.pdf](http://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Risikopræmien_paa_aktier/$file/2003_kvo1_ris73.pdf)

Der findes forskellige metoder for estimering af beta, bl.a. regressionsanalyse af den historiske samvariation mellem markedsporteføljen og Coloplast. I denne opgave benyttes Bloombergs justerede betaværdi på 0,94⁷⁹, der beregnes efter følgende formel:

$$\text{Adjusted beta} = (.67) * \text{Raw beta} + (.33) * 1.0$$

Ligning 8: Bloombergs metode for Betaberegning

Kilde: Babson. "Finding Beta Research Guide" (<http://libguides.babson.edu/content.php?pid=10456&sid=69436>) 1. maj 2012

Af ovenstående formel ses, at den beregnede rå Beta vægtes med 2/3 og at Beta for markedsporteføljen vægtes med 1/3. I Coloplasts tilfælde udgør den beregnede rå Beta således 0,91, men justeres til 0,94 som følge af markedsporteføljens vægt på 1/3. Bloombergs argument for at vægte den rå Beta - der baseres på den historiske korrelation mellem afkastet på markedsporteføljen og i dette tilfælde Coloplast - med 1/3 Beta for markedsporteføljen er, at det antages at en akties Beta med tiden vil tilnærmes Beta for markedsporteføljen. I relation til Coloplast bemærkes endvidere, at Bloomberg inddrager eventuel finansiel gearing i sin betragtning af Beta, idet en høj finansiel gearing medfører øget risiko og dermed højere Beta. Da Coloplasts finansielle gearing er meget beskednen, hvilket forventes uændret i den eksplicite budgetperiode jf. afsnittet omkring kapitalstruktur nedenfor vurderes Bloombergs Beta at være i fin overensstemmelse med budgetforudsætningerne.

Betaværdien på 0,94 viser, at Coloplast indeholder en systematisk risiko, der befinder sig lige under markedsporteføljen som helhed. Betaværdien kan umiddelbart vurderes som høj set i lyset af, at der er tale om et selskab indenfor medicobranschen. Jf. den strategiske analyse vurderes medico-branschen dog også at være udsat for diverse makroøkonomiske stød, hvilket påvirker risikoen og dermed Beta for selskabet.

$$r(e) = 0,0168 + 0,94 \times [0,0868 - 0,0168] = 8,26 \%$$

Ved indsættelse i CAPM jf. afsnit 5.3.1.1. estimeres ejernes afkastkrav til 8,26 %.

⁷⁹ Bloomberg. Internet hjemmeside: <http://www.bloomberg.com/quote/COLOB:DC/key-statistics> 30.april 2012

5.3.1.2. Långivernes afkastkrav

Ved bestemmelse af långivernes afkastkrav anvendes stort set samme metode som ovenfor ved bestemmelse af ejernes afkastkrav. CAPM formelen er dog tilpasset, således at denne i stedet for Beta og markedets risikopræmie indeholder et selskabsspecifikt risikotillæg samt effekten af skatteskjoldet ved optagelse af gæld. Nedenfor fremgår en tilpasset CAPM til brug ved bestemmelse af fremmedkapitalkravet, hvor t udgør den observerede effektive selskabsskat på 26 % og r_f udgør den risikofrie rente på uændret 1,68 %.

$$k_g = (r_f + r_s) \times (1 - t)$$

Ligning 9: Modificeret CAPM - Långivernes afkastkrav

Kilde: Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.54

Tilbage er så alene at bestemme r_s , der vedrører det selskabsspecifikke risikotillæg.

5.3.1.2.1. Det selskabsspecifikke risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg afhænger primært af kreditorernes kreditrisiko ved at yde lån til en given virksomhed. Rating bureauer som f.eks. Moody's and Standard & Poor's rater således med jævne mellemrum de selskaber og lande der søger gældsoptagelse i kapitalmarkederne ved f.eks. at udstede obligationer. Rating bureauernes karakterer afspejler kreditrisikoen og jo lavere rating jo højere vurderes kreditrisikoen at være og jo større selskabsspecifikt risikotillæg kræver långiverne.

Idet Coloplast ikke aktuelt har optaget gæld i kapitalmarkederne er selskabet pt. ikke rated af noget eksternt kreditbureau. Rates selskabet derimod efter Nordeas interne ratingmodel, svarer ratingen nogenlunde til en langsigtet rating på A hos S & P og A2 hos Moody's. Sammenlignes herefter med et andet medico-selskab, Sanofi, der har udstedt en obligationsserie og har en lignende rating hos S & P: A-; Moody's: A2 kan det selskabsspecifikke risikotillæg for Coloplast approksimeres til at svare ca. til det selskabsspecifikke risikotillæg for Sanofi.

Sanofi har udstedt en obligationsserie i EUR med restløbetid på ca. 8 år, der aktuelt handles med et risikotillæg på ca. 100-110 bps. Idet vi forudsætter, at fremmedkapitalens forrentningskrav skal være baseret på en 10-årig horisont, jf. tilsvarende for den risikofrie rente, tillægges yderligere en anslået risikopræmie på 15 bps pr. år. Det selskabsspecifikke risikotillæg for Coloplasts fremmedkapital estimeres således til 1,40 %.

Herefter indsættes de fundne variable i den tilpassede CAPM formel jf. ovenfor:

$$k_g = (0,0168 + 0,014) \times (1 - 0,26) = 2,28 \%$$

Ved indsættelse estimeres långivernes afkastkrav således til 2,28 %.

5.3.2. Coloplasts kapitalstruktur

Efter de to grupper af kapitalindskyderes afkastkrav er estimeret skal vægtningen mellem de to afkastkrav herefter fastsættes førend de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) kan bestemmes. Vægtningen mellem de to kapitalindskyderes afkastkrav sker i forhold til andelen af egenkapital (V_o^e) i forhold til selskabets værdi (V_o^{NDA}) henholdsvis andelen af nettofinansielle forpligtelser (V_o^{NFF}) ligeledes i forhold til selskabets samlede værdi (V_o^{NDA}). Variablene r_e og r_g svarer til afkastkravene for egenkapitalen henholdsvis fremmedkapitalen jf ovenfor. Nedenfor fremgår den fulde formel for beregning af WACC.

$$r_{wacc} = V_o^e / V_o^{NDA} \times r_e + V_o^{NFF} / V_o^{NDA} \times r_g$$

Ligning 10: WACC

Kilde: Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.54

Idet såvel egenkapitalen som de nettofinansielle forpligtelser samt selskabets totale værdi skal måles til markedsværdi opstår der et problem i og med, at det netop er markedsværdien af selskabet, herunder markedsværdien af selskabets egenkapital der skal estimeres ved hjælp af bl.a. WACC. Dermed opstår en form for cirkulær reference. Som proxy for markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser anvendes i stedet den bogførte værdi, idet denne skønnes at udgøre en værdi tæt på markedsværdien som følge af indregning til dagsværdi på statustidspunktet.⁸⁰

Den bogførte egenkapital udgør derimod i modsætning til de bogførte nettofinansielle forpligtelser en dårlig proxy for markedsværdien af egenkapitalen. For en tilnærmet markedsværdi anvendes derfor market cap'en (markedsværdien af coloplasts egenkapital ud fra aktiekursen på OMXC C20). Nedenfor er forholdet mellem markedsværdien af egenkapitalen henholdsvis de nettofinansielle forpligtelser opstillet.

⁸⁰ Coloplasts Årsrapport 2010/11, note 23, s. 48

Pr. 30. september	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktiekurs ultimo i DKK	497	388	426	653	803
Antal udestående aktier i mio.	44	43	43	42	42
Markedsværdi af egenkapital i mDKK	21.878	16.645	18.269	27.536	33.862
Markedsværdi af NFF i mDKK	2.864	3.118	1.903	1.295	258
Egenkapital andel i pct.	88%	84%	91%	96%	99%
Gældens andel i pct.	12%	16%	9%	4%	1%

Tabel 13: Vægtet kapitalstruktur

Kilde: Kapitalstrukturen er beregnet ud fra oplysninger om gæld, antal aktier og aktiekurser jf. Coloplasts årsrapporter i de pågældende år.

