

Cand.merc.aud studiet
Institut for Regnskab og Revision
Copenhagen Business School
August 2009

Kandidatafhandling

Strategisk analyse og værdiansættelse af

Coloplast A/S

Strategic analysis and valuation of Coloplast A/S



Studerende:
Ulrik Wørmer

Vejleder:
Christian Würtz

0. Executive summary	4
1. Indledning	5
1.1 Problemformulering.....	5
1.2 Afgrænsning	6
1.3 Kildekritik.....	7
1.4 Disposition over opgaven	7
2. Virksomhedsbeskrivelse	10
2.1 Vision og mission	10
2.2 Forretningsområder.....	10
2.2.1 Stomi.....	11
2.2.2 Kontinens og urologi	11
2.2.3 Sår- og hudpleje.....	11
2.3 Geografiske markeder.....	12
2.4 Aktiekurs udvikling	12
2.5 Aktionærforhold	13
3. Strategisk analyse	14
3.1 Omverdensanalyse.....	14
3.1.1 Politiske faktorer.....	14
3.1.2 Økonomiske forhold	16
3.1.3 Sociologiske og demografiske forhold	17
3.1.4 Teknologi forhold.....	18
3.2 Brancheanalyse.....	19
3.2.1 Adgangsbarrierer	19
3.2.2 Kunder	20
3.2.3 Leverandører.....	21
3.2.4 Substitutter.....	21
3.2.5 Intern rivalisering	22
3.3 Intern analyse.....	24
3.3.1 Analyse af ressourcer.....	24

3.3.2 Værdikædeanalyse.....	27
3.3.3 Produktanalyse.....	29
3.3.4 Analyse af Coloplast strategi.....	32
3.3.5 SWOT Analyse.....	36
3.4 Delkonklusion.....	37
4. Regnskabsanalyse.....	39
4.1 Revisionspåtegninger.....	39
4.2 Den anvendte regnskabspraksis.....	40
4.3 Reformulering af årsrapporten.....	40
4.3.1 Reformulering af egenkapitalen.....	41
4.3.2 Reformulering af balancen.....	42
4.3.3 Reformulering af resultatopgørelsen.....	43
4.4 Analyse af aktivitet i analyseperioden.....	44
4.5 Analyse af rentabilitet.....	45
4.5.1 Dekomponering af OG og AOH.....	45
4.5.2 Dekomponering af ROIC.....	47
4.5.3 Dekomponering af finansiell gearing.....	48
4.5.4 Dekomponering af ROE.....	48
4.6 Common-size-analyse.....	49
4.7 Analyse af risiko.....	51
4.7.1 Den driftsmæssige risiko.....	51
4.7.2 Den finansielle risiko.....	53
4.8 Analyse af væksten.....	53
4.8.1 Permanente overskud.....	54
4.8.2 Selvfinsieret vækst.....	54
4.9 Likviditet og finansiering.....	55
4.10 Delkonklusion.....	56
5. Værdiansættelse.....	58
5.1 Budgettering.....	58
5.1.1 Budgetforudsætninger for omsætningen.....	59

5.1.2 Budgetforudsætninger for resultatopgørelsen.....	61
5.1.3 Budgetforudsætninger for balancen.....	62
5.1.4 Estimering af det frie cash flow	62
5.2 Terminalværdien.....	63
5.3 Beregning af Coloplasts kapitalomkostninger	64
5.3.1 Kapitalstrukturen	64
5.3.2 Kapitalomkostninger på gæld efter skat	65
5.3.4 Ejernes afkastkrav.....	68
5.3.5 Beregning af wacc	69
5.4 Værdiansættelse af Coloplast.....	69
5.4.1 Valg af værdiansættelsesmodel	69
5.4.2 Værdiansættelse med DCF-modellen	70
5.4.3 Estimeret kurs i forhold til markedskursen.....	71
5.4.4 Følsomhedsanalyse	73
5.4.5 Værdiansættelse med multipler	73
5.5 Delkonklusion.....	75
6. Konklusion.....	77
7. Litteraturliste.....	79
8. Bilagsoversigt	82

0. Executive summary

This master's thesis encompasses a strategic analysis and valuation of the Danish company Coloplast A/S.

Coloplast is a global producer of medical equipment, and specializes in intimate healthcare. Coloplast operates in three business areas: ostomy care; urology and continence care; and wound and skin care. Recently, Coloplast has faced a number of problems relating to the German ostomy care business, SIEWA, and in its wound and skin care division. These problems will affect growth in the short perspective.

In the long run, the aging population and obesity in the western population and the growing economic health in emerging markets will give Coloplast opportunities to increase sales. However, future pressure on the health sector has forced politicians to introduce healthcare reforms in main markets, such as in UK, France, Germany and the US. Combined with bulk purchases in the healthcare sector, the healthcare reforms will increase pressure on the prices.

In order to mitigate with the increasing price pressure, the Coloplast strategies has focused on cost reductions and efficiency in the organization. In recent years, Coloplast has invested in production facilities in Hungary and China in order to transfer production from Denmark to these low costs areas. The efficiency has also been improved by implementation of the lean manufacturing principles in the administration throughout the organization.

Coloplast has increased gross profit in the analysis period. Further, the distribution and administration costs have decreased in the period, which shows that the above-mentioned efforts on cost savings have had an impact on profit performance. However, the common-size analysis showed that the management should focus on reducing production costs in order to improve earnings.

The valuation of Coloplast is based on the DCF model and is founded on the budgeting of Coloplast's future cash flows. The enterprise value of Coloplast is estimated to be DKK 27,344m, amounting to a share price of DKK 568. The estimated price is 46% above the price at 14 May 2009. The market value of Coloplast seems to be undervalued. The decline in the German ostomy business area and the problems in the wound and skin care division will raise some uncertainty with the potential investor, and these circumstances seem to be reflected in the current share price.

1. Indledning

Den globale økonomi befinder sig i en periode med lavkonjunktur, og det er usikkert, hvornår økonomien forlader de recessionslignende tilstande. Under disse forhold vil investorenes fokus være rettet mod sektorer, som ikke direkte er præget af konjunkturudviklingen. En af disse sektorer er sundhedssektoren, som betegnes som en defensiv sektor, da der til trods for økonomisk afmatning stadig vil være efterspørgsel på medicin og medicinsk udstyr.

Det danske selskab Coloplast A/S (herefter benævnt Coloplast) producerer produkter til sundhedssektoren, og kan betegnes som en defensiv aktie. Denne kandidatafhandling vil analysere og værdiansætte Coloplast. Grundlaget for værdiansættelsen er en strategisk analyse, som potentielle investorer bør foretage for at vurdere mulighederne og truslerne for den fremtidige indtjening. Værdiansættelsen foretages som en ekstern analyse, da de fleste potentielle investorer kun vil have adgang til ekstern information og data om selskabet. Derved vil værdiansættelsen blive af en mere generel karakter.

Værdiansættelsen vil være rettet mod den private investor, hvor aktien bør indgå i en portefølje bestående af aktier i forskellige sektorer. Hensigten med denne opgave er at give en objektiv vurdering af værdien af Coloplast, ikke at give en købs- eller salgsanbefaling. Idet værdiansættelsen alene er udarbejdet på baggrund af ekstern information, vil den beregnede værdi af Coloplasts aktie få karakter af et estimat.

1.1 Problemformulering

Formålet med nærværende opgave er at udarbejde en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Coloplast. Denne foretages ud fra investors synspunkt, som ønsker en positiv forrentning af den investerede kapital. Med udgangspunkt heri kan opgavens hovedproblem for opgaven formuleres således:

- *Hvilken aktiekurs vil en værdiansættelse af Coloplast pr. 14. maj 2009 vise? Og hvilke faktorer vurderes at have forklaringsværdi, hvis den estimerede kurs afviger fra markedsværdi pr. 14. maj 2009?*

Problemstilling vil blive besvaret ved at foretage en strategisk regnskabsanalyse, som vil være grundlaget for en pålidelig budgettering af Coloplasts fremtidige indtjeningsevne. Den budgetteret fremtidige indtjening er afgørende for at kunne estimere værdien af Coloplasts egenkapital pr. 14. maj 2009.

I relation til ovenstående problemstilling er der en række forhold, der skal redegøres for. På baggrund af disse forhold er følgende delspørgsmål formuleret:

- Hvilke eksterne forhold påvirker Coloplast som selskab?
- Hvilke interne forhold skaber værdi for Coloplast?
- Hvordan har Coloplasts rentabilitet udviklet sig i analyseperioden?
- Hvilke budgetforudsætninger ligger til grundlag for værdien?

1.2 Afgrænsning

Opgaven vil ikke beskrive de anvendte modeller og teorier, der undervises i faget Ekstern Rapportering på cand.merc.aud. – studiet, da opgavens interessenter forventes at være bekendte med disse. Disse vil dog kort blive gennemgået i det følgende afsnit. Den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil blive foretaget med udgangspunkt i pensum fra faget Ekstern Rapportering.

Opgaven vil tage udgangspunkt i danske forhold under omverdensanalysen, da det forventes at de identificerede problemstillinger ligeledes vil være gældende på de øvrige nationale markeder som Coloplast opererer på. Analyseperioden er afgrænset til årsregnskaberne fra 2005/06 til 2007/08. Regnskabsanalysen er alene baseret på Coloplasts koncernregnskab. De enkelte datter- og associerede selskaber vil, af hensyn til opgavens omfang, ikke være genstand for en særskilt analyse. Datter- og associerede selskabers regnskaber er konsolideret i Coloplasts koncernregnskab, som opgaven værdiansætter aktien på baggrund af.

Opgaven værdiansætter Coloplast ud fra en stand-alone betragtning. Derved ses der bort fra Coloplasts strategiske værdi. I opgaven vil der således blive set bort fra Coloplasts vækststrategi gennem opkøb af konkurrenter, leverandører eller forhandlere, da et opkøb vil have effekt på Coloplast aktiekurs. Konkurrenters køb af Coloplast vil heller ikke blive analyseret. Årsagen hertil skyldes, at det ikke vurderes muligt, at fastslå effekten og evt. synergieffekter af sådanne dispositioner. Dispositioner af denne art vil have effekt på Coloplasts aktiekurs, og den estimerede kurs vil ikke afspejle dette.

Coloplasts aktie ønskes værdiansat pr. 14. maj 2009, og begivenheder efter denne dato er ikke medtaget i analysen. Værdiansættelsen af Coloplast er skrevet ud fra offentligt tilgængeligt materiale, da det er dette materiale som aktieanalytikere og investorer ligger til grund for deres værdiansættelse. Opgaven vil ikke diskutere eller analysere på situationen på de finansielle markeder, eller årsagerne hertil.

Alle beløb i værdiansættelsen er angivet i løbende priser, medmindre andet er angivet, således at estimater er inklusiv inflation. Opgaven vil afgrænse sig fra at udlede DCF- og RI-modellen fra den grundlæggende DDM-model.

1.3 Kildekritik

Opgaven er udelukkende besvaret ved hjælp af offentlig tilgængelig information. Informationen er indhentet fra mange forskellige steder, herunder faglitteratur, Coloplasts årsrapporter, dagspressen samt diverse tilgængelige analyser og hjemmesider, hvorfor det er nødvendigt at forholde sig kritisk til kilderne.

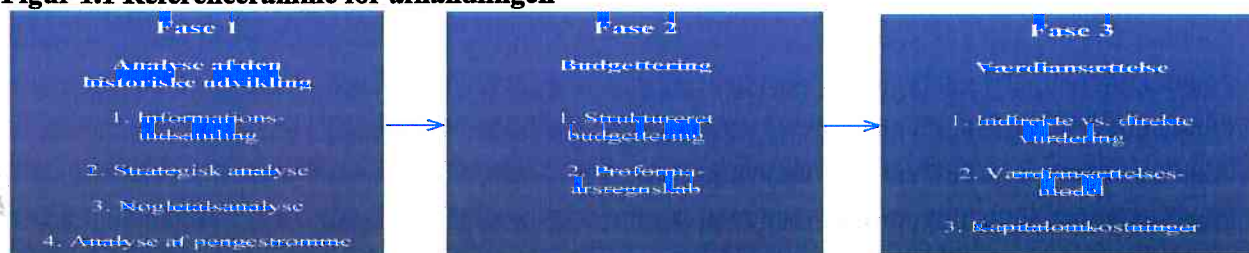
Coloplasts økonomiske forhold er baseret på tallene fra årsrapporterne, som er revideret af et uafhængigt revisionsselskab, hvorfor disse antages at være pålidelige. Ledelsesberetningerne fra Coloplasts årsrapporter er anvendt i analyserne. Udsagnene heri må vurderes at være forholdsvis objektive, da disse er udgivet i den officielle årsrapport, som er påtegnet af den uafhængige revisor. Dog har opgaveskriver været opmærksom på, at Coloplast, ligesom andre selskaber, vil forsøge at beskrive deres udvikling, så den fremstår så positiv som muligt.

Artikler fra dagspressen er oftest påvirket af journalisternes egne eller dagbladets meninger eller formål med artiklerne. Derfor er der anvendt en kritisk tilgang til de anvendte artikler, og ikke kun anvendt artikler fra en avis. Samme tilgang er anvendt over for anvendte analyser, herunder aktieanalyser og hjemmesider, da afsenderen kan have en skjult dagsorden med analysen.

1.4 Disposition over opgaven

Værdiansættelsen af et selskab er en proces, som kan opdeles i tre faser som illustreret i figur 1.1. Processen kan beskrives som kontinuerlig og iterativ. Det betyder at investor skal sikre sig, at værdiansættelsen afspejler den information som er tilgængelig på markedet, da værdien af selskabet kan ændre sig, når nye oplysninger kommer til.

Figur 1.1 Referenceramme for afhandlingen

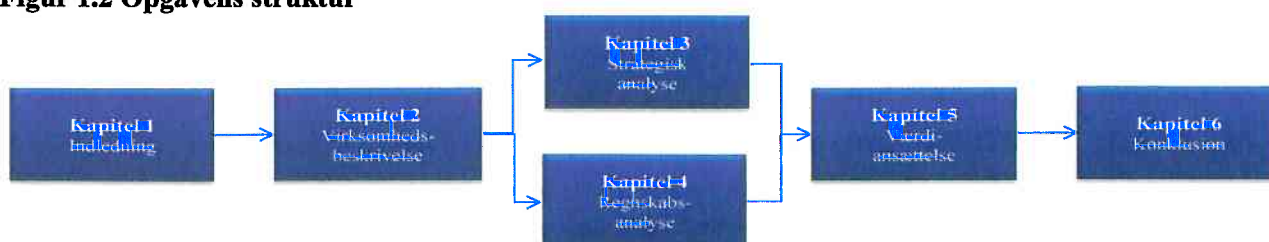


Kilde: Elling, 2005, side 23

Nærværende opgave vil tage udgangspunkt i ovenstående tre faser, således at kapitel 2, Virksomhedspræsentation til dels vil dække punkt 1 i fase 1. Den strategiske analyse, kapital 3, vil afdække fase 1's punkt 2, medens regnskabsanalysen i kapital 4 vil blive behandlet i fase 1's punkt 3-4. Fase 2 og 3, budgetteringen og værdiansættelsen, vil blive afdækket i kapital 5.

Baseret på ovenstående kan opgavens struktur illustreres som vist nedenfor i figur 1.2:

Figur 1.2 Opgavens struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Opgaven vil indlede med en virksomhedsbeskrivelse, der skal give læseren et overordnet kendskab til Coloplast og selskabets forretningsområder. Beskrivelsen af Coloplast vil fungere som en introduktion til den strategiske analyse i det efterfølgende kapitel.

Den strategiske analyse indledes med en omverdens- og brancheanalyse for at se på de ydre forhold, som påvirker Coloplasts nuværende og fremtidige indtjenings- og vækstpotentiale. Analyserne vil blive foretaget med hhv. PEST modellen og Porters Five Forces. Derefter vil Coloplasts interne forhold blive analyseret. Analysen vil starte med at identificere de af Coloplasts ressourcer, der giver selskabet konkurrencemæssige fordele. Dernæst følger en analyse af Coloplasts værdikæde, for at identificere hvor de konkurrencemæssige fordele skabes¹. Endelig vil Coloplasts forretningsdivisioner blive analyseret vha. BCG-modellen. Ovenstående danner baggrund for en analyse af Coloplasts nuværende strategi. Denne foretages ved gennemgang af Coloplasts forretningsstrategier. Derudover vil Coloplasts vækststrategi blive analyseret ud fra Anshoffs vækstmatrice. Som afslutning på den strategiske analyse vil der følge en opsamling af Coloplasts styrker og svagheder samt de muligheder og trusler, som omverdenen og branchen skaber for Coloplast. Dette vil blive foretaget med udgangspunkt i SWOT-modellen.

Regnskabsanalysen udarbejdes på baggrund af Coloplasts årsrapporter fra 2005/06-2007/08. Regnskabsanalysens primære formål er at danne grundlag for en vurdering af Coloplasts økonomiske fundament for fremtidig vækst og indtjening. Indledningsvis vil derfor blive foretaget en gennemgang og

¹ Elling, 2005, side 76 og 78

vurdering af regnskabsmaterialet. Vurderingen vil omfatte en gennemgang af revisionspåtegninger, den anvendte regnskabspraksis og reformulering af historiske regnskabsdata. Reformuleringen vil omfatte årsrapportens egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse, som danner baggrund for den følgende nøgletalsanalyse. Formålet med reformuleringen er at opdele Coloplasts aktiviteter i hhv. drift og finansiering.

På baggrund af et nu konsistent analysegrundlag foretages en analyse af Coloplasts historiske udvikling, inden for områderne aktivitet, rentabilitet og indtjening, risiko og vækst samt analyse af likviditet og finansiering. Rentabiliteten vil blive målt på Coloplasts evne til at forrente den investerede kapital, udtrykt gennem egenkapitalens forrentning, ROE, og afkastningsgraden, ROIC. Egenkapitalens forrentning vil blive vurderet i sammenhæng med afkastningsgraden, samt de øvrige faktorer, der har indflydelse herpå. Analysen af egenkapital forrentningen er baseret på DuPont pyramidens systematik. Ved dekomponering af denne er det muligt at forklare de årsagssammenhænge, som ligger til baggrund for den økonomiske udvikling i selskabet. Risikoanalysens formål er at vurdere risikoen for at selskabets indtjening ikke bliver som forventet. Coloplasts samlede risiko vil blive vurderet ud fra hhv. den driftsmæssige og finansielle risiko. Væksten i egenkapitalen belyses ud fra udviklingen i den selvfinansierede vækst.

Værdiansættelsen af Coloplast vil svare på problemformuleringen ved at estimere aktiekursen pr. 14. maj 2009. Afsnittet vil indlede med en begrundelse for valget af værdiansættelses model. Derefter vil budgetforudsætningerne for budgetteringen af de fremtidige pengestrømme blive gennemgået. Dette sker på baggrund af de identificerede muligheder og trusler i den strategiske analyse samt tendenserne fra regnskabsanalysen. Selve værdiansættelsen vil indledes med estimering af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, wacc. Coloplasts wacc anvendes som diskonteringsfaktor ved tilbagediskontering af de budgetterede pengestrømme. Estimatet af Coloplasts værdi vil blive foretaget ved hjælp af den kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodel DCF-modellen. Modellen bygger på en ex-ante betragtning, hvilket er i overensstemmelse med den generelle investeringsteori. Modellen fokuserer på indtjeningen i hele selskabets levetid baseret på en detaljeret budgettering af selskabets fremtidige pengestrømme. Afslutningsvis vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, for at teste følsomheden af den estimerede aktiekurs ved ændring af forskellige multipler.