Det fremgår, at egenfinansieringen til stadighed udgør en større andel af Coloplasts finansiering. Dette skyldes primært en stigende markedsværdi af egenkapitalen og kun i mindre grad at Coloplast nedbringer de nettofinansielle forpligtelser i perioden.

Ud fra den historiske trend for kapitalstrukturen kan det se ud som om Coloplast har valgt at finansiere sig alene med egenkapital. Idet jeg jf. mit base case budget ikke forventer meget store opkøb af konkurrenter og lignende, herunder at Coloplast forventes at kunne selvfinansiere den budgetterede vækst anser jeg det endvidere for sandsynligt at Coloplast nuværende kapitalstruktur fastholdes. Dog antages at Coloplast opretholder en mindre andel gæld som f.eks. realkreditbelåning i danske ejendomme og lignende. Således fastsættes Coloplasts fremtidige kapital struktur således at denne består af 95% egenkapital og 5% gæld.

5.3.3. Beregning af WACC

Jf. formlen for WACC ovenfor er alle variable nu identificeret, hvorefter WACC kan estimeres.

$$r_{wacc} = 0,95 / 1 \times 0,0826 + 0,05 / 1 \times 0,0228 = 7,96 \%$$

Ved indsættelse i formlen for WACC estimeres de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger til 7,96 %. Erindres regnskabsanalysen, hvor ROIC blev beregnet til ca. 40 % i 2010/11, kan det dermed konstateres at afkastet på den investerede kapital i det seneste regnskabsår i betydelig grad overstiger kapitalomkostningerne, r_{wacc} .

5.4. Estimering af værdien af Coloplasts B-aktie

Efter budgetforudsætningerne er fastlagt kan værdien af Coloplasts B-aktie estimeres. I denne opgave foretages værdiansættelsen ved hjælp af DCF som den primære model. Værdiestimatet testes efterfølgende ved en sammenligning med den observerbare pris på en B-aktie i form af den aktuelle kurs på OMX Copenhagen samt en følsomhedsanalyse, hvor der simuleres på de i base casen fastsatte budgetforudsætninger. Afslutningsvist sammenholdes den via DCF-modellen estimerede værdi med værdiestimatet fra en multipelanalyse.

5.4.1. Værdiansættelse ved DCF-modellen

Base case budgettet er opbygget omkring de finansielle value drivers: Omsætning, overskudsgrad fra drift og nettodriftsaktiveres omsætningshastighed samt sammenhængen mellem disse. Som det fremgik af regnskabsanalysen kan det årlige frie cash (FCFF) beregnes ved at fradrage den årlige ændring i nettodriftsaktiverne i driftsoverskuddet efter skat. Denne sammenhæng er således anvendt for estimering af FCFF i budgetmodellen. Ændringen i nettodriftsaktiverne fremkommer som en funktion mellem den budgetterede omsætning divideret med den budgetterede omsætningshastighed på nettodriftsaktiverne. Det vil sige at investeringerne i nettodriftsaktiver er direkte afhængig af omsætningsudvikling og nettodriftsaktiveres omsætningshastighed. Denne sammenhæng vurderes plausibel om end, der i virkeligheden selvfølgelig kan være en tidsforskydning mellem f.eks. tidspunktet for investering i produktionsfaciliteter og salg.

For at beregne egenkapitalværdien tilbagediskonteres det frie cash flow (FCFF) i de enkelte eksplicitte budgetår med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). Bemærk, at den langsigtede vækst i omsætningen (g) indarbejdes i leddet for terminalperioden, der dermed udtrykker et uendeligt antal års cash flow. Afslutningsvist fratrækkes fremmedkapitalindskydernes fordringer på selskabet (NFF), hvorefter egenkapitalværdien fremkommer.

$$V_0^e = \text{FCFF}_1 / (1+r_{\text{WACC}})^1 + \dots + \text{FCFF}_t / (1+r_{\text{WACC}})^t + \text{FCFF}_{t+1} / (r_{\text{WACC}} - g) \times (1+r_{\text{WACC}})^t - \text{NFF}_0$$

Ligning 11: DCF-modellen

Kilde: Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.43

Ved anvendelse af ovenstående formel er værdien af Coloplasts egenkapital beregnet til mDKK 40.001. Med 41.811.000 stk. udestående aktier kan værdien af ét stk. Coloplast B-aktie herefter beregnes til 957 kr. pr. 30. september 2011. Der henvises til bilag D for beregningen.

Idet det erindres at opgavens hovedspørgsmål er, om handelskursen pr. 16. april 2012 på Coloplast A/S B-aktie afspejler selskabets fremtidige strategiske og økonomiske potentiale

Skal værdien af aktien fremskrives med egenkapitalomkostningerne r_e til denne dato. Idet antallet af dage fra 30. september 2011 til 16. april 2012 udgør 198, svarende til 54 % af et fuldt kalenderår og egenkapitalomkostningerne udgør 8,26 % fås værdien af én B-aktie til 999 kr. pr. 16. april 2012 ($957 \text{ kr.} \times (1 + 0,0826 \times 54 \%)$).

Pr. 16. april 2012 blev Coloplasts B-aktier handlet til en kurs på mellem 966 og 990 kr./stk.⁸¹, hvilket umiddelbart indikerer at aktiekursen pr. 16. april 2012 afspejler Coloplasts fremtidige strategiske og økonomiske potentiale. Imidlertid kan der være risiko for at min analyse såvel som aktiemarkedet tager fejl. For vurdering af en sådan risiko, herunder betydningen af de anvendte forudsætninger for værdiansættelsen foretages i næste afsnit en følsomhedsanalyse af de anvendte forudsætninger for estimeringen af aktiens værdi.

5.4.2. Følsomhedsanalyse

Med følsomhedsanalysen opnås en forståelse for hvorledes ændringer i value drivers påvirker den estimerede værdi af Coloplasts B-aktie. Af beregningen jf. bilag D fremgår, at ca. 50 % af Coloplasts egenkapitalværdi udgøres af terminalværdien. Det må derfor forventes at WACC og g øver stor indflydelse på det beregnede værdiestimat. I Tabel 14 nedenfor er derfor udarbejdet et værdiestimat for forskellige kombinationer af WACC og g , når de øvrige value drivers holdes uændret.

⁸¹ Euroinvestor. Internet hjemmeside: <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/coloplast-b/206388/graf> 2. maj 2012

		g				
		2,36%	2,61%	2,86%	3,11%	3,36%
WACC	6,96%	1.180	1.213	1.249	1.290	1.337
	7,46%	1.060	1.084	1.111	1.140	1.174
	7,96%	961	979	999	1.021	1.046
	8,46%	879	893	908	925	943
	8,96%	809	820	832	845	859

Tabel 14: Værdiestimat for B-aktie ved forskellige kombinationer af WACC og g

Figuren er opbygget således, at base case estimatet på 999 kr. pr. B-aktie fremgår i midten. Lige udenom i den næste ramme ligger herefter de værdiestimater, der fremkommer ved en mindre ændring i budgetforudsætningerne WACC og g, og så fremdeles. Det ses, at et rimeligt sandsynlig tværdiestimat ligger indenfor et værdispænd på (1.140 – 893) 247 kr. pr. B-aktie ved en ændring i både WACC og g på maksimalt 1% henholdsvis 0,5%. Dette svarer til at base case estimatet kan svinge 11% i nedadgående retning og 14% i opadgående retning og fortsat holde sig indenfor intervallet. Intervallet udgør således ikke en størrelse, der tilsiger at der er meget stor usikkerhed ved base case værdiestimatet. En af årsagerne til den forholdsvis begrænsede effekt af ændringer i g vurderes at være den lange eksplicite budgetperiode på 15 år, der reducerer g's normalt særdeles store betydning.