2. Virksomhedsbeskrivelse

Coloplast er et globalt selskab, som beskæftiger omkring 7.500 mennesker. Coloplast udvikler, producerer og sælger medicinsk udstyr. Coloplast blev etableret i 1957 af Aage Louis-Hansen. Etableringen var et resultat af den stigende efterspørgsel på stomiposerne, som blev produceret på Aage Louis-Hansen fabrik Dansk Plastik Emballage. Stomiposerne var patenteret af sygeplejerske Elise Sørensen, som kendte de stomi opererede patienters problemer fra sit virke, og poserne kunne fastgøres direkte på kroppen ved hjælp af dobbeltklæbende tape, hvilket mindskede patienters frygt for lækage og lugtgener.

2.1 Vision og mission

Coloplasts mission statement udspringer fra Elise Sørensens forståelse for patienternes behov og traumer ved sygdommen. Statementet lyder som følgende: "Making life easier for people with intimate healthcare needs"².

Coloplasts vision, som er deres mission på den danske hjemmeside, er formuleret således:

"Inden for vores forretningsområder ønsker vi globalt at være den fortrukne leverandør af medicinsk udstyr og service, der forbedrer brugernes livskvalitet"³.

Coloplast har i deres mission formuleret de områder, som selskabet vil arbejde på for at opnå visionen. Disse er formuleret således⁴:

- Ved at udvikle innovative løsninger gennem samarbejde med kunderne
- Ved at etablere en virksomhedskultur, som tiltrækker og udvikler mennesker
- Ved at udvise ansvarsbevidsthed over for samfund og miljø og i forretningssammenhæng
- Ved at skabe vækst og større værdi for kunder, medarbejdere og aktionærer.

2.2 Forretningsområder

Coloplast har tre forskellige forretningsområder. Stomi produkterne er Coloplasts kerneområde, og udgør stadig den største del af omsætningen. Derudover har Coloplast forretningsområderne kontinens og urologi, og sår- og hudpleje. Fælles for Coloplasts produkter er, at de skal give livskvalitet til brugerne, således at

² <http://www.coloplast.com/about/ourcompany/mission/pages/default.aspx>

³ [http://www.coloplast.dk/ECompany/DKMed/Homepage.nsf/\(VIEWDOCSBYID\)/29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF?opendocument&unid=29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF](http://www.coloplast.dk/ECompany/DKMed/Homepage.nsf/(VIEWDOCSBYID)/29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF?opendocument&unid=29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF)

⁴ [www.coloplast.dk/ECompany/DKMed/Homepage.nsf/\(VIEWDOCSBYID\)/29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF?opendocument&unid=29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF](http://www.coloplast.dk/ECompany/DKMed/Homepage.nsf/(VIEWDOCSBYID)/29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF?opendocument&unid=29C3E61A9B3FDBBB41256A86004863BF)

generne ved deres sygdom reduceres, og de kan forsætte med at leve deres liv, som de gjorde før sygdommen. Coloplasts strategi er, at selskabet skal være markedsleder inden for hvert af forretningsområderne, og selskabet ønsker at have tocifrede vækstrater inden år 2012.

2.2.1 Stomi

Stomiprodukter, som er hjælpemidler til stomiopererede tegner sig for 42 pct. af omsætningen, jf. figur 2.1 nedenfor. Coloplast vurderer selv at være markedsleder med en global markedsandel på 36 pct.⁵. Stomiprodukterne henvender sig til patienter, som har fået foretaget urostomi, ileostomi eller kolostomi. Urostomi bruges af personer der har fået fjernet blæren. Dette kan ske ved blærekræft eller en medfødt misdannelse. Ileostomi er en åbning til tyndtarmen og anvendes af personer, som har fået fjernet tyktarmen og endetarmen oftest i forbindelse med kræft. Kolostomi til personer, som har fået fjernet en del af tyktarmen, evt. også fået fjernet endetarmen, hvorfor der laves en åbning til tyktarmen i bugen. Sortimentet omfatter klæbere til huden, poser, holdere, støttetrusser mm.⁶. Coloplast forventer at SenSura serien bidrager til at stomi forretningen vokster mere end markedsvæksten på 4-5 pct. årligt⁷.

2.2.2 Kontinens og urologi

Urologi produkterne anvendes i forbindelse med kirurgiske indgreb til behandling af sygdomme og skader i nyrer, urinveje og det mandlige kønsorgan. Kontinens produkterne behandler patinenter, som lider af inkontinens. Inkontinens rammer primært personer, som er fyldt fyrré år. Produktsortimentet omfatter katetre til mænd og kvinder, uridomer, analprop samt urinposer. Forretningsområdet tegner sig for 41 pct. af Coloplasts omsætning, jf. figur 2.1 nedenfor. Den samlede globale markedsandel er på 21 pct., og inden for kontinens er Coloplast markedsleder⁸. Markedsvæksten for Coloplasts produkter vurderes til 7-9 pct., ifølge Coloplast⁹.

2.2.3 Sår- og hudpleje

Sår- og hudpleje står for 17 pct. af omsætningen. Sårpleje omfatter produkter til behandling af væskende sår, specielt liggesår og diabetiske sår. Inden for sårpleje produceres skumbandager under navnet Biatain. Coloplast har tre varianter af Biatain. Biatain til almindelige væskende sår, Biatain Ibu med lokal frigivelse af det smertestillende ibuprofen, samt Biatian AG med sølv til sår med forsinket sårheling pga. betændelse

⁵ Coloplast årsrapport, 2007/08, s. 7

⁶ <http://www.coloplast.dk>

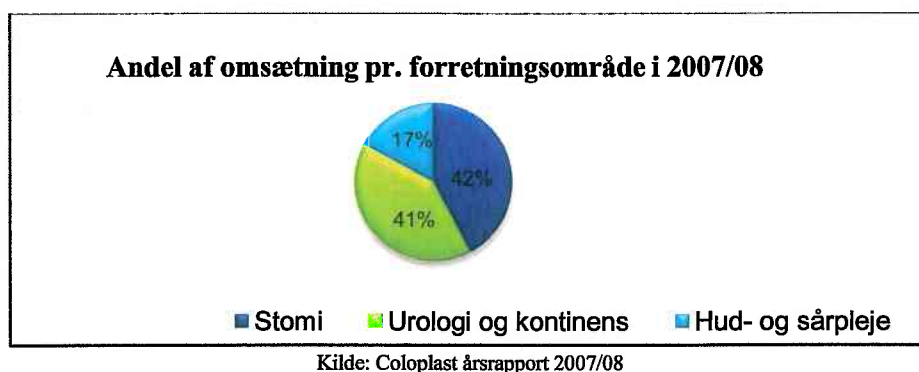
⁷ Coloplast årsrapport, 2007/08, s. 7

⁸ Coloplast årsrapport, 2007/08, s. 7

⁹ Coloplast årsrapport, 2007/08, s. 7

eller tegn på infektion. Hudpleje har to produktserier, Comfeel og Conveen, som er creme til pleje af huden ved anvendelse af hhv. stomi- og inkontinensprodukter.

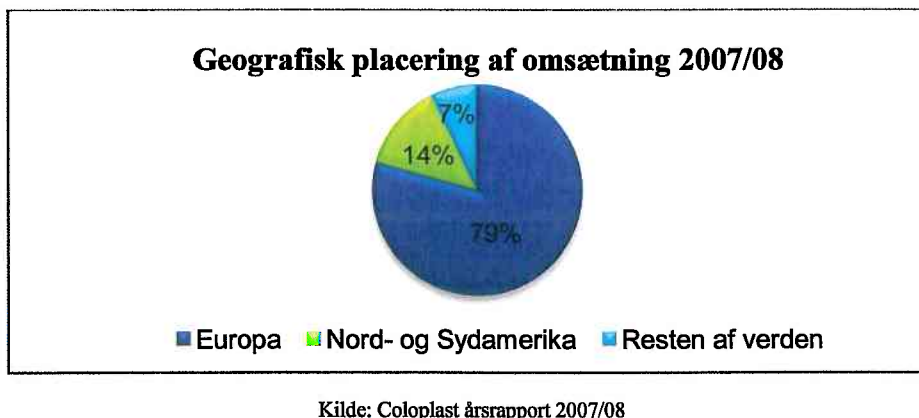
Figur 2.1 Omsætning fordelt pr. forretningsområde 2007/08



2.3 Geografiske markeder

Europa aftager 79 pct. af Coloplasts omsætning, hvor selskabet er førende inden for urologi-, kontinens- og stomi produkter¹⁰. Salget i Nord- og Sydamerika er på 14 pct., og der afsættes primært i USA, hvor selskabet er markedsleder på kontinens markedet, og har ambitioner om tocifrede markedsandele for alle forretningsområderne. Salget i resten af verden på 7 pct. sker primært i Australien og Japan, mens Coloplast fremover forventer vækst i flere asiatiske lande¹¹.

Figur 2.2. Omsætning fordelt på geografiske områder 2007/08



2.4 Aktiekurs udvikling

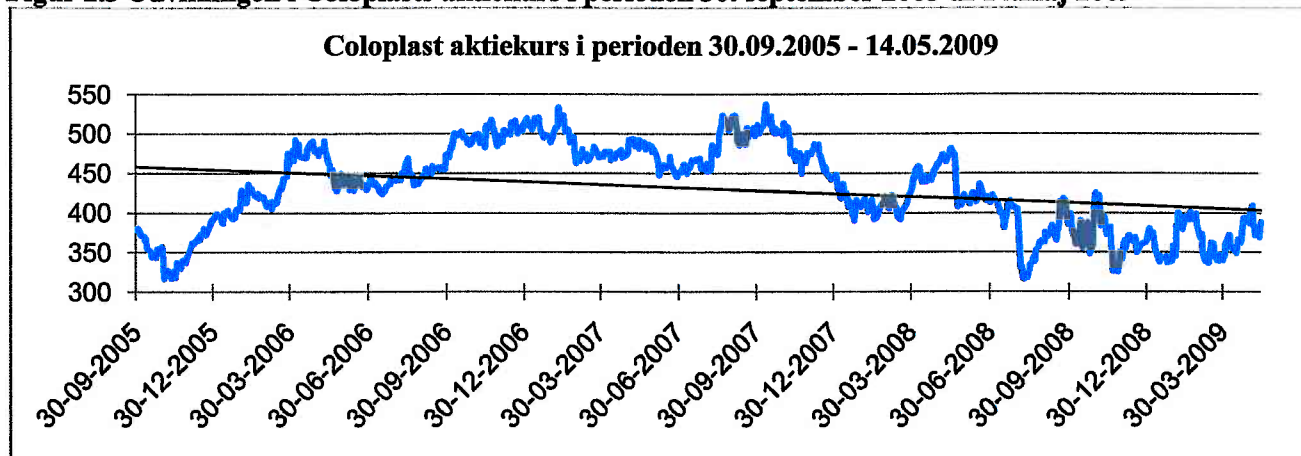
Nedenstående tendenslinje i grafen over Coloplasts aktiekurs udvikling fra 30.9.2005 til 14.5.2009 viser en faldende tendens. Siden den 14.5.2008 har aktien tabt 18,6 pct. af værdien, mens selskaber som Danske Bank og Vestas har tabt 50 pct. af værdien i samme periode. Derved har udviklingen fra andet halvår af 2008 og

¹⁰ Coloplast årsrapport, 2007/08, s. 8

¹¹ Coloplast årsrapport, 2007/08, s. 9

frem har ikke haft så markante udsving, som f.eks. finansielle aktier. De mindre udsving i forhold til markedet er et af kendetegnene ved defensive aktier med en betaværdi under 1.

Figur 2.3 Udviklingen i Coloplasts aktiekurs i perioden 30. september 2005 til 14. maj 2009



Kilde: www.nasdaqomxnordic.com

2.5 Aktionærforhold

Coloplast blev børsnoteret i 1983, hvor B-aktierne blev sat til salg. A-aktierne er forbeholdt familien Louis-Hansen, som sikrer at selskabet ikke kan sælges uden familiens accept. Aktiernes ejerforhold pr. 30. september 2008 fordelte sig, som vist i tabel 2.4.

Tabel 2.4 Coloplasts ejerforhold pr. 30. september 2008

30. september 2008	A-aktier 1.000 stk.	B-aktier 1.000 stk.	Ejerandel %	Stemme- andel %
A-aktionærer og familie i alt	3.600	17.673	46,2	68,5
Danske inst. Investorer		10.000	21,7	12,8
Udenlandske inst. Investorer		4.500	9,8	5,7
Coloplast A/S*		3.171	6,9	
Andre aktionærer		3.864	8,5	4,9
Ikke navnenoterede aktier*		3.192	6,9	
I alt	3.600	42.400	100	91,9

* uden stemmeret

Kilde: Coloplast årsrapport 2007/08, side 17

Der er 4 aktionærer, som ejer mere end til 5% af aktiekapitalen eller stemmerettighederne. Det er Johanne Louis-Hansen, N.P. Louis-Hansen, Aage og Johanne Louis-Hansens Fond samt ATP. Det ses endvidere, at Coloplast ejer knap 7 pct. af aktierne. Denne ejerandel kunne have været større, men selskabet har valgt at udskyde anden del af det iværksatte aktietilbagekøbsprogram på grund af udviklingen på de finansielle markeder, hvor der er mangel på likviditet¹². Antallet af stemmeberettigede aktier udgør mio. 36,04, som vil blive brugt i beregningen af værdien af Coloplasts aktie i forhold til værdien pr. 14. maj 2009.

¹² Coloplast årsrapport 2007/08, side 5

3. Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse er, at belyse de eksterne og interne forhold, som har betydning for Coloplasts udvikling. Outputet fra analysen vil senere blive brugt i budgetteringen af Coloplasts fremtidige pengestrømme. De interne og eksterne forhold vil blive sammenfattet i en SWOT analyse, som vil relatere disse til Coloplasts valgte strategi.

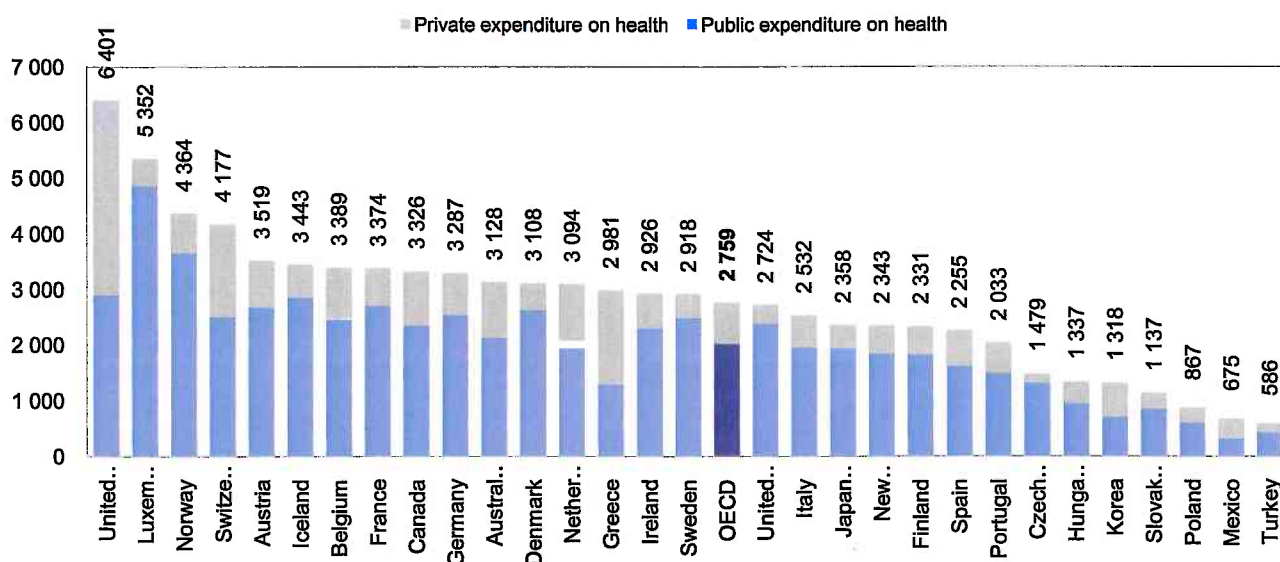
3.1 Omverdensanalyse

Coloplast vil som en del af samfundet være påvirket af en række faktorer, som selskabet ikke selv har kontrol over. Disse faktorer kan have stor betydning virksomhedens vækst- og indtjeningsmuligheder. Omverdensanalysen har således til formål at analysere hvilke forhold, der påvirker netop Coloplast. PEST-modellen vil, som tidligere nævnt, være udgangspunktet for omverdensanalysen. Modellen sætter fokus på de makroøkonomiske faktorer og andre samfundsmæssige faktorer, som påvirker Coloplast og fokuserer på politiske, økonomiske, sociologiske/demografiske og teknologiske forhold. Kun forhold af særlig betydning for Coloplast, vil blive fremhævet i analysen.

3.1.1 Politiske faktorer

Coloplast producerer medicinsk udstyr, som primært afsættes til sundhedssektoren. Sundhedssektoren finansieres af det offentlige bl.a. gennem borgernes skattebetalinger. Figur 3.1 viser et diagram over sundhedsudgifter pr. indbygger i 2005 i OECD landene fordelt mellem offentlig og privat finansiering. Det ses af diagrammet, at sundhedsudgifterne er finansieret af det offentlige med et gennemsnit på 73 pct.

Figur 3.1 Sundhedsudgifter pr. borger i 2005 i OECD fordelt mellem offentlig og privat finansiering

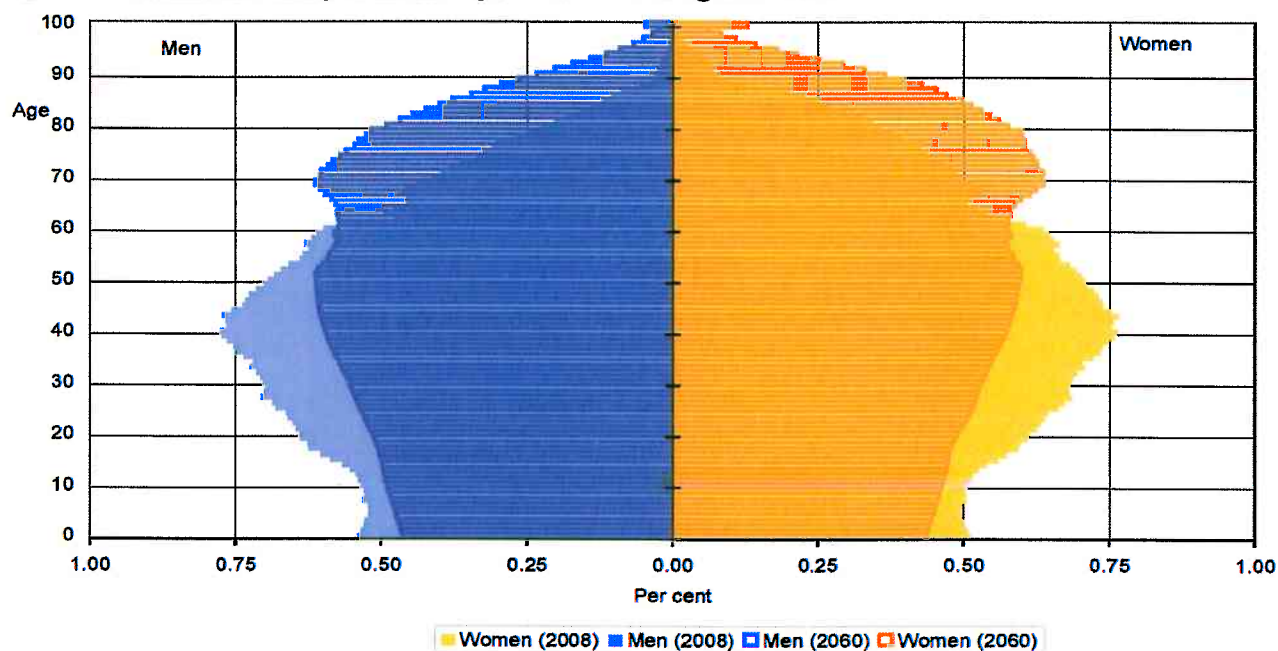


Kilde: OECD health data 2007

Et stigende antal ældre vil således øge det offentlige udgifter til sundhedssektoren, og befolkningsfremskrivninger viser at frem til 2060 vil andelen af ældre over 65 år i befolkningen stige¹³. Samtidig budgetteres der ikke med flere penge til sundhedssektoren. Derfor er der iværksat sundhedsreformer i flere lande, som Frankrig og USA, mens Storbritannien og Tyskland er i gang med at gennemføre sin sundhedsreform. Sundhedsreformernes formål er at reducere udgifterne. I Storbritannien har det medført en reform af tilskuddene til stomiprodukter, som bl.a. betyder at tilskuddene på stomiprodukter reduceres med 2 pct. fra år 2010. Denne ændring forventes at reducere Coloplasts indtjening med mio. pund 3-4 årligt¹⁴. Tyskland er det største europæiske marked for Coloplast, og her har sundhedsreformen haft betydning for tilskuddet til stomi produkterne. Tilskuddet afregnes nu pr. patient, mod tidligere pr. produkt.

Behovet for sundhedsreformer kan illustreres af figuren nedenfor, som viser aldersfordelingen af mænd og kvinder i år 2008 og 2060 i EU's 27 lande. Det ses, at den arbejdsdygtige del af befolkningen vil blive mindre samtidig med at der fødes færre børn. Det betyder, at de øgede sundhedsudgifter, som det stigende antal ældre medfører de offentlige udgifter, skal finansieres af højere skatter eller besparelser, da andelen af skattebetalere vil falde¹⁵.

Figur 3.2: Sammensætning af mænd og kvinder i 2008 og 2060 i EU 27



Kilde: Population and social conditions, Figur 5 side 3, Statistics in Focus 72/2008, Eurostat

¹³ Den demografiske udvikling vil blive gennemgået yderligere i afsnit 3.1.3 nedenfor.

¹⁴ "Britisk reform har kostet ledelsestid", Direkt, d.2.4.2009

¹⁵ OECD health data 2006

På grund af markedsopbygningen ligger forhandlingsstyrken hos de offentlige myndigheder, hvilket medvirker, at prisen på nogle af branchens produkter fastsættes af myndighederne eller udbyder leverancerne i licitation med det formål at reducere omkostningerne i sundhedssektorerne. Kundernes forhandlingsstyrke vil blive analyseret i afsnit 3.2.2 nedenfor. På baggrund af ovenstående, vurderes effekten af sundhedsreformerne have stor betydning for branchens selskabers fremtidige indtjening.

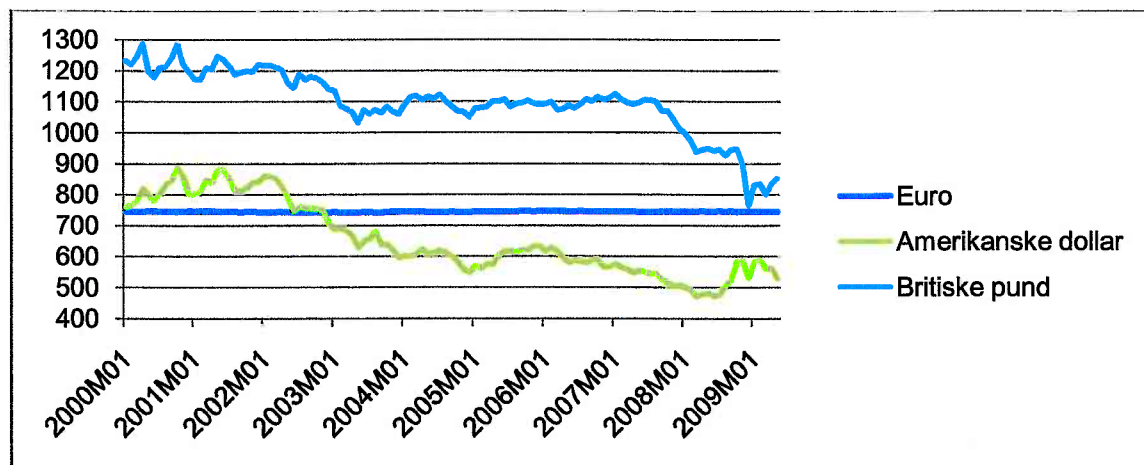
En konsekvens af budgetbegrænsningerne, er at mange hospitaler i EU genbruger medicinsk engangsudstyr for at spare penge. Besparelsen er dog kun kortvarig, da genbrugen fører til injektionssygdomme, hvilket kan medføre indlæggelse og øget brug af antibiotika. Tal fra 2006 viser, at der i EU var omkring 3 mio. infektioner, som kom fra sundhedsvæsenet, hvilket kostede EU-landene over 11 milliarder euro i følge Eucomed¹⁶. Derfor vurderes det, at de politiske tiltag også vil søge at udvikle nye behandlingsformer med industrien. Samtidig skal sundhedssektorens omkostninger ses som en helhed, da det godt kan lade sig gøre at spare penge på et område, men effekten heraf udebliver, hvis det medfører øgede omkostninger på et andet område. Dette kan blive til gavn for Coloplast, hvis Coloplasts produkter kan dokumentere at reducere antallet af efterfølgende behandlinger, således at de samlede sundhedsudgifter reduceres.

3.1.2 Økonomiske forhold

Den globale økonomi befinder sig i en periode med lavkonjunktur, og for at stimulere økonomien har den amerikanske centralbank, FED, og den europæiske centralbank, ECB, sænket renten flere gange. Bankerne har dog ikke sænket renten tilsvarende, og samtidig strammet deres lånekrav, hvorfor det kan være dyrt at låne til nye investeringer. Dette gælder generelt for alle selskaber. Inden for sundhedssektorerne har den økonomiske regression betydning for offentlige tilskud, private investeringer i forskning og private sundhedsforsikringer.

Globale virksomheder, som Coloplast, vil have en risiko i valutaudviklingen, pga. stort salg i fremmed valuta. Den finansielle uro har medført udsving i valutakurserne. Nedenstående figur viser udviklingen i Euro, USD og GBP i forhold til DKK i perioden fra januar 2000 til maj 2009.

¹⁶ "Stop reprocessing "single use" medical devices – Patient safety at risk", 2006, Eucomed.org

Figur 3.3 Udvikling i Euro, USD og GBP i forhold til DKK

Kilde: Egen tilvirkning jf. Nationalbankens statistikbank, tabel DNVALM, månedsultimo kurser

I relation til Coloplast, har faldet i det britiske pund haft markant betydning for indtjeningen, da fald i det britiske pund på 10% mod den danske krone, medfører et fald i EBIT med 90 mio.kr.¹⁷. Dette vurderes ligeledes at være gældende for den amerikanske dollar, da 14 % af Coloplasts omsætning afsættes på det nord- og sydamerikanske marked, hvoraf den største del går til det amerikanske marked, som er verdens største medicinalmarked.

3.1.3 Sociologiske og demografiske forhold

De førortalte sundhedsreformer bliver gennemført i erkendelse af at den voksende ældrebyrde vil medføre øgede udgifter på sundheds- og plejeområdet de kommende årtier. De stigende sundhedsudgifter kan illustreres ved, at se på tal fra 2007 over danske sygehuspatienter, som har været indlagt på grund af ondartede svulster i tarm- og urinorganer.

Tabel 3.4 Sygehuspatienter fordelt på udvalgte sygdomme i 2007

2007	Ond.svulst i tarm undt. endetarm	Ondartet svulst i endetarm	Ondartet svulst i urinorganer
Samlet	3.279	1.946	2.373
Mænd i %	49,1	56,6	70,2
Kvinder i %	50,9	43,4	29,8
Over 65 år	2.281	1.175	1.706
Andel i %	69,6	60,4	71,9
Over 80 år	764	320	513
Andel i %	23,3	16,4	21,6

Kilde: Statistikbanken.dk tabel PA11 A

Tabellen ovenfor viser at hovedparten af patienterne er over 65 år. Antallet af patienter må forventes at stige i takt med at andelen af ældre over 65 år i befolkningen øges. De udvalgte sygdomme er de primære årsager til stomioperationer.

¹⁷ "Coloplast – regnskab 2.kvt. 08/09 analyse", Jyske Bank, d.6.5.2009

Den forventede demografiske udvikling i Europa forudsiger at der i år 2060 vil være næsten dobbelt så mange ældre over 65 år som i år 2008 i EU's 27 lande, jf. tabellen nedenfor¹⁸. Tendensen for Coloplasts primære europæiske markeder, Frankrig, Storbritannien og Tyskland, er den samme om end stigningen i andelen af ældre ikke er nær så stor, som i EU 27. Det antages at den demografiske udvikling i USA vil følge den europæiske udvikling med en stigende andel af ældre i befolkningen.

Tabel 3.5 Udvikling i befolkning over 65 og 85 år i EU 27, DK, FR, UK og DE

	Procent af befolkning over 65 år			Procent af befolkning over 80 år		
	2008	2035	2060	2008	2035	2060
EU 27	17,1	25,4	30,0	4,4	7,9	12,1
Danmark	15,6	24,1	25,0	4,1	7,7	10,0
Frankrig	16,5	24,4	25,9	5,0	8,5	10,8
Storbritannien	16,1	21,9	24,7	4,5	6,7	9,0
Tyskland	20,1	30,2	32,5	4,7	8,9	13,2

Kilde: Egen tilvirkning baseret på Eurostat newsrelease 119/2008 - 26.august 2008

Den samlede befolkning i EU 27 forventes at stige fra 495 mio. i 2008 til 521 mio. i 2035 og derefter falde til 506 mio. i 2060. Som følge af den stigende andel af ældre forventes median alderen stige fra 40,4 år i 2008 til 47,9 år i 2060 i EU 27¹⁹, hvilket vurderes at øge behovet for Coloplasts produkter.

Et andet sociologisk forhold, som har betydning for Coloplast, er den stigende overvægt i befolkningen. Velstanden i den vestlige verden har medført, at store dele af befolkningen er overvægtige (BMI 25-29) eller fede (BMI over 30), og verdenssundhedsorganisationen, WHO, advarer om en verdensomspændende fedmeepidemi. I Europa vurderes der, at være millioner 200 personer, som er overvægtige eller fede, mens 61 pct. af den amerikanske befolkning er overvægtige eller lider af fedme. Den accelererende fedme øger risikoen for blandt andet type 2-diabetes og tyktarmskræft, hvilket ligeledes vil medføre øgede sundhedsudgifter²⁰.

3.1.4 Teknologi forhold

EU vil fra 2010 mærke medicinsk udstyr som indeholder phthalater. Inden for medicinsk udstyr er det mest anvendte phthalat, DEHP, som mistænkes for at være hormonforstyrrende, hvilket kan skade fostre under graviditet og forplantningsevnen²¹. EU har lavet en ny kemikaliereform, REACH, som er en forordning, som trådte i kraft 1. juni 2007 og skal være fuldt implementeret inden år 2022²². REACH medfører, at alle

¹⁸ Ifølge Eurostat, EU's statistikorganisation

¹⁹ Population and social conditions, Statistics in Focus 72/2008, Eurostat

²⁰ "Fedme i Europa", 5.1.2004, Ugeskrift for læger nr. 166

²¹ <http://www.pubhealth.ku.dk/placenta/forsoeg/phthalater/>

²² <http://www.mst.dk/Kemikalier/REACH+Helpdesk/Mere+om+REACH/>

selskaber skal registrere alle kemiske stoffer i deres produkter, hvor myndighederne skal godkende brugen af de mest sundhedsskadelige. Godkendelsen sker på baggrund af en vurdering af miljø- og sundhedsrisikoen ved anvendelsen og indeholdt mængde af stoffet²³. Begge forhold vil tvinge selskaberne til at innovere de hidtil anvendte teknologier, for at kunne producere deres produkter i samme kvalitet uden brug af phthalater.

3.2 Brancheanalyse

Coloplast defineres til at agere i branchen for CE-mærket medicinske udstyr, som omfatter kanyler, katetre, sprøjter, sår og hudpleje midler, samt laborant- og medicinske engangsprodukter²⁴. Ligesom samfundsforholdene har indflydelse på selskabets evne til at skabe aktionærværdi, påvirkes Coloplast også af forholdene i branchen. Analysen ovenfor af omverdensforholdene omhandlede primært udviklingsmuligheder og trusler for en hel branche, hvorimod brancheanalysen vil se på branchens muligheder og trusler for det enkelte selskab. Brancheanalysen vil, på samme måde som omverdensanalysen, fokusere på de forhold, der har væsentligst betydning for Coloplasts fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder.

3.2.1 Adgangsbarrierer

Adgangen til markedet for medicinsk udstyr vurderes at kunne ske på tre måder. Enten ved at et eksisterende selskab udvider sit forretningsgrundlag til at omfatte branchen, gennem opkøb af et eksisterende selskab i branchen, eller ved at starte et nyt selskab. Markedet for medicinsk udstyr forventes samlet at have en gennemsnitlig årlig vækst på 3,5 % frem til 2013²⁵, hvilket på kort sigt ikke gør markedet særligt attraktivt at etablere sig i. På længere sigt vil den voksende andel af ældre i samfundet gøre markedet mere attraktivt, som nævnt i afsnit 3.1.3 ovenfor.

Medicinalbranchen som helhed kan karakteriseres ved at anvende specielle teknologier, og ved at være forskningstung. Derfor kræver det investeringer i videns og materielle ressourcer, for at kunne etablere sig i branchen, hvilket kun eksisterende selskaber vurderes at have kapital til. Nystartede selskaber har mulighed for at etablere sig i branchen ved at finde en niche i markedet, og specialisere sig inden for denne. Dette er en trussel mod etablerede selskaber, som Coloplast, men kan samtidig også åbne op for muligheden for at de etablerede selskaber køber det nye selskab, hvilket kan tilføre ny viden og produkter til det eksisterende selskab.

²³ <http://www.mst.dk/Kemikalier/REACH+Helpdesk/Mere+om+REACH/Vurdering/>

²⁴ Medicoindustrien i tal – branchestatistik 2007

²⁵ "Global Health Care Supplies – industry profile", 2009, Datamonitor

På baggrund af ovenstående vurderes adgangsbarriererne til markedet for medicinsk udstyr at være høje, da der er flere forhold som gør det svært for nye selskaber i branchen. Dels på grund af store kapitalkrav, men især på grund af de etablerede selskaber har en viden og knowhow, der er svær at kopiere. Det vurderes således, at hvis man i øjeblikket skal ind på markedet, skal det ske gennem opkøb af en eksisterende markedsaktør eller ved at finde et uafdækket hul i markedet og etablere sig inden for denne niche.

3.2.2 Kunder

Branchen afsætter til de nationale sundhedssektorer, og de primære kunder er hospitaler, apoteker og grossister, hvilket medfører at antallet af potentielle kunder er begrænset. Derfor er det afgørende for producenterne at indgå salgsaftaler med kunder, hvilket styrker kundernes forhandlingssituation²⁶. Branchens kunder er desuden i stand kontrollere hvilke produkter, som har adgang til markedet, hvorfor de har mulighed for at fastsætte prisen på produkterne.

Alle branchens produkter skal i EU være godkendt til at bære CE-mærket, hvorfor kvaliteten blandt produktgrupperne kan opleves ens for slutbrugeren. Produkterne inden for en specifik produktgruppe skal kunne behandle den samme sygdom, og som følge heraf er differentieringen mellem producenternes produkter meget lille. Valget af producent træffes oftest af sygeplejerskerne, og er baseret primært baseret på erfaringer og følelser. Derfor retter producenterne markedsføringen mod sygeplejerskerne på hospitaler og sundhedsklinikker for at være den fortrukne producent. Patienterne med tabuiserede sygdomme, som inkontinens og stomi, er meget loyale over for den producent, som sygeplejersken introducerer dem. Det skyldes, at patienterne ikke har samme rådgivningsmuligheder på apotekerne, hvor det efterfølgende salg sker²⁷. Producenternes muligheder for vækst ligger således primært hos de nye patienter.

Medicinsk udstyr bliver solgt med tilskud fra de offentlige myndigheder, som har to modsatrettede udfordringer, stigende behov for behandling og færre økonomiske midler. Dette har medført, at myndighederne gennem sundhedsreformerne reducerer tilskuddene til nogle produkter, hvilket er sket i Storbritannien og Tyskland. En anden tendens er, at hospitalerne organiserer sig i indkøbsorganisationer eller udbyder rettighederne for salg i forskellige produktgrupper i licitation for at optimere deres forhandlingsstyrke over for producenterne. Selskaberne skal, på baggrund af ovenstående, tilpasse priserne de nye markedsforhold eller kunne dokumentere fordele, som berettiger en højere pris. Derfor vurderes det samlet set, at branchens kunder har mulighed for at fastsætte priserne på produkter inden for deres geografiske områder, hvorfor forhandlingsstyrken ligger hos kunderne.

²⁶ "Global Health Care Supplies – industry profile", 2009, Datamonitor, s.13

²⁷ "Tyskland er hæmsko for væksten i Coloplast", d.8.6.2009, Børsen

3.2.3 Leverandører

Selskaberne i branchen køber deres materiale af plastproducenter i uforarbejdet tilstand, da værdien skabes gennem forarbejdningen. Uforarbejdet plast er en råvare med mange anvendelsesmuligheder, hvorfor købet kan ske på et marked med transparent prisdannelse. Derved har selskaberne mulighed for, at opnå stordriftsfordele ved at indkøbe store partier ad gangen, hvilket styrker selskabernes forhandlingsstyrke over for leverandørerne. Ved anvendelse af specialiseret halvfabrikat, vil leverandøren af dette opnå en stærkere forhandlingsposition over for køberen, end leverandøren af de uforarbejdede råvarer. Det skyldes, at kvaliteten og specialiseringen af halvfabrikatet kan være unik.