Der er tillige udført separate følsomhedsanalyser på overskudsgraden og nettodriftsaktivernes omsætningshastighed med realistiske alternative variable (øvrige forudsætninger er holdt uændret):

- Ved en overskudsgrad på +/- 1 %-point i forhold til base case forøges henholdsvis reduceres værdiestimatet med 74 kr. respektive 75 kr.
- Ved en ændring af nettodriftsaktivernes omsætningshastighed med +/- 0,25 gange i forhold til base case forøges henholdsvis reduceres værdiestimatet med 29 kr. respektive -37 kr.

Det vurderes samlet ud fra følsomhedsberegningerne, at størrelsen af WACC'en har en betydelig indflydelse på værdiestimatet. Dernæst har størrelsen af g og overskudsgraden en moderat indflydelse, hvorimod nettodriftsaktivernes omsætningshastighed ikke har så afgørende betydning for estimatet.

5.4.3. Verificering af værdien via relativ værdiansættelse

I dette afsnit værdiansættes Coloplast på baggrund af multipler, hvilket vil sige at der sker sammenligning med selskaber der ligner Coloplast. Tanken bagved relativ værdiansættelse er at sammenligne ét aktivs værdi med værdien af et andet aktiv ud fra "loven om én pris", der tilsiger at to identiske aktiver skal handles til samme pris.⁸² Bagved denne betragtning ligger en antagelse om effektive markeder med fuld gennemsigtighed og fuldstændig information. I praksis er det dog en af ulemperne ved metoden, at det ikke afsløres om de aktiver der foretages sammenligning med er korrekt prissat. Er dette ikke tilfældet vil værdiansættelsen af i dette tilfælde Coloplast blive tilsvarende fejlagtig. Heraf også ordet *relativ* værdiansættelse.

Idet der sjældent eksisterer to fuldstændig ens selskaber med samme aktivitet, markeder, forventet fremtidigt overskud, strategisk positionering, risiko, m.v. Sker den relative værdiansættelse i praksis ved at finde en række selskaber, der kan sammenlignes med Coloplast typisk primært ud fra samme branche. Idet Coloplast har fire hovedaktiviteter og har forskellige konkurrenter indenfor hvert enkelt hovedaktivitetsområde, er det ikke muligt at sammensætte en peer group af selskaber med tilsvarende sammensætning af aktiviteter. Endvidere er sammensætningen af peer group vanskeliggjort af, at flere af Coloplasts største konkurrenter indenfor stomi-forretningsområdet som f.eks. Convatec, Hollister/Dansac, Astra Tech, etc., er ejet af kapitalfonde eller har andet ejerskab, hvorfor det ikke er muligt at identificere markedsværdien af egenkapitalen ved opslag på kurslister. Den anvendte peer group udgøres således af amerikanske selskaber med aktiviteter primært indenfor urologi og kontinens.

Med hensyn til valget af multiple anvendes i tælleren den totale virksomhedsværdi, enterprise value, der udgøres af markedsværdien af den samlet indskudte kapital (egenkapital og gæld).

⁸² Sørensen, O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 30

Herved opnås at effekten af eventuelle forskelle i kapitalstruktur og finansiell gearing mellem peer group og Coloplast elimineres. Som nævner anvendes EBIT henholdsvis EBITDA, idet disse regnskabs poster ligesom det er tilfældet med enterprise value er upåvirket af finansieringsstrukturen. Endvidere er både EBIT og især EBITDA tæt relaterede til selskabernes cash flow generering, hvorved multiplerne baseres på indtjeningsnøgletal af høj validitet og kvalitet.

Årsagen til at der både anvendes EBIT og EBITDA er at inddrage eventuelle forskelle i afskrivningsprincipper selskaberne i mellem i vurderingen. Dette som følge af at der i analysen ikke er foretaget korrektioner af de regnskabsmæssige poster eller i øvrigt foretaget vurdering af om afskrivningsprincipperne svarer til den reelle værdiforringelse af selskabernes aktiver. Se i øvrigt bilag E for multipelformler.

Det bemærkes i øvrigt, at de anvendte multipler udgøres af historiske tal, hvilket er et problem i relation til, at det er selskabernes fremtidige værdiskabelse der skal sammenlignes.⁸³

Dette afsnit har således ikke til hensigt, at udfærdige en dybdegående relativ værdiansættelse, idet dette vil kræve et for stort analysearbejde. I stedet er hensigten at opnå en indikativ vurdering af plausibiliteten af værdiestimatet fra fundamentalanalysen ovenfor.

Peer Group	EBITDA	EBIT	Markedsværdi af egenkapital	Netto finansielle forpligtelser	Enterprise Value (EV)	EV / EBITDA	EV / EBIT
C.R. Bard Inc.	4.822	3.039	45.603	3.495	49.098	10,2	16,2
Johnson & Johnson (Ethicon)	91.069	73.195	996.160	4.686	1.000.846	11,0	13,7
Boston Scientific Group	9.175	5.117	44.649	22.583	67.232	7,3	13,1
Gennemsnit for peer group	35.022	27.117	362.137	10.255	372.392	10,6	13,7
Coloplast	3.108	2.581	41.785	259	42.044	13,5	16,3

Alle beløb er i mDKK (USD kurs 566)

Regnskabsperiode for peer group er 31.12.2011

Markedsværdi af egenkapital for peer group er børskursen pr. 16. april 2012.

Markedsværdi af egenkapitalen for Coloplast er estimeret markedsværdi pr. 16. april 2012

Tabel 15: Peer Group – Multipler

Kilde: Data hentet fra årsrapporter 2011 for de respektive selskaber samt NYSE (kan downloades via selskabernes hjemmesider, se litteraturoversigten)

Af tabellen fremgår de beregnede multiple for peer group og Coloplast. Det ses at multiple for Coloplast ligger en del højere end for peer group generelt, hvilket indikerer at Coloplast er værdiansat relativt højere i forhold til selskabets peer group.

⁸³ Copeland, Koller, Murrin. "Valuation, measuring and managing the value of companies" s. 284

Beregnes værdien af en Coloplast B-aktie på baggrund af den gennemsnitlige multipl på 10,6 for EV/EBITDA henholdsvis 13,7 for EV/EBIT fremkommer en markedsværdi på 778 kr. respektive 834 kr. pr. Coloplast B-aktie, se bilag E, hvilket er en forholdsvis signifikant afvigelse fra fundamentalanalysens estimat på 999 kr. pr. B-aktie. Årsagen kan dog som nævnt indledningsvist skyldes flere forhold som f.eks. at

- de anvendte selskaber danner en dårlig peer group til Coloplast (forskel i aktivitet, mv.),
- base case estimatet beror på for positive forudsætninger og dermed er for højt,
- at Coloplast rent faktisk skal handles til højere multipler end konkurrenterne som følge af større vækst- og indtjeningspotentiale.

Hvilken af ovenstående mulige årsager, der udgør den sande forklaring er det ikke muligt at afgøre på det foreliggende grundlag. Den relative værdiansættelse underbygger således ikke umiddelbart det fundamentale værdiestimat. Usikkerhederne forbundet med den relative værdiansættelse bevirker dog, at forskellen i værdiestimerne trods alt er på et niveau, der ikke gør det urimeligt at antage at den estimerede fundamental værdi på 999 kr. for ét stk. Coloplast B-aktie pr. 16. april 2012 er retvisende.

5.5. Delkonklusion Værdiansættelse

I dette kapitel blev Coloplasts B-aktie værdiansat med udgangspunkt i DCF-modellen og værdien efterfølgende testet via en følsomhedsanalyse og en relativ værdiansættelse ved sammenligning med konkurrerende selskabers egenkapitalværdi.