Selskaberne i branchen er afhængig af, at skulle kende leveringstiderne og mængderne, for at kunne planlægge produktionen så omkostningseffektiv som muligt. Denne risiko reducerer selskaberne ved, at indgå kontrakter med leverandørerne om leveringerne. Derved reducerer selskaber dog også deres mulighed for at skifte leverandør, hvilket mindsker deres forhandlingsstyrke over for leverandørerne.

Baggrunden for at kunne anvende råvarerne og opnå stordriftsfordele, er vidensressourcerne i selskaberne. Derfor er selskaberne afhængige af samfundets udbud af relevante uddannelser inden for medicinsk udstyr og investeringer i forskning på området. Det antages at alle vestlige lande er klar over at lønniveauet gør, at selskaberne flytter masseproduktionen mod øst. Derfor er det nødvendigt, at de vestlige lande satser på uddannelse, således at selskaberne fastholder deres administration samt forsknings- og udviklingsafdelinger i vesten. Ved at fokusere på uddannelse styrker det enkelte land sin konkurrenceevne over for andre vestlige lande. Et af Danmarks initiativer på dette område, er målsætningen om at 50 pct. af alle unge i 2015 skal gennemføre en videregående uddannelse. Dette skal bl.a. ske ved at fremme samarbejdet med erhvervssektoren og udbud af nye uddannelser. Dette har, i relation til Coloplast, ført til nye uddannelser inden for teknik og sundhed²⁸.

3.2.4 Substitutter

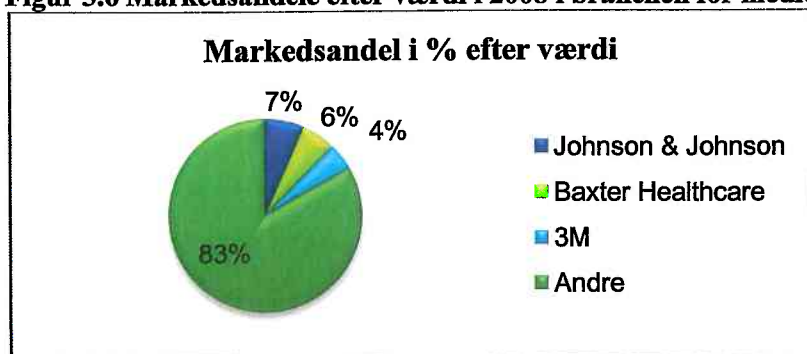
På brancheniveau findes der ikke deciderede substituerende produkter til medicinsk udstyr. Naturmedicin og alternativ behandling vurderes at være et supplement til de godkendte medicinske produkter, som Coloplast og deres konkurrenter producerer. Samlet vurderes truslen fra substituerende produkter at være lille.

²⁸ "Danmarks strategi for livslang læring", april 2007, Undervisningsministeriet

3.2.5 Intern rivalisering

Manglen på substituerende produkter vil øge branchens fokus på at innovere produktteknologier, og forbedre produktdesignet, i håbet om at kunne tilbyde kunderne bedre og billigere behandlinger til kunderne. Det samlede marked for medicinsk udstyr udgjorde i 2008 milliarder USD 99 og forventes at have en gennemsnitlig årlig vækst på 3,5 pct. i perioden 2008 til 2013²⁹, som nævnt i afsnit 3.2.1. Markedsandelene på markedet i 2008 fordelte sig som vist i figur 3.6 nedenfor.

Figur 3.6 Markedsandele efter værdi i 2008 i branchen for medicinsk udstyr



Kilde: Global Health Care Supplies – industry profile, March 2009, Datamonitor, figur 4 side 12

Det ses, at markedet udgøres af få store aktører og mange små. Årsagen hertil kan forklares ved, at det samlede marked for medicinsk udstyr består af mange fragmenter. Derfor vil analysen af den interne rivalisering blive fortaget særskilt på Coloplasts tre forretningsområder. Ifølge Coloplast har de tre forretningsområder følgende globale markedsandele i analyseperioden:

Tabel 3.7 Coloplast globale markedsandele i pct. pr. forretningsområde

Forretningsområde	2005/06	2006/07	2007/08
Stomi	31	32	36
Urologi og kontinens	15	19	21
Sår - og hudpleje	10	10	9

Kilde: Coloplast årsrapporter 2005/06 – 2007/08

3.2.5.1 Stomi - divisionen

Stomi markedet er foruden Coloplast præget af to store aktører, Hollister og Convatec. Hollisters danske datterselskab Dansac sælger primært til EU, hvor det tyske og britiske marked er de største aftagere, medens Hollister har sin markedsbase i USA. Convatec har ligeledes sit hjemmemarked i USA. Selskabet blev i maj 2008 solgt af Bristol-Myers Squibb³⁰. Køberne af Convatec, to kapitalfonde, ønsker at udvikle stomi forretningen, og selskabet vil udfordre Coloplasts førerposition på det europæiske marked³¹. Samlet vurderes konkurrencen på stomi markedet at være høj, hvilket, sammen med sundhedsreformerne, kan medføre pres på priserne på det amerikanske og europæiske marked.

²⁹ Global Health Care Supplies – industry profile, March 2009, Datamonitor, side 7

³⁰ "BMS afslutter salg af Convatec", d.4.8.2008, Direkt

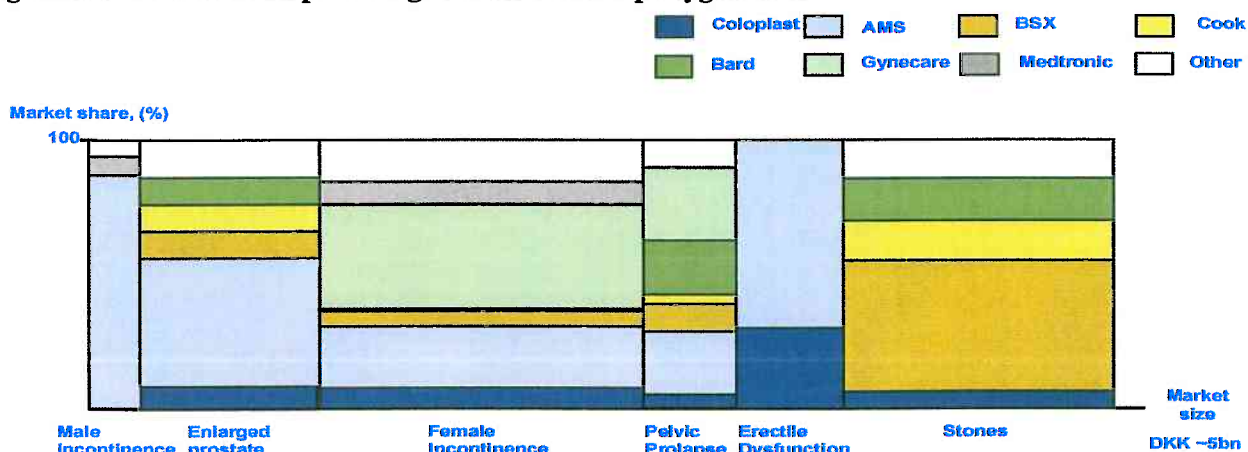
³¹ "Convatec vil være nummer et", d.23.9.2008, Direkt

3.2.5.2 Kontinens og urologi

Convatecs købere, kapitalfondene Nordic Capital og Avista Capital Partners, ejede i forvejen det danske selskab, Unomedical, som er Coloplasts største leverandør til kontinensprodukterne. Unomedical er siden blevet købt af Convatec, for at opnå synergier mellem de to selskabers forretningsområder, hvorfor Convatec også er en konkurrent inden for kontinens markedet. Derudover er Hollister Inc. og Astra Tec blandt de største konkurrenter, hvor Coloplast sidder på 50 pct. af kontinens markedet i EU, 20 pct. i USA og ca. 5 pct. af markedet i resten af verden³².

Urologi markedet er præget af få store producenter med American Medical Systems (AMS) og BSX som de største aktører³³. Selskaberne er, sammen med Coloplast, de eneste som er repræsenteret på hovedparten af markedssegmenterne fordelt efter sygdomme, hvilket fremgår af figur 3.8 nedenfor.

Figur 3.8 Markedsandele på urologi marked fordelt på sygdomme



Kilde: Full year conference call presentation, 2007/08, Coloplast, side 38

Samlet vurderes det, at begge markeder er præget af få store selskaber, der reagerer på konkurrenternes handlinger af frygt for at miste markedsandele, hvorfor den samlede konkurrenceintensitet vurderes som høj.

3.2.5.3 Sår- og hudpleje

Coloplast er repræsenteret på segmentet for væskende sår behandling på det samlede marked for sår behandling. Der findes få store aktører i segmentet med en markedsandel over 10 pct., Convatec (20 pct.), Smith & Nephew (18 pct.) og Mölnlycke (15 pct.). Den resterende del af markeds udgøres af den række aktører med markedsandele under 10 pct., herunder Coloplast (9 pct.), mens de øvrige aktører samlet udgør 18 pct.³⁴. Alle disse aktører medfører, at der er hård konkurrence på markedet, hvilket har presset priserne³⁵. Konkurrencen forstærkes yderligere af, at der er en lav kundeloyalitet inden for sår- og hudpleje, da brugen

³² Full year conference call presentation, 2007/08, Coloplast, side 20

³³ Full year conference call presentation, 2007/08, Coloplast, side 21 og 37

³⁴ Full year conference call presentation, 2007/08, Coloplast, side 22

³⁵ "Konkurrent overgår markedet på sårpleje", d.6.11.2008, Direkt

af disse er produkter er midlertidig, modsat eksempelvis brugen af stomi poser, og produkternes egenskaber er svære at gennemskue. Konkurrencen inden for hudpleje vil ikke blive analyseret, da Coloplasts to produkter Comfeel og Conveen knytter sig til brugen af hhv. stomi- og kontinensprodukterne.

3.3 Intern analyse

Formålet med analysen af interne forhold er at identificere Coloplasts kernekompetencer. Til dette formål analyseres Coloplasts ressourcebase og værdikæde. Analysen af ressourcebasen vil se på hvilke ressourcer Coloplast råder over, der vil give konkurrencemæssige fordele, medens værdikædeanalysen vil identificere hvor værdiskabelsen sker.

3.3.1 Analyse af ressourcer

En analyse af selskabets ressourcebase identificerer omfanget af de ressourcer, som Coloplast har adgang til og arten af disse ressourcer. Nedenfor vil der blive foretaget en analyse af Coloplasts ressourcer, som vil blive inddelt i hhv. materielle ressourcer, finansielle ressourcer, immaterielle ressourcer og menneskelige ressourcer.

3.3.1.1 Materielle ressourcer

Coloplasts materielle ressourcer udgør pr. 30.9.2008 mio. kr. 2.734, hvoraf grunde og bygninger udgør 43 pct., produktionsanlæg og maskiner udgør 29 pct., mens forudbetalinger og anlæg under opførelse udgør 21pct. I regnskabsåret 2006/07 investerede Coloplast i fabrikker i hhv. Zhuhai i Kina og Nyírbátor i Ungarn, som producerer hhv. stomi og kontinens produkter samt sårpleje produkter³⁶. Coloplast har haft produktion i Kina og Ungarn siden hhv. 1995 og 2003. På baggrund heraf blev der i regnskabsåret 2007/08 primært investeret i produktionsanlæg til fabrikkerne. Samtidig blev der investeret i et nyt hovedkontor i Minneapolis i USA, som officielt blev åbnet 3. juni 2009. Coloplast har desuden produktionsanlæg i Danmark, Frankrig og USA.

I regnskabsåret 2006/07 afhændede Coloplast brachyterapiforretningen, som selskabet overtog i forbindelse med købet af urologiforretningen hos amerikanske Mentor Corp., da der ikke var nogle synergier mellem de to forretningsområder³⁷. Derudover blev brystplejeforretningen, som blev markedsført under brandet Amoena, solgt fra. Frasalgene har bevirket at Coloplast udelukkende har anlægsaktiver, som er knyttet til driften af selskabets tre forretningsområder.

³⁶ Coloplast årsrapport, 2006/07, side 10

³⁷ "Coloplast har fået bogført værdi for brachyterapi – IR-chef", RB-Børsen, 21.2.2007

De seneste års investeringer i nyt produktionsanlæg vurderes, at gøre selskabet i stand til at møde en stigende markedsefterspørgsel, og samtidig vil flytningen af produktionen fra Danmark til Ungarn og Kina gøre det muligt at reducere produktionsomkostningerne. Det skyldes, at en effektiv produktion er en af forudsætningerne for en fortsat positiv indtjening, hvilket kan sikres gennem reduktion af de variable omkostninger. Den geografiske placering af produktionen vil desuden gøre det muligt at forsyne fremtidige strategiske vigtige markeder, som Rusland, Kina og Japan.

3.3.1.2 Finansielle ressourcer

Et selskabs finansielle ressourcer har stor betydning, når selskabsledelsen skal realisere de valgte strategier. Strategien, som vil blive analyseret i afsnit 3.3.4, kan medføre at Coloplast skal foretage opkøb, før den ønskede årlige vækst kan opnås. Ved et opkøb vil det finansielle beredskab have en afgørende betydning. Coloplast sikrer et tilstrækkeligt og fleksibelt likviditets beredskab ved at have uudnyttede bindende kreditfaciliteter for mio. kr. 1.247. Selskabets likvide beholdning udgjorde derudover mio. kr. 193 pr. 30. september 2008. De frie pengestrømme fra driften udgjorde mio. kr. 653, mens solidaritetsgraden i 2007/08 var på 43 pct. Dermed vurderes det økonomiske fundament at være til stede for at kunne finansiere et opkøb.

3.3.1.3 Immaterielle ressourcer

Coloplasts immaterielle ressourcer udgør pr. 30.9.2008 mio. kr. 1.927, hvoraf goodwill udgør 33 pct. og patenter udgør 59 pct. Goodwillen er udtryk for den merpris Coloplast har givet ved køb af virksomheder de seneste år, og udtrykker forventningen for merindtjeningen for de tilkøbte virksomheder. Selskabet valgte i regnskabssåret 2006/07 at nedskrive goodwillen på distributionsselskabet i Tyskland, SIEWA, fra mio. kr. 283 til kr. 0, på grund af reduktionen i salgsstyrken, og at den realiserede omsætningsvækst og indtjening ikke stod mål med forventninger. Den indregnede goodwill vedrører herefter primært den tilkøbte urologiforretning fra Mentor Corp.

Patentrettighederne er af stor betydning for Coloplast, da rettighederne skal sikre at forskningen i Global R&D tilfalder koncernen, og ikke konkurrenterne. Dette er vigtigt, da Coloplast hvert år bruger mange ressourcer på forskning og udvikling, og derfor skal indtjeningspotentialet fra nye udviklinger og produkter tilfalde selskabet. Coloplasts F&U omkostninger udgjorde mio. kr. 415 svarende til 4,9 pct. af omsætning i 2007/08 mod mio. kr. 319 svarende til 4,0 pct. af omsætningen i 2006/07.

Udover de bogført immaterielle ressourcer råder Coloplast over nogle immaterielle ressourcer, der ikke er bogført i balancen, pga. regnskabslovgivningen. Det væsentligste af disse aktiver er selskabets medarbejdere og deres knowhow, som vil blive analyseret i kommende afsnit.

3.3.1.4 Menneskelige ressourcer

Coloplasts menneskelige ressourcer vurderes, at være en af de største bidragsydere til selskabets succes. Kilden til de gode resultater inden for forskning og udvikling er først og fremmest adgang til kompetencer inden for medicinsk udstyr. Det er afgørende for Coloplast, at have dygtige og nysgerrige medarbejdere, som trives og er gode til at arbejde sammen, for at skabe det mest innovative arbejdsmiljø. Coloplast forsøger at opretholde et højt fagligt niveau hos medarbejderne gennem samarbejde med den akademiske verden og sundhedsforeninger. Derudover søger selskabet at positionere sig selv over for potentielle medarbejdere på konferencer, i faglige netværk, i faglitteratur og lignende. Placeringen af det nye amerikanske hovedkontor i Minneapolis, vurderes at stille Coloplast bedre i kampen om, at tiltrække kompetente medarbejdere på det amerikanske marked. Det skyldes, at staten Minnesota, hvor Minneapolis ligger, har en høj koncentration af selskaber, som producerer medicinsk udstyr, og at universiteterne tilbyder målrettede studier, som henvender sig til branchen³⁸.

3.3.1.4.1 Ledelsen

Når man analyserer et selskabs menneskelige ressourcer, er det også vigtigt at kigge på de ledelsesmæssige ressourcer, da det er herfra at selskabets overordnede styring kommer fra.

Michael Pram Rasmussen er bestyrelsesformand for Coloplast, og har været i bestyrelsen siden 2005 og formand siden 2007. Han er ligeledes bestyrelsesformand for A.P. Møller – Mærsk A/S og for Topdanmark A/S, som han tidligere har været adm. direktør for. Den administrerende direktør er Lars Rasmussen, som erstattede Sten Scheibye d 1. oktober 2008. Udskiftningen skete i forbindelse med en omstrukturering af ledelsen, der nu består af to personer mod tidligere tre. Lars Rasmussen har tidligere stået i spidsen for implementering af den tilkøbte urologi forretning i USA, og har været ansat i Coloplast siden 1988. Den anden person i ledelsen er CFO Lene Skole, som har været ansat siden 2005.

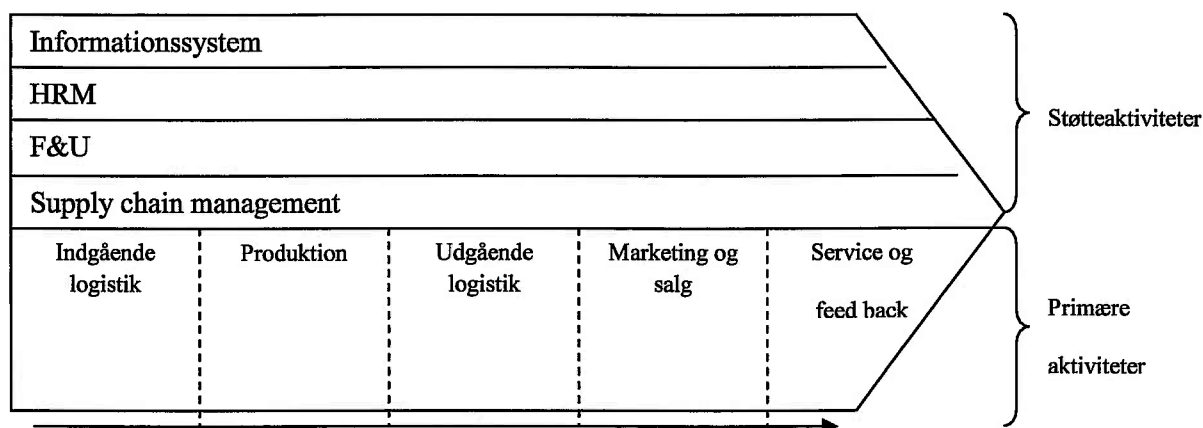
Coloplasts topledelse består således af personer med stor erhvervserfaring, og et indgående kendskab til virksomheden. Derudover vil selskabets relativt nye topledelse kunne gennemføre organisatoriske ændringer ved at se forretningen med nye øjne og tilføre ny energi, som der skal til for at opnå de strategiske mål.