Da den totale værdi af Coloplast udgøres af alt fremtidigt frit cash flow tilbagediskonteret til nutidsværdi tog DCF-værdiansættelsen udgangspunkt i et base case budget. I stedet for at udarbejde et budget for et uendeligt antal år opereres med en to-delt budgetmodel, hvor det antages, at virksomhedens vækstrater og finansielle value drivers på et tidspunkt i fremtiden stabiliseres, hvilket kaldes for steady state. Den første periode frem til steady state blev med baggrund i en vurdering af markedsforholdene, konkurrencesituationen og varigheden for Coloplasts konkurrencefordele fastlagt til 15 år.

Budgettets opbygning tog udgangspunkt i de value drivers, der blev identificeret i den strategiske analyse og regnskabsanalysen i kapitel 3 og 4, hvor det blev konkluderet, at de betydeligste finansielle value drivers udgøres af omsætningen, overskudsgraden fra driften efter skat samt nettodriftsaktivernes omsætningshastighed.

Til tilbagediskontering af det frie cash flow til nutidsværdi blev de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger (WACC) anvendt. WACC blev estimeret til 7,96 % ud fra sammensætningen mellem ejernes afkastkrav på 8,26 %, långivernes afkastkrav på 2,3 % samt en kapitalstruktur med 95 % egenkapital og 5 % fremmedkapital.

Ved tilbagediskontering af det budgetteret fremtidige frie cash flow med WACC fremkom værdien af en Coloplast B-aktie på 957 kr. pr. 30. september 2011. Værdien blev justeret til 999 kr. ved fremskrivning med ejernes kapitalomkostninger til datoen for værdiansættelsen den 16. april 2012. Markedsværdien af en B-aktie på OMX børsen udgjorde pr. 16. april 2012 mellem 966 kr. og 990 kr., hvilket udgør det kursspænd aktien blev handlet til den pågældende dag. Der er således fin overensstemmelse mellem den estimerede teoretiske markedsværdi og den observerede markedsværdi pr. samme dato.

For at undersøge værdiestimatets robusthed overfor ændrede budgetforudsætninger blev der udfærdiget en følsomhedsanalyse, der viste at især størrelsen af WACC har indflydelse på værdiestimatet. Værdien af en Coloplasts B-aktie vurderes således at være følsom overfor ændringer i faktorer, der påvirker især investorenes afkastkrav som f.eks. en stigende risikopræmie eller stigende Beta-værdi. Den fremtidige uendelige vækst (g) havde tillige en vis indflydelse, men effekten fra g var dog reduceret som følge af den forholdsvis lange budgetperiode på 15 år.

Afslutningsvis blev der udfærdiget en relativ værdiansættelse baseret på multiplerne enterprise value/ EBITDA og enterprise value/ EBIT. Resultatet af den relative værdiansættelse udgjorde 778 kr. henholdsvis 834 kr. hvilket kunne indikere at den estimerede værdi jf. fundamentalanalysen på 999 kr. muligvis kunne være for høj. Med baggrund i usikkerhederne forbundet med udvælgelsen af peer group samt de trods alt ikke markante forskelle i værdiestimaterne vurderes det generelt rimeligt at antage værdien på 999 kr. pr. B-aktie som retvisende.

6. Konklusion

Det overordnede formål med opgaven var at estimere den teoretiske værdi af Coloplasts B-aktier via en stand alone værdiansættelse med henblik på at afdække om den gennemsnitlige handelskurs pr. 16. april 2012 afspejlede Coloplasts fremtidige strategiske og økonomiske potentiale. Som led i besvarelsen af opgavens overordnede spørgsmål er der gennemført en strategisk analyse, en regnskabsanalyse samt afslutningsvis en egentlig værdiansættelse af Coloplast A/S baseret på de foregående to delanalyser. Nedenfor fremgår de centrale konklusioner fra de gennemførte analyser.

Den strategiske analyse:

Den strategiske analyse slog fast, at Coloplast har en førerposition indenfor kerneforretningsområderne stomi og kontinens, imens selskabet har udfordringer indenfor forretningsområdet sår-og hudpleje. Coloplasts fordelagtige strategiske position er bl.a. sikret gennem udflytning af selskabets produktion til lavtlønslande, således at langt hovedparten af produktionen i dag foregår i lande med betydeligt lavere lønniveau end i Danmark. En af Coloplasts væsentligste værdi-skabende kompetencer er imidlertid evnen til at forstå sine kunder og omsætte denne forståelse, via innovation, til produkter af høj teknologisk karakter og kvalitet. Coloplast har således bibeholdt sine forsknings- og udviklingsaktiviteter i Danmark, da innovation er af afgørende strategisk betydning for Coloplasts position som global markedsleder indenfor selskabets hovedforretningsområder.

Coloplast agerer i en branche, der er kendetegnet ved at have få store og mange små nicheaktører. Branchen er ret fragmenteret og omfatter mange forskellige kundesegmenter og dermed også mange forskellige kundebehov, hvorfor aktørerne i branchen ikke alle er i konkurrence med hinanden. Coloplasts største konkurrenter udgøres dog alle af store multinationale selskaber med betydelig konkurrencekraft, finansiell styrke, etc. Branchen er endvidere karakteriseret ved store indtrængningsbarrierer, der gør det vanskeligt for nye konkurrenter at komme ind på markedet og udgøre en trussel mod de nuværende aktører, herunder Coloplast. Derimod har kunderne en relativ stor forhandlingsstyrke som følge af at der primært er tale om storkunder (hospitaller, sundhedsmyndigheder, etc.), der har kapacitet til at sondere markedet for alternative produkter samt forestå licitationsrunder m.v. Coloplast er vidende om kundernes forhandlingsstyrke og agerer på denne ved at arbejde tæt sammen med kunderne omkring udvikling og forbedring af selskabets produkter bl.a. via afholdelse af kurser og uddannelsesaktiviteter for pleje- og sundhedspersonale.

Den stigende levealder og aldring af befolkningerne i de vestlige lande udgør et stigende marked for Coloplasts produkter ligesom den stigende velstand i udviklingslandene og kræftforekomster og livsstilssygdomme generelt vil være en væsentlig driver for den fremtidige vækst. Som følge af den økonomiske krise med lav BNP-vækst vurderes dette imidlertid delvist at blive imødegået via politiske spare-reformer i en række lande.

Regnskabsanalyse:

Regnskabsanalysen viste at Coloplast har realiseret en stigende ROE på et højt niveau. Ved analyse af de underliggende finansielle value drivers for ROE fremgik det, at ROIC i perioden steg betydeligt som følge af både en stigende overskudsgrad fra salg og en øget omsætningshastighed på nettodriftsaktiverne.

Der sås en faldende finansiell gearing i analyseperioden, hvilket har medført at Coloplast ikke har opnået en mulig positiv gearingseffekt som følge af den positive forskel mellem ROIC og r. Såfremt Coloplast havde bibeholdt den finansielle gearing på et højere niveau ville ROE således have været endnu højere i analyseperioden.

Af trend- og vækstanalysen fremgik, at Coloplast har øget sin omsætning med samlet 26 % for perioden, hvilket primært skyldtes stigende salg indenfor produktområderne kontinens og urologi samt stomi, hvorimod sår- og hudplejeområdet realiserede en lidt lavere væksthastighed. Endvidere havde Coloplast været i stand til at selvfinansiere selskabets vækst i 4 ud af 5 af årene i analyseperioden.

Det blev endvidere konkluderet, at Coloplasts permanente og vedvarende værdiskabelse bliver skabt fra de primære drifts- og salgsaktiviteter, hvorfor det også alene er disse der blev budgetteret i forbindelse med værdiansættelsen.

Med hensyn til hvilke risici i forhold til de finansielle value drivers udgør risikoen på overskudsgraden umiddelbart den største risikofaktor, idet det vurderes sandsynligt at der på lidt længere sigt vil opstå pres på lønninger m.v. også i Kina og Ungarn. Derimod vurderes den finansielle risiko som værende meget beskeden qua den lave finansielle gearing.