³⁸ "Coloplast åbner nyt USA hovedkontor – sundhedsreform positiv", 3.6.2009, RB-Børsen

3.3.2 Værdikædeanalyse

Coloplasts værdikæde er i høj grad afhængig af informationsflowet i selskabet, selvom de primære aktiviteter drejer sig om at sælge medicinsk udstyr. Det skyldes, at det ikke er i produktionen de konkurrencemæssige fordele skabes, men derimod i F&U afdelingen. Nedenstående analyse vil belyse den iterative proces, som Coloplasts værdikæde gennemgår, og som hele tiden skal opretholdes og forbedres med henblik på at sikre Coloplasts fremtidige indtjening. Coloplasts værdikæde kan illustreres som vist i figur 3.9 nedenfor.

Figur 3.9 Coloplasts værdikæde



Kilde: Elling, 2005, s. 79

3.3.2.1 Virksomhedens informationssystem

Coloplasts informationssystem vurderes, at være et væsentligt element i at opretholde de konkurrencemæssige fordele gennem anvendelsen af brugerdreven innovation. Informationsflowet i selskabet er afgørende for, at den viden som genereres i F&U-afdelingen bliver formidlet videre til indkøbs- og produktionsafdelingen, så produktionen kan påbegyndes. Informationen skal dog gå begge veje, hvis nogle af de udviklede prototyper fra F&U ikke kan lade sig producere, på grund af kvaliteten af den krævede råvare eller andre begrænsninger i produktionen. Samtidig er det også vigtigt, at marketings- og serviceafdelingen indsamler og strukturerer den information, som de får via deres daglige kontakt med kunderne og patienter. Denne information er yderst brugbar for F&U-afdelingen, for at kunne forbedre og tilpasse produktporteføljen efter markedsudviklingen.

3.3.2.2 HRM

Coloplasts vidensressourcer er, som nævnt, selskabets væsentligste aktiv, og derfor er det vigtigt at human ressource anerkender vigtigheden af sin funktion, og bidrager til at skabe optimale rammer for medarbejderne. Evnen til at fastholde, udvikle og tiltrække kompetente medarbejdere er afgørende for, at Coloplast kan opretholde sin position som markedsleder og skabe konkurrencemæssige fordele.

Coloplasts fokus på innovation, udvikling og evnen til at kommunikere med brugerne stiller store krav til medarbejdere. I en virksomhed som Coloplast, hvor værdiskabelsen er så afhængig af medarbejdernes præstationer er det desuden vigtigt, at der internt er konstant fokus på måling af performance, motivering samt udvikling og uddannelse af medarbejderne. Coloplast imødekommer dette ved at tilbyde sine medarbejdere løbende uddannelse. Uddannelsen giver medarbejderen mulighed for at dygtiggøre sig inden for sit eget område og for at kunne varetage andre jobs, som Coloplast har brug for i fremtiden. For at skabe dygtige og motiverede medarbejdere, er det nødvendigt at have de rette ledere til at sikre udviklingen. Coloplast har tre fokusområder inden for udviklingen af lederne i koncernen. Disse omfatter lederen som rollemodel, redskaber til at skabe en få-det-til-at-ske kultur og forbedring af eksisterende ledelsesværktøjer.

3.3.2.3 F&U

Værdiskabelsen i Coloplast vurderes at ske i F&U afdelingen, hvor udviklingen af nye produkter og produktionsudstyr finder sted. Det er medarbejdernes evne til at skabe innovationen, som skal sikre selskabets konkurrencemæssige fordele i fremtiden. I starten af 2007 blev funktionen Global R&D oprettet, for at samle F&U kompetencerne centralt i organisationen, og derved at sikre bedre forhold for innovation, da mulighederne for sparring er større. Coloplast anvender brugerdreven innovation i deres F&U afdelingen, hvor brugerne, primært læger, sygeplejersker og patienter, inddrages aktivt i udviklingsprocessen. Den viden, som brugerne bidrager med, er væsentlige input til den tekniske udvikling af produkterne, og samarbejdet kan føre til udvikling af produkter som er på forkant med udviklingen. Derfor vil ledelsen øge omkostningerne til F&U fra 4 pct. af omsætningen til 6 pct., således at der er ressourcer til rådighed til at udvikle nye produkter med bedre sundhedsøkonomisk værdi og uden phalater, som skal berettige højere priser på produkterne over for kunderne³⁹. Derudover har ledelsen et mål om at øge udviklingshastigheden gennem implementering af lean metoder i afdelingen, for at styrke sortiments konkurrenceevne.

I 2007 etablerede Coloplast selskabet Coloplast Incubation, som er en corporate venture funktion, hvis formål er at skabe innovation sammen med eksterne parter inden for udvikling og kommercialisering af nye områder og teknologier⁴⁰. Coloplast Incubation er bl.a. i gang med et samarbejde med Aalborg Universitet og Rigshospitalet, om udviklingen af et hjerteplaster, som kan afsløre åreforkalkning i hjertets kranspulsårer⁴¹. Samarbejder som dette kan skabe nye forretningsmuligheder for Coloplast i fremtiden og desuden bidrage til optimering af eksisterende produkter og produktionsteknologier.

³⁹ Full year conference call presentation 2007/08, side 23, Coloplast

⁴⁰ Årsrapport, 2007/08, side 16

⁴¹ "Hjerteplaster afslører forkalkning", august 2008, Hjertereforeningen

3.3.2.4 Supply Chain Management

I Coloplast varetages SCM af funktionen af Global Operations, som blev oprettet i regnskabsåret 2004/05⁴². Formålet med funktionen er at opnå besparelser i omkostninger ved at sikre stordriftsfordele i produktionen, samle organisering af logistikken og distribution samt flytning af produktion fra Danmark til Ungarn og Kina. Coloplast har tidligere indført lean metoder i produktionsprocessen. Et resultat af denne effektiviseringsproces var at lade alle fabrikker producere fuldførte og klar-til-slutbrugeren produkter, i erkendelse af F&U- afdelingen er adskilt fra fremstillingsafdelingen. Metoden sikrer, at antallet af problemer med grænsefladerne mellem komponenterne i produktionen reduceres.

3.3.3 Produktanalyse

Et selskabs evne til at skabe værdi afhænger bl.a. af om selskabet har en afbalanceret portefølje af forretningsområder, da det er sammensætningen af denne portefølje, der skal sikre den fremtidige vækst og indtjening. Til analyse af Coloplasts portefølje af forretningsområder vil modellen udviklet af Boston Consulting Group (BCG) blive anvendt. Modellen opererer med to akser, den relative markedsandel og markedsvækst. BCG-modellen lægger op til at et selskab skal sammensætte en portefølje af produkter, hvor nogle produkter, cash cows, løbende skaber likviditet til vækst af andre produkter, stars og question marks, som har mulighed for at udvikle sig til cash cows på sigt. Produktporteføljen bør ikke indeholde nogle dogs, som er produkter med lavt overskud og negativt cash flow. På grund af den tilgængelige information vil analysen blive foretaget på forretningsområde niveau.

Inputtet til BCG-modellen er vist i nedenstående tabel. I tabel 3.10 fremgår forretningsområdernes anslået globale markedsandel, andelen af Coloplasts omsætning, samt Coloplasts estimat over den forventede globale markedsvækst på de respektive markeder.

Tabel 3.10 Input til BCG-model

Forretningsområde	Anslået markedsandel	Andel af omsætning	Forventet global markedsvækst
Stomi	36%	42%	3-5%
Kontinens og urologi	21%	41%	7-9%
Sår - og hudpleje	9%	17%	5-7%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Coloplasts årsrapport 2007/08

3.3.3.1 Stomi

Stomi divisionen, som er Coloplasts kerneområdet, har en høj andel af verdensmarkedet. Den forventede markedsvækst er på 3 til 5 pct. Derfor kan stomi betegnes som cash cow, som et produkt med disse karakteristika betegnes i BCG-modellen. Stomi divisionen er Coloplasts kerneområde, hvilket medfører stor

⁴² Coloplast årsrapport, 2004/05, side 10

erfaring inden for salg og produktion af stomi produkterne. Markedet for stomi produkter vurderes af Coloplast til milliarder DKK 10. Væksten på markedet kan henføres til en stigning i patienter med endetarms- og tyktarmskræft samt inflammatorisk tarmsygdom. Disse sygdomme rammer oftest ældre personer, som i fremtiden vil udgøre en større andel af befolkningen. Derudover er den vestlige behandlingsform ved at finde tilpas i Emerging markets, hvilket åbner op for salg på disse markeder. Stomi patienterne er, som nævnt ovenfor i afsnit 3.2.2, loyale over for den producent sygeplejerskerne introducerer dem for, hvorfor det især er hos nye patienter at selskaberne har mulighed for at vinde markedsandele⁴³. Dette bør være selskabets fokus på det amerikanske marked, hvor Coloplast har ambitioner om at opnå en tocifret markedsandel⁴⁴. Resultaterne på det amerikanske marked har hidtil ikke stået mål med ambitionerne. De fremtidige forventninger til divisionen er dog præget af udviklingen på det tyske stomi marked, hvor selskabet påvirkes af sundhedsreformen, som vil ændre tilskuddet fra at være pr. anvendt produkt til at være pr. patient, og tabet af sygeplejersker til konkurrenten Homecare Deutschland, hvor hver anden sygeplejerske skiftede til konkurrenten og afledte et naturligt fald i omsætningen.

3.3.3.2 Kontinens og urologi

Coloplast forventer meget af denne division de kommende år, efter købet af Mentors urologi forretning og integrationen af denne i koncernen. Markedsandelen er på 21 pct. og den forventede vækst er på 7 til 9 pct. Divisionen består af to selvstændige produktområder med forskellige markeder. I dette afsnit vil der blive redegjort for de to produktområder, men vil blive placeret samlet i BCG-modellen. Den fortsatte analyse, vil som hidtil, ligeledes behandle de to produktområder som et samlet forretningsområde.

Det samlede marked for kontinens produkter udgør milliarder DKK 9 med en forventet årlig vækst på 6-8 pct., hvilket skyldes at markedet stadig benytter gamle behandlingsformer, som eksempelvis bleer⁴⁵. Coloplasts muligheder for vækst på det amerikanske marked blev i april 2008 øget, da patienttilskuddet til intermitterende katetre nu omfatter 200 katetre om måneden mod tidligere 4 pr. måned⁴⁶.

Urologi markedet udgør ligeledes milliarder DKK 9, og forventes at have en årlig vækst på 8-10 pct., som primært drives af at befolkningen bliver ældre. Produkterne anvendes ved kirurgiske indgreb, hvorfor markedet er afhængigt af udviklingen nye af behandlingsformer. Behovet for at reducere omkostningerne i sundhedssektoren, vurderes at stimulere denne udvikling, for at opnå besparelser bl.a. gennem kortere indlæggelsestid. Forretningsområdet, hvor salget af penisimplantater i Nordamerika primært har drevet væksten, er det eneste marked, hvor Coloplast har mærket finanskrisen, da mange patienter har valgt at

⁴³ Tyskland er hæmsko for væksten i Coloplast, d.8.6.2009, Børsen

⁴⁴ Coloplast årsrapport 2007/08 side 7

⁴⁵ Full year conference call presentation, 2007/08, Coloplast, side 33

⁴⁶ Coloplast årsrapport 2007/08 side 8

udskyde elektive indgreb. Årsagen hertil skal findes i frygten for at miste deres job ved, at være væk fra arbejdsmarkedet i en periode⁴⁷. Efterspørgslen vil dog vende tilbage, når konjunktureren vender.

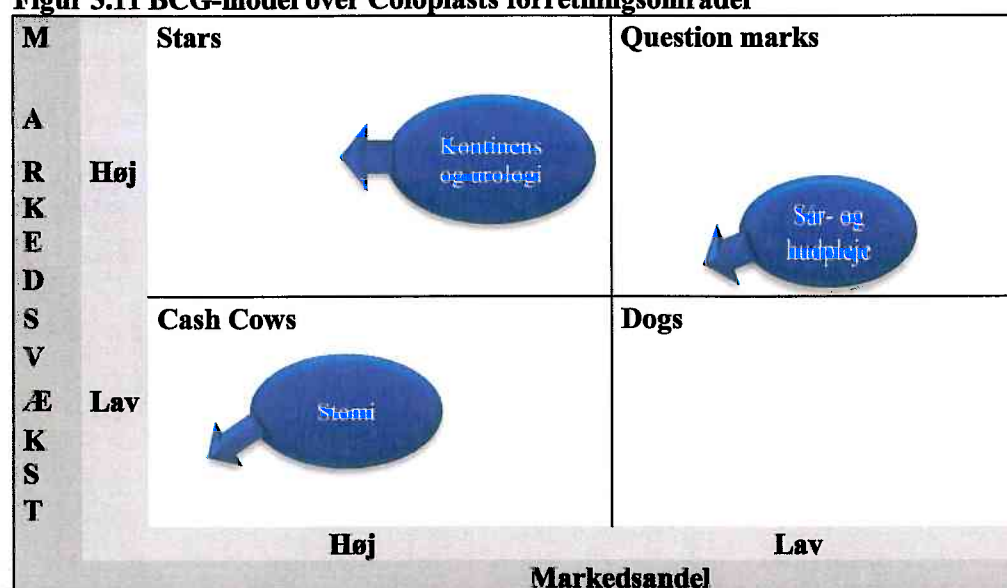
Samlet vurderes kontinens og urologi divisionen at være en star, da markedsandelen er relativ høj, og der er gode muligheder for vækst på marked. Divisionen vurderes at have mulighed for på sigt at udvikle sig til en cash cow.

3.3.3.4 Sår- og hudpleje

Sår- og hudpleje vurderes at være et question mark. Coloplast er, som tidligere nævnt, repræsenteret på segmentet for væskende sår behandling. Det samlede marked for sår behandling har en estimeret årlig markedsvækst på 5-7 pct. og segmentets markedsstørrelse vurderes til milliarder DKK 12 i 2008. Divisionen er Coloplasts akilleshæl. Indtjeningen og væksten i divisionen har, når der ses bort fra kontraktproduktionen, ikke været så høj som forventet. Derfor ville et salg af divisionen være en oplagt mulighed. Coloplast har dog givet udtryk for, at divisionen passer ind i den nuværende portefølje af forretningsområder. Selskabet erkender, at indtjeningen i divisionen skal op på niveau med de øvrige 2 divisioner. Derfor blev der i i februar 2009 lanceret en ny strategi for divisionen, som har betydet en reduktion af produktporteføljen og medarbejderstaben⁴⁸. På lang sigt vil den stigende fedme i befolkningen medføre følgesygdomme, hvor specielt diabetes 2 er relevant for Coloplast. Det skyldes, at Biatain serien retter sig mod de kronisk væskende sår som mange diabetes 2 patienter udvikler. Hudplejesalget knytter sig primært til brugen af Coloplasts øvrige produkter og vil derfor ikke blive vurderet selvstændigt.

På baggrund af ovenstående kan Coloplasts forretningsområder placeres i BCG-modellen.

Figur 3.11 BCG-model over Coloplasts forretningsområder



⁴⁷ "Virksomhedsdag – Coloplast skal vokse mere end markedet, d.3.6.2009, Reuters finans

⁴⁸ "Hud og sårpleje på skinner om 4-6 kvartaler", Direkt, d.3.2.2009

Det vurderes, at stomi divisionen kan opnå en større global markedsandel gennem vækst på det amerikanske marked og på længere sigt emerging markets, til trods for den øgede konkurrence på det europæiske marked, som givetvis vil medføre tab af markedsandele. Kontinens og urologi divisionen har potentiale til at blive en cash cow, men på kort sigt gælder det for Coloplast om at opnå den ønskede vækst i urologi forretningen. Det skal ske gennem målrettet udvikling af produkter til de nye behandlingsformer. Såfremt den nye strategi i sår- og hudpleje divisionen ikke medfører tilstrækkelig lønsomhed og større markedsandele inden for de kommende år, bør divisionen sælges fra. Den lave forbrugerloyalitet og høje priskonkurrence gør at divisionen, i den nuværende situation, vil udvikle sig til en dog, eller i bedste fald forblive et question mark.

3.3.4 Analyse af Coloplast strategi

Det fremgår af Coloplasts vision, jf. afsnit 2.1, at selskabet har en målsætning om at være global markedsleder inden for deres forretningsområder. Grundstenene til opfyldelse af visionen fremgår af missionens to første formuleringer, nemlig innovation gennem samarbejde med brugerne af produkterne, som skal højne brugernes livskvalitet. Den anden grundsten er erkendelsen af, at det vigtigste redskab til innovationen af produkterne er medarbejderne. Derfor skal Coloplast sikre fastholdelsen og tiltrækningen af kompetente medarbejdere.

Coloplasts nuværende strategi udspringer af 2012 strategien, som blev præsenteret i 2005, og er konkretiseret i fire strategiske formuleringer, hvor Coloplast i 2012 ønsker⁴⁹:

- 1) At blive markedsleder inden for de tre forretningsområder
- 2) At blive markedsleder inden for innovation
- 3) At vokse med tocifrede organiske vækstrater
- 4) At have en højere værdiskabelse end sammenlignelige selskaber

I forbindelse med præsentationen af årsrapporten for 2007/08 formulerede ledelsen de langsigtede mål. Disse blev konkretiseret til et ønske om, at opnå en organisk salgsvækst, der er højere end markedsvæksten, og realisere en EBIT-margin på over 20 pct. Coloplast vurderer selv, at salgsvæksten skal sikres gennem produktinnovation og forbedring af sortimentet på eksisterende markeder. Samtidig skal der ske yderligere ekspansion på det amerikanske marked og på længere sigt i emerging markets med gode udviklingsmuligheder i bl.a. Kina og Rusland⁵⁰. EBIT-marginen skal stige fra 12 % i 2007/08 til et mål på minimum 20 % om 3 til 5 år gennem yderligere flytning af produktion til Ungarn og Kina, gennem effektivisering af salgsafdelingen og Supply Chain. Derudover bliver der nedlagt 300 arbejdspladser⁵¹.

⁴⁹ Årsrapport, 2007/08, side 4

⁵⁰ Full year conference call presentation 2007/08, side 25, Coloplast

⁵¹ Full year conference call presentation 2007/08, side 13, Coloplast

Nedenfor vil følge en analyse af de fire strategiske formuleringer, heri muligheden for at opnå målsætningerne ud fra den interne og eksterne analyse.

Ad 1)

I brancheanalysen blev konkurrencen i de tre forretningsområder vurderet til at være høj, hvilket betyder at det kan være svært at opretholde positionen som markedsleder, da konkurrenterne har øje for hinanden og reagerer hurtigt på de andres handlinger. Ifølge egne tal fra årsrapporten 2007/08 er selskabet markedsleder inden for områderne stomi og kontinens. Inden for urologi står selskabet stærkt på det europæiske marked, medens mulighederne på det nord- og sydamerikanske marked er styrket efter købet af urologi forretning fra Mentor Corp. Coloplast bør dog fokusere på enkelte markeder af urologimarkedet for at opnå den ønskede vækst, da analysen af konkurrenceintensiteten viste, at Coloplasts sammen med AMS var repræsenteret på alle markeder. Markedet for sår- og hudpleje er præget af store aktører som bl.a. Smith & Nephew og Mölnlycke, hvis produktsortiment inden for væskende sårpleje er væsentlig større end Coloplasts. Derfor vurderes målsætningen om, at blive markedsleder inden for dette marked ikke at kunne opnås gennem organisk vækst alene.