Værdiansættelse:

I dette kapitel blev Coloplasts B-aktie værdiansat med udgangspunkt i DCF-modellen og værdien efterfølgende testet via en følsomhedsanalyse og en relativ værdiansættelse ved sammenligning med konkurrerende selskabers værdi.

Ved anvendelse af DCF-modellen udgøres værdien af Coloplast som summen af alt fremtidigt frit cash flow tilbagediskonteret til nutidsværdi. Værdiansættelsen blev derfor foretaget med baggrund i en to-delt budgetmodel under antagelse af Coloplasts vækstrater og finansielle value drivers på et tidspunkt i fremtiden stabiliseres (steady state). Den første periode frem til steady state blev med baggrund i en vurdering af varigheden for Coloplasts konkurrencefordel fastlagt til 15 år.

Budgettets opbygning tog udgangspunkt i de identificerede value drivers i form af vækst i omsætning, overskudsgraden fra drift efter skat samt nettodriftsaktivernes omsætningshastighed. Udvikling i de valgte value drivers blev budgetteret på grundlag af den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

Ved tilbagediskontering af det frie cash flow til nutidsværdi anvendtes de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger (WACC), der blev estimeret til 7,96 % ud fra sammensætningen mellem ejernes afkastkrav på 8,26 %, långivernes afkastkrav på 2,3 % samt en kapitalstruktur med 95 % egenkapital og 5 % fremmedkapital.

Ved anvendelse af DCF-modellen fremkom en værdi af en Coloplast B-aktie på 999 kr. pr. 16. april 2012. Markedsværdien af en B-aktie på OMX børsen udgjorde pr. 16. april 2012 mellem 966 kr. og 990 kr., svarende til kursspændet som aktien blev handlet til den pågældende dag. Der er således fin overensstemmelse mellem den estimerede teoretiske markedsværdi og den observerede markedsværdi pr. samme dato.

For at undersøge værdiestimatets robusthed overfor ændrede budgetforudsætninger blev der udfærdiget en følsomhedsanalyse, der viste at især størrelsen af WACC har betydelig indflydelse på værdiestimatet.

Værdien af en Coloplasts B-aktie vurderes således at være følsom overfor ændringer i faktorer, der påvirker især investorernes afkastkrav som f.eks. en stigende risikopræmie eller stigende Beta-værdi. Den fremtidige uendelige vækst (g) havde tillige en vis indflydelse, men effekten fra g var dog reduceret som følge af den forholdsvis lange budgetperiode på 15 år.

For yderligere at teste det estimerede værdiestimat blev der afslutningsvis udfærdiget en relativ værdiansættelse baseret på multiplerne enterprise value/ EBITDA og enterprise value/ EBIT. Resultatet af den relative værdiansættelse udgjorde 778 kr. henholdsvis 834 kr. hvilket kunne indikere at den estimerede værdi jf. fundamentalanalysen på 999 kr. muligvis kunne være for høj. Med baggrund i usikkerhederne forbundet med peer group'en, herunder de trods alt ikke voldsomme forskelle i værdiestimaterne vurderes det derfor rimeligt at konkludere en værdi på 999 kr. pr. B-aktie som fair.

Konklusionen er derfor, at det positivt kan bekræftes, at handelskursen på NasdaqOMXC på Coloplast A/S B-aktie pr. 16. april 2012 afspejler selskabets fremtidige strategiske og økonomiske potentiale.

Figur indeks

Figur 1 (egen tilvirkning): Aktiekursudvikling Coloplast B-aktie.....	5
Figur 2 (egen tilvirkning): Opgavestruktur.....	9
Figur 3 (egen tilvirkning): Struktur for den strategiske analyse.....	11
Figur 4: Dupont pyramiden som referenceramme for analyse af ROE	12
Figur 5: Coloplasts organisation / Værdikæde	20
Figur 6 (egen tilvirkning): Udvikling i omsætning.....	23
Figur 7 (egen tilvirkning): Udvikling i bruttofortjeneste og EBIT.....	24
Figur 8 (egen tilvirkning): Udvikling i ROE og ROIC.....	25
Figur 9 (egen tilvirkning): Udvikling i balancesum og egenkapital	25
Figur 10 (egen tilvirkning): Fordeling af sundhedsudgifter mellem privat og offentlig sektor i OECD lande.....	27
Figur 11 (egen tilvirkning): Vækst i sundhedsudgifter vs. vækst i BNP (USA).....	29
Figur 12: Forventet udvikling i BNP og offentligt underskud.....	30
Figur 13: Coloplasts organisation / Værdikæde.....	39
Figur 14: Coloplasts produktion fordelt på lande.....	41
Figur 15: Performance management i Coloplast.....	43
Figur 16: Produkternes livscyklus / BCG modellen	44
Figur 17 (egen tilvirkning): Coloplasts finansielle styrke.....	47
Figur 18 (egen tilvirkning): SWOT-analyse	48
Figur 19: Model for fastlæggelse af eksplicit budgetperiode.....	67
Figur 20: Tolkning af Beta	73

Tabel indeks

Tabel 1: (egen tilvirkning): Coloplasts ejerstruktur	21
Tabel 2 (egen tilvirkning): Coloplasts forretningsområder.....	22
Tabel 3 (egen tilvirkning): Befolkningsprognose i Europa	30
Tabel 4(egen tilvirkning): Reformulering af egenkapitalen	51
Tabel 5 (egen tilvirkning): Reformulering af balancen	52
Tabel 6 (egen tilvirkning): Reformulering af resultatopgørelsen.....	53
Tabel 7: Beregning af det frie cash flow.....	54
Tabel 8: Beregning af ROE på baggrund af totalindkomsten.....	55
Tabel 9: Beregnede nøgletal for niveau.....	56
Tabel 10: Beregnede nøgletal for niveau 3.....	59
Tabel 11: Indekstal.....	60
Tabel 12: Vækst nøgletal / selvfinansieret vækst	62
Tabel 13: Vægtet kapitalstruktur.....	77
Tabel 14: Værdiestimat for B-aktie ved forskellige kombinationer af WACC og g.....	80
Tabel 15: Peer Group – Multipler	82

Lignings indeks

Ligning 1: <i>Egenkapital ultimo</i>	52
Ligning 2: <i>Totalindkomsten</i>	53
Ligning 3: <i>Frit cash flow</i>	54
Ligning 4: <i>Sammenhængen mellem ROE - ROIC og den finansielle gearing</i>	56
Ligning 5: <i>ROIC</i>	57
Ligning 6: <i>Beregnete nøgletal for niveau 2</i>	57
Ligning 7: <i>Funktion for CAPM</i>	72
Ligning 8: <i>Bloombergs metode for Betaberegning</i>	74
Ligning 9: <i>Modificeret CAPM - Långivernes afkastkrav</i>	75
Ligning 10: <i>WACC</i>	76
Ligning 11: <i>DCF-modellen</i>	78

Kildeoversigt

Bøger:

Titel: ”*Principles of Corporate Finance*”

Forfatter: Brealey, Myers and Allen

Forlag: The McGraw-Hill Companies

År: 2008

ISBN: 978-007-126327-6

Titel: ”*Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*”

Forfatter: Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack

Forlag: Wiley, 3. udgave

År: 2000

ISBN: 0-471-36190-9

Titel: ”*Strategi i Vindervirksomheder*”

Forfatter: Lægaard, Jørgen; Vest, Mikael

Forlag: Jyllands-Postens Forlag, 2. Udgave

År: 2009

ISBN: 978-87-913-8943-6

Titel: *"Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En Praktisk Tilgang"*
Forfatter: Sørensen, Ole
Forlag: Gjellerup, 3. Udgave
År: 2011
ISBN: 978-87-13-04998-1

Materiale og kilder fra Coloplast A/S

Årsrapporter for årene 2006/7, 2007/8, 2008/9, 2009/10, 2010/11

Årsrapporterne kan downloades på: www.Coloplast.dk

*FY 2010/11 show. Presentation "Leading Intimate Healthcare" samt
Presentationt at "DnBNOR Health Care Conference",*

Præsentationerne kan downloades på: www.Coloplast.dk

Ian Christensen, IR-chef hos Coloplast A/S

Oplysninger afgivet af Ian Christensen på virksomhedspræsentation hos Copenhagen Business School, efteråret 2011.

Brochure fra Coloplast *"Coloplast tager ansvar for miljøet- så du kan gøre det samme"*

<http://www.coloplast.dk/OmColoplastDanmark/Miljoe/Documents/Marts%2010.%20Miljøbrochure.pdf> downloaded den 28. marts 2012

Avisartikler:

Artikel i The New York Times *"Cuts in health care may undermine role in labour market"* fra 17. august 2011.

Internet hjemmeside: http://www.nytimes.com/2011/08/18/business/cuts-in-health-care-may-undermine-role-in-labor-market.html?_r=2&ref=todayspaper downloaded den 30. marts 2012

Artikel i Børsen *"Reformer en del af spillet"* fra 22. juni 2011.

Internet hjemmeside:

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/209792/coloplast_reformer_en_del_af_spillet.html

downloaded den 1. april 2012

Artikel i ugebrevet Mandagmorgen *"Stærk pres for øget kontrol med medicinsk udstyr"* fra den 19. marts 2012

Internet hjemmeside: <https://www.mm.dk/st%C3%A6rkt-pres-for-%C3%B8get-kontrol-med-medicinsk-udstyr> downloaded den 30. marts 2012

Artikel i Berlingske Business *"Vores aktie er uafhængig af konjunkturer"* fra den 14. januar 2008

Internet hjemmeside: <http://www.business.dk/medico/coloplast-chef-vores-aktie-er-uaefhaengig-af-konjunktur> downloaded den 21. marts 2012

Artikel i NPInvestor *"Aktier ses starte lavere – Oliepris i historisk hop"* fra 23. september 2008.

Internet hjemmeside: <http://npinvestor.dk/nyheder/aktier-ses-starte-lavere-oliepris-i-historisk-hop-174784.aspx> downloaded den 1. april 2012

Artikel i Ingeniøren *"Coloplast forhandler frem for at presse"* fra den 29. maj 2009.

Internet hjemmeside:

http://marketwatch.dk/files/artikler/Ingenioren_Coloplast_forhandler_frem_for_at_presse_samlet.pdf downloaded den 2. april 2012

Artikel i Ingeniøren *"Spejdere hos Coloplast scanner horisonten for nye teknologier"* fra 15.

februar 2012. Internet hjemmeside: <http://ing.dk/artikel/126692-spejdere-hos-coloplast-scanner-horisonten-for-nye-teknologier> downloaded den 2. april 2012

Artikel i Computerworld *"ERP-gigant får dansk debut"* Dato Ukendt.

Internet hjemmeside: <http://npinvestor.dk/nyheder/aktier-ses-starte-lavere-oliepris-i-historisk-hop-174784.aspx> downloaded den 25. marts 2012

Artikel i Berlingske Business den 27. januar 2011 *"Coloplast klar til opkøb for milliarder"*.

Internet hjemmeside: <http://www.business.dk/medico/coloplast-klar-til-opkob-for-milliarder> downloaded den 3. april 2012

Interview med Naomi Klein i Nynatur. Internet hjemmeside:

http://www.nynatur.dk/artikler/artikel_tekster/naomi_klein.html downloaded den 21.april 2012

Artikel på LO's internet hjemmeside: <http://www.lo.dk/Tema/TemaArkiv/2005/Globalisering-setfraKina/KinesiskarbejdsmarkedsforskerLavloni30arendnu.aspx> downloaded den 21.april 2012

Øvrige internetkilder:

Coloplast:

www.Coloplast.dk

Wikipedia:

http://da.wikipedia.org/wiki/Sundhedsreformen_i_USA downloaded den 24. marts 2012

http://en.wikipedia.org/wiki/Health_care_industry#cite_note-2 downloaded den 30.marts 2012

OECD:

www.OECD.com (<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SHA>) downloaded den 26. marts 2012

The Kaiser Family Foundation:

<http://www.kff.org/insurance/snapshot/chcm050206oth2.cfm> downloaded den 30. marts 2012

Nordea Markets:

http://www.nordeamarkets.com/sitemod/upload/root/www_nordeamarkets_com/PDF/DK/EconomicOutlook_DK_2012-03.pdf downloaded den 27. marts 2012

Gyldendals leksikon:

[http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/%C3%98konomi_i_and_re_lande/Kina_\(%C3%98konomi\)](http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/%C3%98konomi_i_and_re_lande/Kina_(%C3%98konomi)) downloaded den 26. marts 2012

EUROSTAT.

http://translate.google.dk/translate?hl=da&langpair=en%7Cda&u=http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Population_projections downloaded den 27. Marts 2012

Sanofi:

<http://www.sanofi.dk/l/dk/da/layout.jsp?scat=6DE60836-2E06-435D-AB53-52CAA365F172>

downloaded den 28.marts 2012

conZOOM:

https://www.conzoom.eu/mosaic/A3_Det_gr%C3%A5_guld.aspx downloaded den 28. Marts 2012

Magasinet Rask:

<http://www.e-pages.dk/raskmagasinet/94/30> downloaded den 28.marts 2012

Delta:

<http://www.delta.dk/dk/Forr-omr/TC/medicinsk-udstyr/medicinsk-udstyr-hvad-er-medicinsk-udstyr.page> downloaded den 30.marts 2012

Rapport om Medico Sektoren i Danmark, udgivet af brancheorgan:

<http://www.vf.dk/~media/Files/1%20Analyse/PDF/Medico%20sektoren%20analyse.ashx>

downloaded den 30. marts 2012¹

Medicoindustriens Nyhedsbrev / Branchestatistik:

<http://www.vf.dk> downloaded den 30. marts 2012

Convatec:

www.convatec.dk og Dansacs internet hjemmeside: www.dansac.dk downloaded den 1. april 2012

AstraTech:

<http://www.astratech.us/> downloaded den 1.april 2012

Arbejdernes Landsbank:

<http://www.al-bank.dk/default.asp?id=593> downloaded den 30.april 2012

Nationalbanken: Notat om ”risikopræmien på aktier”.

[http://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Risikopraemien_paa_aktier/\\$file/2003_kvo1_ris73.pdf](http://nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Risikopraemien_paa_aktier/$file/2003_kvo1_ris73.pdf)

downloaded den 15. april 2012

Babson: *Finding Beta Research Guide.*”

(<http://libguides.babson.edu/content.php?pid=10456&sid=69436>) downloaded den 1. maj 2012

Bloomberg:

<http://www.bloomberg.com/quote/COLOB:DC/key-statistics> downloaded den 30.april 2012

Euroinvestor:

<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/coloplast-b/206388/graf> 2. maj 2012

Johnson & Johnson:

<http://www.investor.jnj.com/2011annualreport/index.html>

C.R. Bard:

<http://investorrelations.crbard.com/phoenix.zhtml?c=91501&p=irol-stockquote>

Boston Scientific Group:

<http://nocache-phx.corporate-ir.net/staging/phoenix.zhtml?c=62272&p=irol-reportsannual>

Bilag A – Totalindkomst / Egenkapitalopgørelse

Reformuleret totalindkomst / egenkapital

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Egenkapital primo	2.804	2.398	2.290	2.850	3.452
Transaktioner med ejerne:					
Betalt udbytte	-184	-396	-257	-300	-422
køb af egne aktier samt udnyttelse af aktieoptioner, netto	-1.024	-484	19	-471	-344
Egenkapital ultimo, inden indregning af dirty surplus	1.596	1.518	2.052	2.079	2.686
Dirty surplus:					
Værdiregulering af valuta- og renteafdækning	96	68	-37	-57	-10
Heraf overført til finansielle poster		-63	-40	94	-5
Skatteeffekt af afdækning	-27	-1	26	-9	4
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta	-108	-8	-22	83	7
Skatteeffekt af kursregulering af aktiver i fremmed valuta			0	-21	-2
Kursregulering af primoværdier og øvrige reguleringer	-4	41	-38	3	-59
Skatteposter direkte på egenkapitalen			0	3	9
Aktiebaseret vederlæggelse	7	20	26	34	29
Dirty surplus i alt	-36	57	-85	130	-27
Årets resultat	838	715	883	1.243	1.819
Totalindkomst i alt inkl DIRTY SURPLUS	802	772	798	1.373	1.792
Egenkapital ultimo + Totalindkomst	2.398	2.290	2.850	3.452	4.478