På baggrund af ovenstående vurderes målsætningen ambitiøs, men gennem produktudviklingen er det muligt at fastholde markedslederpositionen inden for stomi og kontinens. Gennem fokus på enkeltsegmenter har urologi forretningen også mulighed for at opnå en førende position, såfremt den tilsigtede vækst på det amerikanske marked realiseres. Sår- og hudpleje divisionen vurderes ikke at kunne blive markedsleder inden for sit markedssegment uden, at Coloplast foretager opkøb af konkurrenter. Coloplast Incubation kan dog også udvikle et nyt produkt, som kan booste salget markant, og gøre Coloplast til markedsleder inden for en niche. Dette vurderes dog ikke at kunne realiseres inden 2012.

Ad 2)

Coloplast anser innovation til at være det redskab, som skal sikre at de tre øvrige formuleringer opnås, og innovation vil derfor være et fokusområde for selskabet de kommende år. Heri findes også forklaringen på at Coloplast ønsker at øge forsknings- og udviklingsomkostningerne. Værdikædeanalysen identificerede, at det er ved at have fokus på innovation, at Coloplast kan opretholde sine konkurrencemæssige fordele fremadrettet. Formuleringen vurderes derfor primært at have informativ værdi for Coloplasts interessenter, da den direkte målbarhed af at være markedsleder inden for innovation er svær at opgøre, hvorfor denne del af visionen ikke vil blive behandlet yderligere.

Ad 3)

Coloplast har en målsætning om årligt at vokse organisk med tocifrede vækstrater. I analyseperioden har selskabet haft en organisk vækst på 8 pct. i 2005/06 og 7 pct. i 2007/08. I 2006/07 opnåede selskabet en vækst på 10 pct.⁵², og er således det eneste regnskabsår i analyseperioden, hvor væksten har været tocifret. Den organiske vækst på hhv. forretningsområder og geografiske markeder fremgår af nedenstående tabeller.

Tabel 3.12 Rapporteret organisk vækst i pct. pr. forretningsområde

	2005/06	2006/07	2007/08
Stomi	7	9	6
Kontinens og urologi	11	14	9
Sår - og hudpleje	6	6	5

Kilde: Coloplast årsrapporter 2005/06 – 2007/08

Det ses af tabel 3.12, at problemerne i stomi divisionen og sår- og hudpleje har påvirket væksten i forretningsområderne. Omstruktureringen af sår- og hudpleje divisionen vil på kort sigt reducere væksten, som opvejes af en forventning om højere lønsomhed og bedre produktsortiment på længere sigt. Væksten i stomi afhænger af, hvordan omstruktureringen af den tyske stomi forretningen udvikler sig. Sundhedsreformen i UK vurderes at påvirke væksten i stomi divisionen negativt fra regnskabsåret 2009/10. Faldet i 2007/08 i kontinens og urologi kan henføres til, at væksten i 2005/06 og 2006/07 har været påvirket af den tilkøbte urologi forretning.

Tabel 3.13 Rapporteret organisk vækst i pct. pr. geografisk marked

	2005/06	2006/07	2007/08
Europa	7	9	5
Nord- og Sydamer.	12	16	12
Resten af verden	12	17	13

Kilde: Coloplast årsrapporter 2005/06 – 2007/08

Det ses, at væksten har været drevet af vækst på andre markeder end Europa, og den skærpede konkurrence og problemerne i Tyskland på stomi markedet vil givetvis reducere mulighederne for vækst i Europa. Derfor er det afgørende for Coloplasts strategi, at øvrige geografiske markeder opvejer dette ved at vækste mere. De nye produktionsfaciliteter i Ungarn og Kina ligger tæt på nye markeder med stort potentiale, som Rusland og Japan. Derudover er der også muligheder for vækst i Sydamerika, Kina og på længere sigt i Afrika. Det amerikanske marked har de seneste år haft ledelsens fokus, da markedet er verdens største, og Coloplast har, trods konkrete målsætninger, ikke opnået den ønskede vækst. Det nye hovedkontor i Minneapolis vurderes at øge fokus på salget i USA, for at vise sin berettigelse, og mulighederne for vækst på verdens største marked for medicinsk udstyr kan hjælpe Coloplast til at indfri målsætningen om tocifrede organiske vækstrater.

⁵² Coloplasts årsrapport 2006/07 side 8

Ad 4)

Denne formulering er primært rettet mod investorer. Investorerne skal forsikres om, at en investering i Coloplast er en god investering. Formuleringen kan dog også tolkes som at være rettet mod analytikerne, som ikke har den største tiltro til, at Coloplast kan realisere de ambitiøse mål, da selskabet historisk set har haft problemer med at nå de langsigtede mål. Derfor ønsker Coloplast at signalere, at selskabet forventer en højere værdiskabelse når virkningerne af oprettelserne af Global Operations, Global R&D, og udflytningen af produktionen til Ungarn og Kina, slår igennem. Derudover skal den øgede indsats inden for forretningsområderne urologi, og sår- og hudpleje, samt stomi forretningen i Tyskland bidrage til en højere værdiskabelse.

3.3.6.1 Coloplast vækststrategi

Coloplasts vækststrategi kan karakteriseres som intensivering, da selskabet ønsker at øge salget på eksisterende markeder med deres nuværende forretningsområder. Set i forhold til Anshoffs fire vækststrategier, vurderes strategierne produkt- og markedsudvikling samt markedspenetrering at være relevante for Coloplast⁵³. Vækst gennem udvikling af nye produkter til nye markeder vurderes ikke at være værdiskabende for Coloplast, da det vil ligge udenfor kerneforretningsområderne, og der vil blandt andet ikke kunne opnås stordriftsfordele. Coloplasts ledelse demonstrerede med frasalgene af Sterling Medical, brachyterapiforretningen og brystplejeforretning, at det er de nuværende forretningsområder, som skal skabe væksten de kommende år.

Strategien med at væksten skal sikres gennem produktudvikling skal ses i relation til Coloplasts fokus på innovation, hvor involveringen af brugerne af produkter spiller en afgørende rolle. Gennem kontakten til sygeplejersker og patienter har Coloplast mulighed for at få et indblik i den fremtidige markedsudvikling, og dermed udvikle produkter som understøtter den markedsudviklingen, som er mest rentabel for selskabet. Konkret bør produktudviklingen søge at udvikle produkter uden brug af phtalater, for at være på forkant med EU-lovgivningen. En anden mulighed er at udvikle produkter som kan genbruges. Dette kan begrundes med at mange hospitaler genbruger produkter som ikke er beregnet til genbrug, hvilket resulterer i øgede sundhedsudgifter, trods besparelser på engangsprodukter. Endeligt kunne det være en mulighed at producere små videoklip, a la dem som kendes fra youtube.com, hvor patienterne vejledes i brugen af produkterne. Disse klip vurderes at være nyttige for at understøtte den teknologiske udvikling inden for eHealth, hvor patienternes sygejournaler opbevares elektronisk, og kontakten mellem patient og læger primært er elektronisk⁵⁴. Klippene kan ligeledes bruges på nye markeder, som ikke er vant til de vestlige behandlingsformer, og hvor der kan forekomme sproglige barrierer.

⁵³ Elling, 2005, side 99

⁵⁴ "Focus on eHealth", Eucomed, Quaterly newsletter no. 63 march 2008, side 1

Coloplast har med implementeringen af lean i organisationen og udflytningen af produktionen vist, at ledelsen har en strategi om at reducere omkostningerne⁵⁵. Denne strategi understøtter vækststrategien markedspenetrering, hvor prisen bliver et konkurrenceparameter for at øge salget af de eksisterende produkter på de eksisterende markeder. Dette er ligeledes en reaktion på knapheden i sundhedssektorens budgetter, som forventes at presse priserne. Samtidig skal omkostningsminimeringsstrategien hjælpe med at øge EBIT-marginen, hvilket vil skabe vækst for aktionærerne. Hidtil er besparelserne ved flytningen af produktionen til Ungarn udeblevet, på grund af højere lønninger end forventet og mange nyansættelser i produktionen, som har reduceret effektiviteten.

3.3.5 SWOT Analyse

Som opsummering på den strategiske analyse vil der i nærværende afsnit blive foretaget en SWOT-analyse, som opsummerer hovedpunkterne i analysen af samfundsforhold og brancheforhold samt den interne analyse. SWOT-analysen opsummerer Coloplasts muligheder og trusler (eksterne forhold) og styrker og svagheder (interne forhold) med henblik på at vurdere virksomhedens strategiske position og retning.

Figur 3.14 SWOT analyse

Strengths	Weaknesses
• Nyt produktionsanlæg • Markedsleder inden for stomi og kontinens • Forskning og udvikling samt knowhow • Anvendelse af brugerdreven innovation • Gode markedspektiver for forretningsområder • Høje adgangsbARRIERER til branchen	• 80 pct. af omsætningen afsættes i Europa • Sår- og hudpleje divisionen • Stomi forretningen i Tyskland • Hård konkurrence på markederne
Opportunities	Threats
• Politisk fokus på uddannelse • Sundhedsreform i USA på intermitterende katetre • Øget indtjening som følge af valutakurs stigninger • Flere ældre i befolkningen • Produktudviklingen til nye behandlingsformer og uden phtalater • Stigende velstand i Emerging markets	• Sundhedsreformer i UK og Tyskland på stomi produkter • Manglende effekt af omstruktureringer • Lav forhandlingsstyrke over for kunderne • Prispress fra kundernes side • Fald i indtjening som følge af valutakurs fald • Stigende renteomkostninger

Kilde: Egen tilvirkning

⁵⁵ "Coloplast" Tag én ting ad gangen", Børsen, d.5.12.2008

3.4 Delkonklusion

Delkonklusionen har til formål at svare på problemformuleringens første og andet delspørgsmål.

De eksterne forhold, som primært påvirker Coloplasts fremtidige udvikling, vurderes at være den stigende andel af ældre i befolkningen, sundhedsreformerne i sundhedssektorerne, og den lave forhandlingsstyrke over for branchens primære kunde, de nationale sundhedssektorer. Derudover kan udviklingen i valutakurserne ses direkte på Coloplasts indtjening, hvor den seneste udvikling med svækkelsen af den britiske pund og amerikanske dollar medførte tabt indtjening.

Coloplasts muligheder for fremtidig vækst vurderes at være positive, på grund af den stigende andel af ældre i befolkningen. Det skyldes, at Coloplasts produkter bruges til behandling af sygdomme, som primært rammer patienter over 40 år. Den demografiske udvikling viser, at andelen af befolkningen over 65 år i EU vil stige med 75 pct. i år 2060 i forhold til i år 2008. Den samlede befolkning forventes at stige til 512 mio. i år 2035 fra 495 mio. i 2008. Derved vil befolkningen falde til 506 mio. i år 2060, hvilket medfører at medianalderen øges til 47,9 år i 2060. Samtidig viser den sociologiske udvikling, at andelen af overvægtige i befolkningen vil stige, og WHO advarer mod en global fedmeepidemi. Udviklingen vil medføre en stigning i følgesygdomme, som f.eks. type 2-diabetes. Hidtil er fedmen mest udbredt i USA, og fedmen kan hjælpe med til at opnå den ønskede vækst på det amerikanske marked. Dette marked er særdeles vigtigt for den fremtidige vækst. Samlet vurderes den globale fremtidige sociologiske og demografiske udvikling at være en fordel for Coloplast.

Coloplast er en del af den branche, som producerer CE mærket medicinsk udstyr, og branchens produkter sælges hovedsageligt til de nationale sundhedssektorer, der med undtagelse af USA, primært er finansieret af det offentlige. De nationale sundhedsministre er klar over ovenstående udvikling i befolkningen, og har derfor iværksat nationale sundhedsreformer for at reducere omkostningerne i sundhedssektorerne. Dette sker i erkendelse af, at der ikke vil være ubegrænsede økonomiske ressourcer til at finansierer det stigende behov for sundhedspleje. Sundhedsreformerne har indtil videre haft størst effekt på stomi divisionen, hvor tilskuddet i England er reduceret med 2 pct. fra 1. april 2010, hvilket ifølge Coloplast vil medføre et årligt tab på 3-4 mio. pund. I Tyskland har sundhedsreformen betydet, at homecareselskaberne nu vil få betaling pr. patient og ikke som hidtil betaling pr. produkt, hvilket også vil medføre et tab i omsætningen for Coloplast.

I sundhedssektorerne ses der endvidere en tendens til at hospitalerne organiserer sig i indkøbsorganisationer eller udbyder rettighederne for salg i forskellige produktgrupper i licitation, for at optimere deres forhandlingsstyrke over for producenterne. Dette har forringet branchens forhandlingsstyrke over for kunder

yderligere. Muligheden for at forhindre adgang til en hel national sundhedssektor gør, at forhandlingsstyrken i forvejen ligger hos branchens kunder.

Den interne analyse identificerede, at værdien i Coloplast skabes i forsknings- og udviklingsafdelingen, Global R&D, hvor det væsentligste aktiv er de menneskelige ressourcer. Coloplasts anvender brugerdrevent innovation ved, at involvere brugerne og patienterne af produkter i udviklingen af nye produkter, hvilket giver stor viden om det fremtidige markedsbetov. Denne viden skal gøre Coloplasts produkter konkurrencedygtige inden for anvendelighed og pris, da der er hård konkurrence i branchen. Det er dog også vigtigt, at produktudviklingen sigter mod markedstendenserne. Her vurderes det, at produkter uden phtalater og produkter som kan genbruges, vil have stort markedspotentiale.

Coloplast er markedsleder inden for stomi og kontinens. Positionen inden for stomi vil blive udfordret af Convatec, hvis ikke situationen på det tyske stomi marked forbedres. Coloplast mistede i 2007 hver anden sygeplejerske til en konkurrent, og da det er sygeplejerskerne, der genererer salget i Tyskland, faldt omsætning markant. Sår- og hudpleje divisionen er ikke markedsleder, og markedet er præget af prispress og lav kundeloyalitet. Divisionen er selskabets akilleshæl, og ledelsen har igangsat en ny strategi i divisionen for at forbedre lønsomheden i divisionen.

4. Regnskabsanalyse

Coloplasts årsrapport måler selskabets værdi og viser værdifremgangen fra år til år på grundlag af retningslinjer for indregning og måling af selskabets økonomiske aktiviteter, som fremgår af nationale og internationale regnskabsreguleringer. Inden der kan foretages en regnskabsanalyse, på baggrund af de historiske tal, vil der blive foretaget en vurdering af revisionspåtegningen og den anvendte regnskabspraksis. Dette skal sikre, at der bliver foretaget de nødvendige korrektioner til selskabets aflagte årsrapporter. Det skal bemærkes, at der kun foretages korrektioner, som vurderes at have væsentlig indflydelse på vurderingsgrundlaget. Herefter vil resultatopgørelsen og balance blive reformuleret til analysebrug.

4.1 Revisionspåtegninger

Revisionspåtegningen er af mange opfattet som et kvalitetsstempel af en årsrapport. Det er et krav, uafhængigt af om årsrapporten bliver aflagt efter US GAAP, IFRS eller Årsregnskabsloven, at revisor afgiver en revisionspåtegning med konklusion på det udførte arbejde. Revisionen skal bl.a. sikre, at årsrapporten ikke er mangelfyldt eller sagt med andre ord, at den udviser det retvisende billede.

I forbindelse med udarbejdelse af regnskabsanalysen og værdiansættelsen er det af stor relevans for investor at identificere, om der har været supplerende oplysninger eller forbehold i revisionspåtegningen af Coloplasts årsrapporter. Såfremt påtegningen er givet med supplerende oplysninger eller forbehold skal investor i sin analyse tage hensyn hertil. En supplerende oplysning gives når der er tale om dispositioner, som ikke har indflydelse på konklusionen, men kan være vigtige for regnskabslæserens forståelse af årsrapporten. Et forbehold tages, hvis der f.eks. er uoverensstemmelse mellem ledelsen og revisor vedr. dispositioner foretaget i den aflagte årsrapport, som kan have væsentlig betydning for regnskabslæseren.

Coloplasts årsrapporter har i analyseperioden været underskrevet af den samme statsautoriserede revisor fra PWC, Lars Holtug, som har haft to forskellige medunderskrivende kollegaer. Gennemgang af revisionspåtegningerne i Coloplasts årsrapporter for 2005/06-2007/08⁵⁶ viser, at disse er givet uden forbehold og supplerende oplysninger. Det vurderes således, at årsrapporterne giver et retvisende billede af selskabets økonomiske stilling.

⁵⁶ Argumentation for valg af analyseperiode følger i næste afsnit

4.2 Den anvendte regnskabspraksis

Selskabets anvendte regnskabspraksis er afgørende for sammenligneligheden af regnskabstallene i analyseperioden. Coloplasts årsrapporter har siden 2003/04 været aflagt efter IFRS, da EU's ministerråd i 2002 vedtog, at alle børsnoterede selskaber i EU fra og med 2005 skulle aflægge koncernregnskaber efter de internationale regnskabsstandarder. I årsrapporten for 2005/06 blev IFRS 2 vedrørende aktiebaseret aflønning implementeret. Dette er et komplekst regnskabsområde, hvorfor det vil kræve en detaljeret gennemgang, for at kunne foretage de nødvendige ændringer af årsrapporterne fra 2003/04 og 2004/05, således at der opnås et kontinuerligt regnskabsgrundlag. Længden af analyseperioden på 5 eller 3 regnskabsår, vurderes dog ikke at påvirke konklusionen af regnskabsanalysen, hvorfor analyseperioden vil være afgrænset til årsrapporterne fra 2005/06 til 2007/08. Udviklingen i regnskabstallene i analyseperioden vil ikke blive korrigeret for køb og salg af forretningsområder, da effekten heraf ikke er til at opgøre med tilstrækkelig sikkerhed.

Det skal bemærkes, at der, i årsrapporten fra 2006/07, er foretaget en ændring af resultatopgørelsens sammenligningstal fra 2005/06. Det er derfor ikke muligt at afstemme resultatopgørelsen fra 2005/06 i årsrapporten fra 2005/06 til tallene for 2005/06 i resultatopgørelsen fra årsrapporten 2006/07, da samtlige tal bortset fra årets resultat er ændret. Dette er både gældende i DKK og i EUR. Ændringerne er ikke omtalt i anvendt regnskabspraksis i årsrapporten for 2006/07, og i ledelsesberetningen henvises der til de korrigerede tal. Det vurderes at de senest offentliggjorte tal er de mest korrekte, hvorfor tallene fra resultatopgørelsen for 2005/06 stammer fra årsrapporten 2006/07.

Den anvendte regnskabspraksis er gennemgået med henblik på at vurdere om denne er hensigtsmæssig, ligesom noterne er gennemgået for eventuelle balanceførte poster, som burde indregnes i årsrapporten. Dette har ikke været tilfældet. Dermed vurderes det, at regnskabsmaterialet fra årsrapporterne i perioden 2005/06 til 2007/08 sikrer, at udviklingen i de historiske nøgletal skyldes udviklingen i Coloplast, og ikke ændringer i den anvendte regnskabspraksis.

4.3 Reformulering af årsrapporten

Den eksterne investor vil ofte være interesseret i at få yderligere indblik i selskabets økonomiske tilstand, end den der vil være tilgængelig via årsrapporten. Dette skyldes ikke, at selskabet ikke har levet op til kravet om et retvisende billede, men at selskabets interessenter har forskelligt informationsbehov. Selskabets leverandører kunne tænkes primært at interessere sig for en selskabets betalingsevne, medens investoren i mindst lige så høj grad interesserer sig for selskabets evne til at generere overskud i fremtiden. Forskellen i informationsbehovet betyder, at investor kan foretage en reformulering af årsrapporten for at få et overblik

over de faktiske værdi-drivere i selskabet. Et selskabs værdiskabelse sker gennem driftsaktiviteterne, medens finansielle aktiviteter finansierer driften. Opdelingen af aktiviteterne i hhv. drift og finansiering fremgår ikke direkte af de officielle årsrapporter, da regnskabslovgivningen kræver en anden præsentation.

Gennem reformulering dannes der grundlag for beregning af finansielle nøgletal, som præcist måler resultatet af et selskabs aktiviteter, og herved danner basis for senere rentabilitets- samt vækstanalyse. Regnskabslovgivningen kræver desuden, at visse værdistigninger og -fald ikke må vises i resultatopgørelsen, og derfor føres direkte på egenkapitalen⁵⁷. Fra investors synspunkt kan dette være forkert, hvorfor selskabets egenkapitalposter bør gennemgås og vurderes, således at eventuel værdiskabelse kan indregnes i selskabets totalindkomst.

4.3.1 Reformulering af egenkapitalen

Reformuleringen af egenkapitalopgørelsen gøres med henblik på at kunne klassificere posterne i to grupper, hhv. transaktioner med ejerne og totalindkomst. Transaktioner med ejerne vedrører poster som udbetaling af udbytter, tilbagekøb af egne aktier og eventuelle kapitalindskud fra ejerne. Totalindkomst er de værdistigninger eller forringelser, der på grund af regnskabslovgivning er posteret direkte på egenkapitalen. Disse poster er, uagtet placeringen på egenkapitalen, en del af selskabets værdiskabelse og bør være indeholdt i det resultat, som der skal analyseres på. Derfor indarbejdes alle elementer af totalindkomsten i forbindelse med reformulering af resultatopgørelsen, således at der analyseres på totalindkomsten frem for nettoindkomsten. Derved opfyldes clean-surplus forudsætningen.

Coloplasts egenkapitalopgørelser fremgår af bilag 1, medens de reformulerede opgørelser fremgår af bilag 2.

Tabel 4.1: Reformuleret egenkapitalopgørelse i hovedposter

Reformuleret egenkapitalopgørelse i hovedposter			
(t.m.k. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Egenkapital 1. Oktober	2.398	2.804	2.572
Transaktioner med ejerne	-860	-1.201	-257
Totalindkomst	752	795	489
Egenkapital 30. September	2.290	2.398	2.804

⁵⁷ Et eksempel er valutakursreguleringer på fordringer mellem koncernforbundne selskaber.

4.3.2 Reformulering af balancen

Reformuleringen af balancen klassificerer Coloplasts aktiver og gæld i hhv. driftsafledte poster og finansielle poster, hvor driftsaktiver og –forpligtelser relaterer sig til driften af selskabet, medens de finansielle forpligtelser bidrager med kapital til at sikre og vedligeholde driften.

Coloplasts balance er overskueligt opbygget. Alle aktiver kan henføres til driften. På gældssiden kan alle hensættelser og øvrige gældsforpligtelser bortset fra kreditinstitutgæld henføres til driftsforpligtelser. Balancerne fremgår af bilag 3, efterfulgt af de reformulerede balancer i bilag 4. Nedenfor i tabel 4.2 fremgår hovedposterne i den reformulerede balance.

Tabel 4.2: Reformuleret balance i hovedposter

Reformuleret balance i hovedposter (i mio. DKK)	Type	2007/08	2006/07	2005/06
Driftsaktiver i alt	DA	7.981	7.750	7.982
Driftsforpligtelser i alt	DF	2.420	2.253	2.187
Netto driftsaktiver	NDA	5.561	5.497	5.795
Finansielle forpligtelser i alt	FF	3.270	3.097	2.990
Minoritetsinteresser	MIN	1	2	1
Egenkapital før minoritetsinteresser	EK	2.290	2.398	2.804

De finansielle forpligtelser, FF, er et udtryk for Coloplasts rentebærende gæld, som sammen med minoritetsinteresser og egenkapitalen før minoritetsinteresser giver den investerede kapital i passiverne. Den investerede kapital i passiverne skal være lig den investerede kapital i aktiverne, som udtrykkes ved netto driftsaktiverne, NDA. Netto driftsaktiverne kan præsenteres som ovenfor i driftsaktiver og driftsforpligtelser, men kan også vises som anlægs- og arbejdskapital. Anlægskapitalen viser den investerede kapital i anlægsaktiverne, hhv. immaterielle, materielle og finansielle anlægsaktiver. Arbejdskapitalen er summen af driftsaktiverne, som ikke knytter sig til anlægsaktiver, fratrasket driftsforpligtelserne.

Tabel 4.3 Opdelingen af NDA i anlægs- og arbejdskapital

Anlægskapital og arbejdskapital (i mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Anlægskapital	4.811	4.637	5.118
Arbejdskapital	750	860	677
NDA	5.561	5.497	5.795

Opdelingen kan udledes af den rapporterede balance i bilag 3, og vurderes at være nyttig til forestående rentabilitetsanalyse og budgettering. Det skal dog bemærkes, at der i anlægskapitalen under finansielle anlægsaktiver ikke er korrigeret for kapitalandele i associerede virksomheder samt andre værdipapirer og kapitalandele. I arbejdskapitalen indgår ligeledes tilgodehavender hos associerede virksomheder. Dette sker

for at sikre sammenhængen til den reformulerede balance ovenfor. Effekten af disse poster vurderes uvæsentlige, da de enkeltvis udgør maksimalt 0,2 pct. af den investerede kapital.

4.3.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Reformulering af resultatopgørelsen tjener samme formål som to ovenstående reformuleringer. Driftsposterne opdeles yderligere i driftsoverskud fra salg og andet driftsoverskud. Derudover skal totalindkomstposterne, som omtalt ovenfor under egenkapitalen, indregnes i resultatopgørelsen, således at hele Coloplasts værdiskabelse fremgår af resultatopgørelsen. Disse indgår i posten "Øvrige poster", hvor også resultat og salg af ophørende aktiviteter efter skat indgår. Resultat og salg af ophørende aktiviteter er specificeret i note 10 fra årsrapporten 2006/07.

Skatteomkostningerne allokeres på driftsoverskud, andet driftsresultat og finansielle poster. De finansielle poster er en omkostning, hvorfor der opstår en skattefordel, et skatteskjold i finansieringsteoriens termer, i form af et udskudt skatteaktiv. Skattefordelen er beregnet som netto renteomkostninger gange selskabsskatteprocenten på 25 pct. Der er beregnet samme skattefordel på andet driftsresultat, da dette giver underskud i 2006/07 og 2005/06. Skatten på driftsoverskud er beregnet residualt på baggrund af den rapporterede skatteomkostning, skattefordelen på renteomkostninger og skatten på andet driftsresultat.

Den officielle resultatopgørelse kan ses i bilag 5, og hele den reformulerede resultatopgørelse ses i bilag 6. Nedenfor ses hovedposterne i reformulerede resultatopgørelse i tabel 4.4.

Tabel 4.4: Reformuleret resultatopgørelse i hovedposter

Reformuleret resultatopgørelse i hovedposter		2007/08	2006/07	2005/06
(i mio. DKK)				
Nettoomsætning	SALG	8.463	8.042	6.709
Driftsoverskud fra salg (før skat)	DO salg før skat	1.112	991	920
Rapporterede skatteomkostninger		-277	-225	-191
Skattefordel, nettofinansielle omkostninger		-44	-44	-33
Skat på andet driftsoverskud		14	-56	-33
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	DO salg efter skat	805	667	663
Andet driftsresultat (før skat)		55	-222	-133
Skat (25 pct.)		-14	56	33
Andet driftsresultat (efter skat)		41	-167	-100
Øvrige poster (efter skat) i alt		37	426	24
Totalindkomst fra driften	DO	883	927	588
Netto finansielle omkostninger		-175	-174	-130
Skattefordel (25 pct.)		44	44	33
Netto finansielle omk. (efter skat)	NFO	-131	-131	-98
Totalindkomst før minoritetsinteresser	TI før min	752	796	490
Minoritetsinteresser	MIN	0	-1	-1
Totalindkomst	TI	752	795	489

4.4 Analyse af aktivitet i analyseperioden

Den primære value driver i senere budgettering af fremtidige pengestrømme vil være omsætningen. Udviklingen i Coloplasts omsætning i analyseperioden fremgår af tabel 4.4 nedenfor. Her er 2005/06 sat som indeks 100. Det ses at den samlede omsætning er steget med mio. DKK 1.754, hvilket svarer til en stigning på 26 pct.

Tabel 4.4: Udvikling i omsætningen 2005/06 til 2007/08

Omsætning	2005/06			2006/07			2007/08		
	Mio. kr.	Andel	Indeks	Mio. kr.	Andel	Indeks	Mio. kr.	Andel	Indeks
Stomi	2.885	43%	100	3.458	43%	120	3.554	42%	123
Kontinens og urologi	2.214	33%	100	3.297	41%	149	3.470	41%	157
Sår- og hudpleje	1.208	18%	100	1.287	16%	107	1.439	17%	119
Brystpleje ⁵⁸	403	6%	100	0	0%	0	0	0%	0
I alt	6.709	100%	100	8.042	100%	120	8.463	100%	126

Kilde: Coloplast årsrapporter 2005/06 - 2007/08

Stomi divisionen udgør den samme andel af omsætningen i analyseperioden, men steg til indeks 120 i regnskabsåret 2006/07, hvilket skyldes fremgang i salget i produktgrupperne Easiplex og Assura. Stigningen i 2007/08 kan henledes til at det er første hele finansår, efter lanceringen af SenSura linjen på alle større markeder. Denne linje vurderes at kunne bidrage til yderligere vækst, når den lanceres på alle markeder. Stigningen mellem 2006/07 og 2007/08 blev reduceret af den manglende salgsstyrke i Tyskland, som omtalt i den strategiske analyse.

Kontinens- og urologi divisionen har haft den største fremgang i indekseret tal, hvilket skal tilskrives købet af urologi forretningen fra Mentor i 2006/07. Med købet blev Coloplast markedsleder i USA på urologi markedet. De to primære produktområder i kontinensforretningen er urinposer og katetre, som tegnede sig for halvdelen af salget i 2006/07. I urologiforretningen er det penisimplantater i USA som driver væksten, medens væksten i Europa ikke har været så høj som forventet.

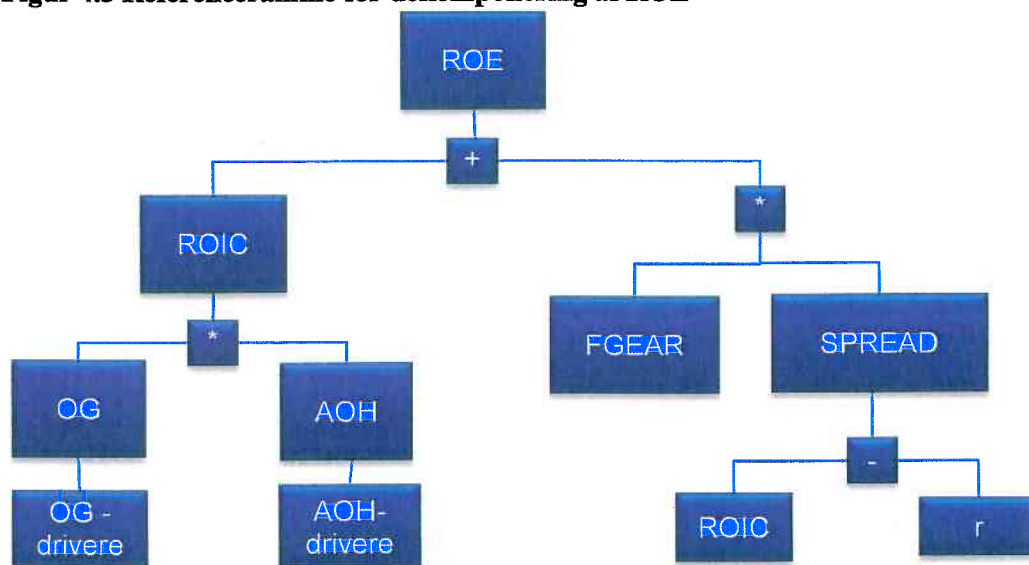
Sår- og hudpleje divisionens andel af omsætningen har ligget på samme niveau i hele analyseperioden, mens divisionens stigning målt i kr. har været mio. DKK 200. Den indekserede stigning er indeholdt kontraktproduktion. Der er hård priskonkurrence på markedet, og Coloplast har iværksat en ny strategi for at opnå tocifrede vækstrater og øge lønsomheden i divisionen. Vækst mellem 2006/07 og 2007/08 kan tilskrives Biatain bandagerne, som dog ikke havde den ønskede fortjeneste pga. højere udviklingsomkostninger end forventet.

⁵⁸Brystpleje divisionen blev endeligt solgt i løbet af regnskabsåret 2005/06.

4.5 Analyse af rentabilitet

Analysen af Coloplasts rentabilitet vil tage udgangspunkt i den udvidet DuPont model, og dermed egenkapitalens forrentning (ROE). Referencerammen for dekomponeringen af ROE kan illustreres således:

Figur 4.5 Referenceramme for dekomponering af ROE



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Elling, 2005, side 173

Nærværende afsnit vil indlede med en dekomponering af ROIC i driftsaktivitetens værdidrivere, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, og derefter en analyse af ROIC.

4.5.1 Dekomponering af OG og AOH

ROIC, eller afkastningsgraden, består af to underliggende drivere, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden udtrykker Coloplasts indtægts- og omkostningstilpasning, medens aktivernes omsætningshastighed viser Coloplasts kapitalintensitet. Overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed kan nedbrydes i underliggende drivere, som kan give en detaljeret forklaring af udviklingen i Coloplasts afkast på investeret kapital.

Tabel 4.6 Dekomponering af OG

Dekomponering af OG			
% af omsætning	2007/08	2006/07	2005/06
Produktionsomkostninger	-40,94%	-39,89%	-40,05%
Distributionsomkostninger	-30,59%	-31,53%	-31,26%
Adm.omkostninger	-10,42%	-12,29%	-11,34%
F&U omkostninger	-4,90%	-3,97%	-3,64%
Driftsoverskud salg før skat	13,14%	12,32%	13,71%
Skatteomkostninger	-3,63%	-4,03%	-3,83%
Driftsoverskud salg efter skat	9,51%	8,29%	9,89%
Andet driftsresultat efter skat	0,49%	-2,07%	-1,49%
Øvrige reguleringer efter skat	0,44%	5,30%	0,36%
Driftsoverskud efter skat	10,44%	11,52%	8,76%

Overskudsgraden består af driftsoverskuddet fra salg, andet driftsresultat og øvrige poster, som det fremgår af tabel 4.6 ovenfor. Det ses, at til trods for udflytning af produktion til Ungarn og Kina, har Coloplast ikke formået at reducere produktionsomkostningerne i analyseperioden⁵⁹. Sammen med distributionsomkostningerne udgør produktionsomkostningerne de største poster i forhold til omsætningen. Derfor vil effekten ved at opnå besparelser i disse omkostninger have største effekt på overskudsgraden. Udviklingen i distributionsomkostninger er dog faldende, mens det vurderes at der mulighed for besparelser i produktionsomkostningerne. Det kan bl.a. ske ved at reducere produktionen i Danmark fra det nuværende niveau på 30 pct. af den samlede produktion, til ledelsens mål med at 15 pct. af den samlede produktionen skal produceres i Danmark.

Driftsoverskuddet fra salg før skat har varieret en del med et fald på 10 pct. mellem 2005/06 og 2006/07, og en stigning på 7 pct. mellem 2006/07 og 2007/08. Faldet på 10 pct. skyldes budgetterede engangsomkostninger i forbindelse med integration af den tilkøbte urologi forretning fra Mentor Inc. Stigningen på 7 pct. skyldes reduktion af distributions- og administrationsomkostninger. Stigningen i F&U omkostninger skal ses i lyset af, at ledelsen ønsker om at øge disse omkostninger til 6 pct. af omsætningen⁶⁰.

Den anden delkomponent i OG er andet driftsresultat. Underskuddet i 2005/06 og 2006/07 drives primært af dagsværdiregulering af aktieoptioner og terminskontrakter. Derudover påvirker nedskrivningen af goodwillen på den tilkøbte homecareselskabet SIEWA i Tyskland på mio. DKK 283 i regnskabsåret 2006/07 yderligere. Øvrige poster er den sidste delkomponent af OG, og ligger i 2007/08 på niveau med 2005/06, medens den store stigning i 2006/07 kan henføres til salget af AMOENA brandet, som stod for brystplejeforretningen i Coloplast. I 2005/06 blev Sterling Medical ligeledes solgt, men effekten af salget udlignes af ændring af regnskabspraksis og kursreguleringer.

⁵⁹ "Coloplast-besparelser har virket", Børsen, 18.12.2008

⁶⁰ Full year conference call presentation, Coloplast 2007/08, Side 23

Samlet set vurderes udsvingene i Coloplasts overskudsgrad i analyseperioden primært at være påvirket af reduktion af omkostninger, og transitoriske poster i form af køb og salg af forretningsområder i regnskabsåret 2006/07.

Den anden driver i ROIC, aktivernes omsætningshastighed, kan dekomponeres som vist i tabel 4.7 nedenfor.

Tabel 4.7 Dekomponering af AOH

Dekomponering af AOH			
Omsætningshastigheder	2007/08	2006/07	2005/06
Anlægskapital	0,57	0,58	0,76
Arbejdskapital, netto	0,09	0,11	0,10
1/AOH	0,66	0,68	0,86
AOH	1,52	1,46	1,16

Det ses, at arbejdskapitalen har ligget på stort set samme niveau hele perioden, mens anlægskapitalen er faldet. Det markante fald mellem 2005/06 og 2006/07 skyldes salgene af Sterling Medical og brystplejeforretningen. Samlet er den inverse AOH faldet gennem analyseperioden, hvilket betyder at Coloplast binder mindre kapital i driftsaktiverne. Dette afspejles i omsætningen, da Coloplast for hver investeret krone i 2007/08 generede 1,52 kroner i omsætning, hvilket er en stigning på 31 pct. i forhold til 2005/06. Baggrunden skal findes i, at omsætningen er steget relativt mere end i investeringerne i anlægs- og arbejdskapitalen.

4.5.2 Dekomponering af ROIC

ROIC viser Coloplasts afkast på den investerede kapital. Det fremgår af tabellen nedenfor, at OG har den største effekt på ROIC. Fra 2006/07 til 2007/08 falder ROIC 6 pct., som følge af et fald i OG på 9 pct., mens AOH stiger 4 pct. Dermed påvirkes ROIC af udsvingene i andet driftsresultat og øvrige poster, som følge af forretningsændringerne i koncernen. Udsvingene styrkes af den positive udvikling i AOH.