Bilag B - Balancer

Officiel balance

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktiver					
Erhvervede patenter og varemærker mv.	1.275	1.134	1.012	939	941
Goodwill	639	641	629	670	737
Software	120	106	133	123	115
Forudbetalte og immaterielle anlægsaktiver under udvikling	30	46	34	35	9
Immaterielle anlægsaktiver	2.064	1.927	1.808	1.767	1.802
Grunde og bygninger	1.200	1.173	1.251	1.194	1.133
Produktionsanlæg og maskiner	631	781	1.004	937	886
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	178	196	207	176	154
Forudbetalinger og materielle anlægsaktiver under udførelse	406	584	173	141	93
Materielle anlægsaktiver	2.415	2.734	2.635	2.448	2.266
Kapitalandele i associerede virksomheder	0	0	0	2	6
Andre værdipapirer og kapitalandele	13	4	4	4	0
Udskudt skatteaktiv	145	146	147	178	163
Andre tilgodehavender	0	0	0	19	16
Finansielle anlægsaktiver	158	150	151	203	185
Langfristede aktiver	4.637	4.811	4.594	4.418	4.253
Varebeholdninger	940	1.224	986	959	946
tilgodehavender fra salg	1.619	1.563	1.530	1.696	1.820
Selskabsskat	73	11	31	23	11
Andre tilgodehavender	138	101	114	109	231
Periodeafgrænsningsposter	70	77	78	90	71
Tilgodehavender	1.900	1.752	1.753	1.918	2.133
Værdipapirer	1	1	1	1	568
Likvide beholdninger	272	193	629	475	1.318
Kortfristede aktiver	3.113	3.170	3.369	3.353	4.965
Aktiver	7.750	7.981	7.963	7.771	9.218
Passiver					
Aktiekapital	240	230	225	225	225
reserve for valuta - og rentefædkning	4	8	-49	-21	-32
Forslag til udbytte for regnskabsåret	396	257	300	422	585
overført overskud	1.758	1.795	2.374	2.826	3.700
Minoritetsinteresser	2	1	0	0	0
Egenkapital i alt	2.400	2.291	2.850	3.452	4.478
Hensættelser til pensioner og lignender forpligtelser	103	90	75	80	75
Hensættelser til udskudt skat	202	191	225	186	167
Andre hensatte forpligtelser	11	16	23	11	4
Gæld til realkreditinstitutter	580	467	459	460	459
Kreditinstitutter i øvrigt	1.792	2.316	1.797	1.091	1.537
Anden gæld	52	370	447	359	334
Periodeafgrænsningsposter	354	70	100	74	77
Langfristede forpligtelser	3.094	3.520	3.126	2.261	2.653
Hensættelser til pensioner og lignender forpligtelser	3	9	14	10	8
Andre hensatte forpligtelser	8	19	12	18	35
Gæld til realkreditinstitutter	7	13	14	7	6
Gæld til kreditinstitutter i øvrigt	718	474	219	165	92
Leverandører af varer og tjenesteydelser	461	397	428	455	420
Selskabsskat	34	211	242	490	516
Anden gæld	1.014	1.036	1.054	882	983
Periodeafgrænsningsposter	11	11	4	31	27
kortfristede gældsforpligtelser	2.256	2.170	1.987	2.058	2.087
Forpligtelser	5.350	5.690	5.113	4.319	4.740
Egenkapital og forpligtelser	7.750	7.981	7.963	7.771	9.218

Reformuleret Balance

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Kerne driftsaktiver					
Erhvervede patenter og varemærker mv.	1.275	1.134	1.012	939	941
Goodwill	639	641	629	670	737
Software	120	106	133	123	115
Forudbetalte og immaterielle anlægsaktiver under udvikling	30	46	34	35	9
Grunde og bygninger	1.200	1.173	1.251	1.194	1.133
Produktionsanlæg og maskiner	631	781	1.004	937	886
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	178	196	207	176	154
Forudbetalinger og materielle anlægsaktiver under udførelse	406	584	173	141	93
Udskudt skatteaktiv	145	146	147	178	163
Andre tilgodehavender	0	0	0	19	16
Varebeholdninger	940	1.224	986	959	946
tilgodehavender fra salg	1.619	1.563	1.530	1.696	1.820
Selskabsskat (tilgodehavende)	73	11	31	23	11
Andre tilgodehavender	138	101	114	109	231
Periodeafgrænsningsposter	70	77	78	90	71
Driftslikviditet	40	42	44	48	51
Kerne driftsaktiver i alt	7.504	7.825	7.373	7.337	7.377
Driftsforpligtelser					
Hensættelser til udskudt skat	202	191	225	186	167
Andre hensatte forpligtelser(langfristet)	11	16	23	11	4
Anden gæld	52	370	447	359	334
Periode afgrænsningsposter(langfristet)	354	70	100	74	77
Andre hensatte forpligtelser(kortfristet)	8	19	12	18	35
Leverandører af varer og tjenesteydelser(kortfristet)	461	397	428	455	420
Selskabsskat	34	211	242	490	516
Anden gæld(kortfristet)	1.014	1.036	1.054	882	983
Hensættelser til pensioner og lignende forpligtelser(langfristet)	103	90	75	80	75
Hensættelser til pensioner og lignende forpligtelser(kortfristet)	3	9	14	10	8
Periodeafgrænsningsposter(kortfristet)	11	11	4	31	27
Driftsforpligtelser	2.253	2.420	2.624	2.596	2.646
Kerne Netto Driftsaktiver	5.251	5.405	4.749	4.741	4.731
Ikke kerne driftsaktiver					
Kapitalandele i associerede virksomheder	0	0	0	2	6
Andre værdipapirer og kapitalandele	13	4	4	4	0
Ikke kerne driftsaktiver	13	4	4	6	6
Netto Driftsaktiver (NDA)	5.264	5.409	4.753	4.747	4.737
Egenkapital					
Hensat til aktiebaseret vederlag (se ovenfor under forpligtelser)	-7	-20	-26	-34	-29
Aktiekapital	240	230	225	225	225
Reserve for valuta- og rentedækning	4	8	-49	-21	-32
Aktiebaseret vederlæggelse	7	20	26	34	29
Forslag til udbytte for regnskabsåret	396	257	300	422	585
Overført overskud	1.758	1.795	2.374	2.826	3.700
Egenkapital excl. minoritetsinteresser	2.398	2.290	2.850	3.452	4.478
Minoritetsinteresser	2	1	0	0	0
Egenkapital i alt (EK)	2.400	2.291	2.850	3.452	4.478
Finansielle forpligtelser					
Gæld til realkreditinstitutter (langfristet)	580	467	459	460	459
Kreditinstitutter i øvrigt (langfristet)	1.792	2.316	1.797	1.091	1.537
Gæld til realkreditinstitutter (kortfristet)	7	13	14	7	6
Kreditinstitutter i øvrigt (kortfristet)	718	474	219	165	92
Finansielle forpligtelser	3.097	3.270	2.489	1.723	2.094
Finansielle aktiver					
Værdipapirer	1	1	1	1	568
likvide beholdninger	232	151	585	427	1.267
Finansielle aktiver	233	152	586	428	1.835
Netto Finansielle forpligtelser (NFF)	2.864	3.118	1.903	1.295	259
EK+NFF	5.264	5.409	4.753	4.747	4.737

Bilag C - Resultatopgørelser

Officielle resultatopgørelser

Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
omsætning	8.042	8.463	8.820	9.537	10.172
- produktionsomkostninger	-3.208	-3.465	-3.717	-3.693	-3.604
= Bruttoresultat	4.834	4.998	5.103	5.844	6.568
Distributionsomkostninger	-2.536	-2.589	-2.685	-2.817	-2.988
Administrationsomkostninger	-988	-882	-614	-557	-604
forsknings- og udviklingsomkostninger	-319	-415	-389	-409	-415
Andre drifts indtægter	81	71	89	47	52
andre drifts omkostninger	-11	-29	-29	-30	-32
Driftsresultat før særlige poster	1.061	1.154	1.475	2.078	2.581
Særlige poster	-312	-160	-80	-83	0
Driftsresultat (EBIT)	749	994	1.395	1.995	2.581
Resultatandele efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	0	0	0	0	-1
Finansielle indtægter	68	201	61	18	47
Finansielle omkostninger	-222	-203	-245	-339	-171
Resultat før skat	595	992	1.211	1.674	2.456
Skat af årets resultat	-225	-277	-328	-431	-637
Årets resultat for ophørende aktiviteter	468	0	0	0	0
Årets resultat	838	715	883	1.243	1.819

Reformulerede resultatopgørelser

Skatteprocent anvendt (effektiv skattesats ifølge årsrapporterne)	0,26	0,28	0,27	0,26	0,26
Mio DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	8.042	8.463	8.820	9.537	10.172
- driftsomkostninger afholdt for at skabe salg	-7.051	-7.351	-7.405	-7.476	-7.611
Driftsoverskud fra salg (før skat)	991	1.112	1.415	2.061	2.561
+ rapporteret skatteomkostninger	-225	-277	-328	-431	-637
+ skattefordel på netto finansielle omkostninger	-40	-1	-50	-83	-32
+ skat allokeret til anden driftsoverskud	-63	-33	-5	-17	5
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	663	801	1.032	1.529	1.897
+/- andet driftsoverskud der kræver skatteallokering	-242	-118	-20	-66	20
- restruktureringsomkostninger					
+ gevinst og tab ved salg af /ophørende driftsaktiver	468				
+ kalkuleret afkast på pensionsaktiver					
- skat på andet driftsoverskud	63	33	5	17	-5
+/- efter skat driftsposter	0	0	0	0	-1
Andet driftsoverskud efter skat	289	-85	-15	-49	14
+/- dirty surplus poster (efter skat)	-36	57	-85	130	-27
Samlet driftsoverskud (efter skat)	916	773	932	1.611	1.884
+ finansielle omkostninger	-222	-203	-245	-339	-171
- finansielle indtægter	68	201	61	18	47
= Nettofinansielle omkostninger før skat	-154	-2	-184	-321	-124
- skattefordel på nettofinansielle omkostninger	40	1	50	83	32
= NFO efter skat	-114	-1	-134	-238	-92
Samlet totalindkomst	802	772	798	1.373	1.792

Bilag D – Base Case Budget og Værdiestimat

	R 2010/11	Eksplisit budgetperiode														Steady state	
		B år 1	B år 2	B år 3	B år 4	B år 5	B år 6	B år 7	B år 8	B år 9	B år 10	B år 11	B år 12	B år 13	B år 14	B år 15	Terminalperiode
Omsætning i alt	10.172	10.941	11.790	12.820	13.896	15.077	16.301	17.493	18.700	19.763	20.708	21.680	22.499	23.165	23.827	24.509	25.211
I pct.		7,56%	7,77%	8,73%	8,40%	8,50%	8,12%	7,31%	6,90%	5,68%	4,78%	4,69%	3,78%	2,96%	2,86%	2,86%	2,86%
Omsætningsvækst stomi	4.266	4.650	5.068	5.575	6.077	6.624	7.154	7.726	8.267	8.763	9.201	9.661	10.048	10.349	10.660	10.979	11.309
I pct.		9,00%	9,00%	10,00%	9,00%	9,00%	8,00%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Omsætningsvækst kontinens	3.456	3.767	4.106	4.517	4.968	5.465	6.012	6.487	6.999	7.419	7.790	8.179	8.507	8.762	9.025	9.295	9.574
I pct.		7,90%	9,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	7,90%	7,90%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Omsætningsvækst urologi	938	1.027	1.119	1.231	1.354	1.476	1.609	1.737	1.876	2.008	2.128	2.235	2.324	2.417	2.490	2.564	2.641
I pct.		9,45%	9,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%	8,00%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	4,00%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Omsætningsvækst sær- og hudpleje	1.512	1.497	1.497	1.497	1.497	1.512	1.527	1.542	1.558	1.573	1.589	1.605	1.621	1.637	1.653	1.670	1.687
I pct.		-1,10%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Overskudsgrad (fra drift efter skat)	18,65%	20,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%	18,00%	18,00%	16,00%	16,00%	16,00%	15,00%	15,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Driftsoverskud efter skat (DO)	1.897	2.188	2.476	2.564	2.640	2.865	2.934	3.149	2.992	3.162	3.313	3.252	3.375	3.243	3.336	3.431	3.530
NDA omsætningshastighed	2,15	2,15	2,10	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05
Nettodriftsaktiver (NDA)	4.737	5.089	5.614	6.254	6.779	7.355	7.952	8.533	9.122	9.641	10.102	10.576	10.975	11.300	11.623	11.956	12.298
Ændring i nettodriftsaktiver (Δ NDA)		352	526	639	525	576	597	581	589	518	461	474	400	325	323	333	342
Frit cash flow (DO - Δ NDA)	1.894	1.836	1.950	1.925	2.115	2.289	2.337	2.568	2.403	2.644	2.852	2.778	2.975	2.918	3.013	3.099	3.187
Frit cash flow tilbagediskonteret	1.701	1.673	1.530	1.557	1.561	1.476	1.476	1.502	1.302	1.327	1.326	1.196	1.187	1.078	1.031	982	936
WACC		7,96%															
Tilbage diskonteringsfaktor		1,00000	0,92627	0,85797	0,79471	0,73612	0,68184	0,63157	0,58501	0,54187	0,50192	0,46491	0,43063	0,39888	0,34223	0,31700	0,29363
Værdiberegning:	i mDKK	Budgetsammenhænge:															
Pr. 30. september 2011	FCFF																
+ Nutidsværdi af FCFF for eksplisit budgetperiode	20.429																
+ Nutidsværdi af FCFF for terminalperiode	19.825																
+ NDA (ved RIDO)	0																
= Nutidsværdi af driftsaktivitet	40.254																
+ Markedsværdi af ikke driftsaktiver	6																
= Virksomhedsværdi (enterprise value)	40.260																
- Nettofinansielle forpligtelser	-259																
- Minoritetsandele	0																
= Egenkapitalværdi	40.001																
Antal udstående aktier i mio. stk.	41,811																
Aktiekurs pr. 30. september 2011 i DKK	957																
Aktiekurs pr. 16. april 2012 i DKK	999																

Bilag E – Multipler

Multiple

Formel

$$\frac{\text{Ugearet pris}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsværdi af egenkapital + nettogæld}}{\text{EBIT}}$$

$$\frac{\text{Ugearet pris}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsværdi af egenkapital + nettogæld}}{\text{EBITDA}}$$

Ugearet pris = Enterprise Value

Beregning af aktieværdi på baggrund af gennemsnitlige multipler for peer Group:

	EV / EBITDA	EV / EBIT
Enterprise Value, i mDKK	33.048	35.444
Nettofinansielle forpligtelser, i mDKK	-259	-259
Markedsværdi af egenkapital, i mDKK	32.789	35.185
Antal udestående aktier, mio. stk.	42,166	42,166
Markedsværdi af en B-aktie, i DKK	778	834

EV = EBITDA eller EBIT x multipel