Tabel 4.8 ROIC og dekomponering heraf

ROIC og dekomponering heraf				
Nøgletal	Betegnelse	2007/08	2006/07	2005/06
Afkast på investeret kapital	ROIC	15,88%	16,85%	10,14%
Overskudsgrad	OG	10,44%	11,52%	8,76%
Aktivernes omsætningshastighed	AOH	1,52	1,46	1,16

Selskaber, som Coloplast, med store faste omkostninger har oftest lavere omsætningshastigheder, end f.eks. serviceselskaber med et lavere investeringsniveau. Dette opvejes dog af en højere overskudsgrad, da det er kvaliteten og ikke prisen på Coloplasts produkt, som er det primære konkurrenceparameter⁶¹. Derfor kan

⁶¹ Plenborg, 2005, side 166

prispresset som følge af sundhedsreformerne gøre det vanskeligt for Coloplast, og de øvrige selskaber i branchen for medicinsk udstyr, at opretholde et tilfredsstillende afkast på den investerede kapital.

4.5.3 Dekomponering af finansiell gearing

Coloplast finansierer driftsaktiverne med lån, hvorfor Coloplasts finansielle gearing har betydning for udviklingen af ROE, jf. formlen opstillet i starten af afsnit 4.4.

Tabel 4.9 Finansiell gearing og dekomponering heraf

Finansiell gearing og dekomponering heraf				
Nøgletal	Betegnelse	2007/08	2006/07	2005/06
Netto renteomkostninger i pct.	R	4,01%	4,21%	3,26%
Spread	SPREAD	11,87%	12,64%	6,88%
Finansiell gearing	FGEAR	1,43	1,29	1,07
Samlet finansiell gearing		16,95%	16,33%	7,33%

I tabellen ovenfor viser FGEAR forholdet mellem Coloplasts finansielle forpligtelser og egenkapitalen. De finansielle forpligtelser er steget, som følge af de øgede investeringer i de nye fabrikker i Ungarn og Kina, samt det nye hovedkontor i USA. Stigningen i FGEAR indikerer, at Coloplasts vækst i analyseperioden har været finansieret med fremmedkapital. Samlet set vil den samlede finansielle gearing kun skabe værdi for aktionærerne, så længe at ROIC er større end netto renteomkostninger. Det nuværende niveau for ROIC medfører dog, at denne risiko er meget lille.

4.5.4 Dekomponering af ROE

Coloplasts egenkapitalforrentning, ROE, består af summen af ROIC og den finansielle gearing. Det ses af nedenstående tabel, at den finansielle gearing ligger på niveau med afkastet på den investerede kapital. ROE har været stigende gennem hele analyseperioden, hvilket drives af en stigning i den finansielle gearing i alle årene.

Tabel 4.10 ROE og dekomponering heraf

ROE og dekomponering heraf				
Nøgletal	Betegnelse	2007/08	2006/07	2005/06
Egenkapitalens forrentning	ROE	32,84%	33,15%	17,44%
Afkast på investeret kapital	ROIC	15,88%	16,85%	10,14%
Samlet finansiell gearing		16,95%	16,33%	7,33%

4.6 Common-size-analyse

Den ovenstående analyse har fokuseret på udviklingen i Coloplasts nøgletal i analyseperioden. Derfor vil der i følgende afsnit foretages en common-size-analyse, som sammenholder niveauet af udvalgte regnskabsposter og nøgletal for Coloplast med det engelske selskab Smith & Nephew Plc⁶². Smith & Nephew producerer medicinsk udstyr inden for ortopædi, endoskopi og sårbehandling⁶³, som primært afsættes i UK, Europa og USA. Selskabet er en del af samme branche, som Coloplast, og en af konkurrenterne inden for sår- og hudpleje, som det blev beskrevet under brancheanalysen. Det har desværre ikke været muligt at få markedsinformation om Coloplasts to primære konkurrenter, Hollister og Convatec, da disse ikke er børsnoteret. Hollister og Convatec har, ligesom Coloplast stomi produkter, som deres primære forretningsområde. Smith & Nephew vurderes dog, at kunne bruges til at sammenligne regnskabsposter og nøgletal med, da selskabet afsætter til samme marked, og derfor også påvirkes af den stigende andel af ældre i befolkning og sundhedsreformerne. Selskabet vil ligeledes være en del af den peer group, som anvendes under værdiansættelsen i afsnit 5.

Analysen vil være baseret på regnskabstallene fra 2007 og 2008⁶⁴, og det antages at den anvendte regnskabspraksis er den samme, jf. afsnit 4.2 første del, da en vurdering af regnskabspraksis ikke er essensen af en common-size-analyse. Analysen af den investerede kapital vil blive foretaget med udgangspunkt i den reformulerede balance, medens analysen af den primære drift vil tage udgangspunkt i resultatopgørelsen⁶⁵. På baggrund af disse tal vil afsnittet afsluttes med en sammenligning af egenkapitalforrentningen for begge selskaber⁶⁶.

Ved at holde hhv. anlægsaktiver og arbejdskapital op mod den investerede kapital er det muligt at se, hvordan de to selskaber har investeret deres kapital.

⁶² Plenborg, 2005, side 172

⁶³ http://global.smith-nephew.com/master/denmark_19642.htm

⁶⁴ Det antages at Coloplasts tal for regnskabsårene 2006/07 og 2007/08 er direkte sammenlignelige med S&N tal fra 2007 og 2008.

⁶⁵ Der er beregnet et skatteskjold på de finansielle omkostninger med udgangspunkt i den marginal selskabsskattesats for Danmark og England på hhv. 25 pct. og 28 pct. Forskellen heri er vurderet uvæsentlig. Derudover er Coloplasts distributions- og administrationsomkostninger lagt sammen for at kunne foretage en sammenligning med Smith & Nephews tal.

⁶⁶ Tallene for Coloplast og S&N er beregnet direkte af NOPAT. Derved kan tallene ikke direkte sammenlignes med de tal for Coloplast, som blev beregnet i afsnit 4.5. Det skyldes at ROIC i afsnit 4.5 er beregnet på baggrund af total fra driften.

Tabel 4.11 Common-size-analyse - Investeret kapital

2006/07	2007/08	Common-size-analyse	2008	2007
38%	35%	Immaterielle anlægsaktiver	49%	50%
44%	49%	Materielle anlægsaktiver	23%	23%
3%	3%	Finansielle anlægsaktiver	7%	5%
84%	87%	Anlægsaktiver	80%	77%
17%	22%	Varebeholdninger	28%	25%
35%	32%	Tilgodehavender i alt	30%	28%
5%	3%	Likvide beholdning	5%	5%
-8%	-7%	Leverandørgæld	-19%	-17%
-6%	-6%	Hensættelser	-14%	-9%
-26%	-27%	Anden gæld	-1%	-1%
-1%	-4%	Selskabsskat	-8%	-8%
16%	13%	Arbejdskapital, netto	20%	23%
100%	100%	Investeret kapital	100%	100%

Af tabel 4.11 ovenfor ses det, at Coloplast har bundet mere kapital i sine anlæg end S&N. Begge selskaber har positiv netto arbejdskapital, hvilket betyder at de selv finansierer kapitalen i driftsaktiver, som varelagre, tilgodehavender og lign. Omsætningshastigheden har for Coloplast steget fra 1,46 til 1,52, medens S&N tal er steget fra 1,02 til 1,20. Således binder Coloplast færre penge for at genere omsætning end S&N.

I tabel 4.12 ses de enkelte regnskabsposter for selskabernes primære drift, i forhold til omsætningen. Det fremgår at S&N's produktionsomkostninger er lavere end Coloplast, hvilket giver et bedre bruttoresultat. Derfor bør Coloplasts søge at reducere produktionsomkostninger sammenlignet med S&N. Den planlagte udflytning af produktionen fra Danmark til Ungarn og Kina indikerer dog, at ledelsen er klar over dette. Coloplasts distributions- og administrationsomkostninger er lavere end S&N's, hvilket kan tolkes som at implementeringen af lean i distributions- og administrationsafdelingerne har virket for Coloplast.

Tabel 4.12 Common-size-analyse Den primære drift

Coloplast		Common-size-analyse	S&N	
2006/07	2007/08	Primær drift	2008	2007
100%	100%	Nettoomsætning	100%	100%
-40%	-41%	Produktionsomkostninger	-28%	-30%
60%	59%	Bruttoresultat	72%	70%
-44%	-41%	Distributions- og administrationsomkostninger	-51%	-52%
-4%	-5%	Forsknings- og udviklingsomkostninger	-4%	-4%
1%	0%	Andre driftsindtægter, netto	0%	0%
-4%	-2%	Særlige poster	0%	0%
9%	12%	Driftsresultat (EBIT)	17%	15%
-3%	-3%	Skat af EBIT korigeret for skatteskjold	-5%	-5%
6%	8%	NOPAT	12%	10%

Samlet set er S&Ns omkostninger lavere end Coloplast, hvilket resulterer i en højere indtjening målt på EBIT. Ud fra den nuværende EBIT-margin på 13 pct. virker Coloplasts målsætningen om at øge den til 20

pct. i 2011/2012 ambitiøs. På den anden side, så er det nødvendigt at sætte overliggeren højt, og S&N EBIT-margin viser, at det er muligt at opnå en højere margin gennem reduktion af produktionsomkostningerne.

Det fremgår af tabel 4.13 nedenfor, at begge selskabers egenkapitalforretning er steget fra 2007 til 2008, hvilket primært kan tilskrives en stigning i afkastet på den investerede kapital, ROIC. Stigningen i ROE for Coloplast var på 73 pct., mens tallet for S&N var på 31 pct. En dekomponering af ROE identificerer, at Coloplast opnår den højere egenkapital forretning gennem højere afkast på den investerede kapital og en højere finansiell gearing. Den høj gearing skyldes, at Coloplast i højere grad har finansieret sin vækst med fremmedkapital end S&N.

Tabel 4.13 Common-size-analyse Egenkapitalforretning

Coloplast		Common-size-analyse	S&N	
2006/07	2007/08	Egenkapitalforretning	2008	2007
8,8%	12,9%	ROIC NOPAT	14,0%	10,3%
1,3	1,4	FGEAR	0,9	0,8
4,2%	4,0%	Netto lånerente	3,4%	1,2%
14,8%	25,6%	ROE	23,3%	17,7%

4.7 Analyse af risiko

Risikoen for Coloplast består af den driftsmæssige risiko og den finansielle risiko, som knytter sig hhv. til ROIC og den finansielle gearing. Analysen vil søge at identificere de faktorer, som har betydning for at Coloplasts indtjening ikke udvikler sig om forventet.

4.7.1 Den driftsmæssige risiko

Coloplasts driftsmæssige risiko består primært af risici relateret til overskudsgraden og omsætningshastigheden, som ROIC er sammensat af, jf. ovenfor i afsnit 4.5.1.

4.7.1.1 Overskudsgradens risiko

OG-risikoen består dels af risikoen for stigende omkostninger, og dels af risikoen i Coloplasts omkostningsstruktur. Dekomponeringen af OG viste, at Coloplasts omkostninger generelt har været faldende gennem analyseperioden, og stigning i F&U omkostningerne var ønsket fra ledelsen. Under den strategiske analyse blev det identificeret, at ledelsen ønskede at opnå yderligere besparelser gennem udflytning af produktionen til Ungarn og Kina. Disse kan dog blive reduceret, som følge af et stigende lønniveau i de to lande. Denne risiko reduceres dog af, at Coloplasts forhandlingsstyrke over for leverandørerne er stor, hvorfor det vurderes muligt at Coloplast kan forhandle sig frem til bedre priser på råvarerne. Dermed vurderes risikoen for stigende omkostninger ikke at være højere end normal.

Derimod vurderes risikoen i Coloplasts omkostningsstruktur at være højere end normal. Coloplast har et specialiseret produktionsapparat, som kræver store omkostninger til driften, og selskabet er afhængig af specialiseret arbejdskraft til at betjene produktionsapparatet. Derfor udgør Coloplasts faste omkostninger hovedparten af de samlede omkostninger. Nedenfor er omkostningsrisikoen beregnet ved faste omkostninger i forhold til variable omkostninger⁶⁷. Udregningen fremgår af bilag 7.

Tabel 4.14: Forhold mellem variable og faste omkostninger.

Type	Formel	2007/08	2006/07	2005/06
Variableomk. uden afsk.		3.049	2.812	2.397
Faste omkostninger		3.886	3.843	3.102
Omkostningsrisiko	Faste omk./Var.omk.	1,27	1,37	1,29

Det ses af tabel 4.11, at omkostningsrisikoen i 2007/08 var på 1,27, hvilket udtrykker at Coloplast for hver krone variable omkostning afholdt DKK 1,27 i faste omkostninger. Dette er dog et af kendetegnene ved kapitalintensive selskaber, hvis anlæg ikke umiddelbart kan tilpasses en faldende aktivitet, og derfor må agere ud fra denne branchespecifikke risiko.

4.7.1.2 AOH-risikoen

Omsætningshastigheden består af anlægs- og arbejdskapitalens andel af omsætningen, hvoraf knap 90 pt. af kapitalen er bundet i anlæggene, som ikke er så lette at tilpasse udsving i omsætningen. Derudover kan omsætningshastigheden på arbejdskapitalen stige på grund af stigende varebeholdninger. Stigningen kan opstå som følge af, at det ikke er muligt at tilpasse produktionen efter udsvingene i efterspørgslen. Det vil medvirke til en højere pengebinding i varelagre, som vil reducere omsætningshastigheden. Denne risiko bliver dog reduceret af, at Coloplasts varer har en lang holdbarhed, og at varebeholdningerne kan flyttes til andre geografiske markeder via deres globale distributionsnet.

4.7.1.3 Nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin

Coloplasts omsætning har i hele analyseperioden ligget over nulpunktsomsætning med en sikkerhedsmargin på 27-28 pct. Det betyder at Coloplasts omsætning kan falde, før de faste omkostninger ikke bliver dækket⁶⁸.

⁶⁷ De variable omkostninger forudsættes, at være lig produktionsomkostninger fratrukket afskrivninger. Der kunne argumenteres for, at distributionsomkostningerne ligeledes er variable omkostninger. Det er dog vurderet, at Coloplasts distributionsomkostninger primært kan karakteriseres som faste omkostninger, da omkostningerne dækker drift af lagre, markedsføring og løn til salgspersonale. Derudover er det ikke muligt, at foretage en tilnærmet opdeling af distributionsomkostningerne i en fast og variabel del på baggrund af det tilgængelige materiale.

⁶⁸ Forudsætningerne for afgrænsningen mellem variable og faste omkostninger, er de samme som under beregningen af omkostningsrisikoen. Input og udregning fremgår af bilag 8.

Tabel 4.15: Nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin

Type (Mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Nettoomsætning jf. årsrapport	8.463	8.042	6.709
Nulpunktsomsætning	6.074	5.909	4.826
Sikkerhedsmargin	28%	27%	28%

På baggrund af ovenstående afsnit vurderes den driftsmæssige risiko for ROIC samlet normal. Coloplast er dog et kapitalintensivt selskab med et specialiseret produktionsapparat. Branchen er kendetegnet ved høje adgangsbarrierer, hvilket reducerer adgangen for nye konkurrenter, og forhandlingsstyrken over for leverandørerne til branchen er god, hvorfor risikoen for stigende råvarepriser vurderes som lav. Det forventede prispres, som følge af sundhedsreformerne og den øgede konkurrence på det europæiske marked, opvejes af Coloplasts muligheder for vækst på det amerikanske marked og på længere sigt i emerging markets. Sikkerhedsmarginen på 28 pct. vurderes på kort sigt, at tillade et fald i omsætningen, som følge af markedsændringerne.

4.7.2 Den finansielle risiko

Den anden komponent i Coloplasts risiko er den finansielle risiko. Qua den finansielle gearing, som udgør knap halvdelen af ROE, er Coloplast udsat for en finansiell risiko.

Det gælder specielt i det tilfælde, hvor netto renteomkostninger, r , bliver større end ROIC, således at SPREAD bliver negativ. Den nuværende situation på de finansielle markeder gør, at Coloplast bør reducere denne risiko ved at sikre sig mod rentestigninger. Coloplast er opmærksomme på denne risiko, og pr. 30.9.2008 var den vægtede gennemsnitlige fastrente periode 2,9 år⁶⁹. Eksponeringen for risiko ved ændring i renteniveauet på +/- 1 pct. p.a., var som følge heraf, en påvirkning i årets resultat mio. DKK 8, svarende til 0,8 pct. af resultat før skat. På baggrund af dette og sammenholdt med det nuværende renteniveau vurderes det dog ikke sandsynligt at Coloplasts SPREAD bliver negativt, og den finansielle risiko vurderes ikke at give årsag til bekymring.

4.8 Analyse af væksten

Værdiansættelsen af Coloplast er baseret på budgetteringen af de fremtidige cash flows, hvor den primære value driver er den fremtidige vækst. Væksten budgetteres på baggrund af to faktorer, den historiske vækst og de muligheder og trusler, som blev identificeret under den strategiske analyse. Nærværende afsnit vil

⁶⁹ Coloplast årsrapport 2007/08, side 57

analysere Coloplasts historiske vækst med udgangspunkt i det permanente overskud og den selvfinansierede vækst.

4.8.1 Permanente overskud

Coloplasts historiske vækst kan bygge på forhold, som ikke vil gentage sig i fremtiden. Derfor er årsrapporterne gennemgået for at udskille de overskudskomponenter fra selskabets resultatopgørelse, som må forventes at være vedvarende. De vedvarende poster relaterer sig til selskabets primære drift, og skaber et permanent overskud. Det permanente overskud for Coloplast blev identificeret som driftsoverskud fra salg, DO_{salg} , under reformuleringen af resultatopgørelsen. Kontraktproduktion for Compeed vurderes uvæsentlig i forhold til den samlede omsætning, og derfor vil der ikke blive korrigeret for at kontraktproduktionen indregnes linje for linje, modsat den tidligere postering under andre driftsindtægter.

Gennemlæsning af ledelsesberetningen og noteapparatet i årsrapporterne har været kilden til opdelingen af driftsoverskud fra salg, andet driftsresultat, og øvrige poster i den reformulerede resultatopgørelse, som fremgår af bilag 6. Det er vurderet at nedskrivningen af SIEWA, jubilæumsgratiale og omstrukturingsomkostningerne har været transitoriske poster i forhold til den primære drift, hvorfor disse er placeret under andet driftsresultat. Omstrukturingsomkostninger og muligheden for nedskrivning af goodwill vil sandsynligvis påvirke Coloplasts resultat de kommende år, men det er ikke del af Coloplast primær forretning, og der vil ikke blive taget højde for disse poster i forbindelse med budgetteringen af de fremtidige pengestrømme. Resultat og salg af ophørende aktiviteter er kategoriseret under øvrige poster, hvilket skyldes at posterne er efter skat, og samtidig forventes det ikke at være relevant for Coloplast i budgetperioden, da ledelsen, som tidligere beskrevet, ikke ønsker at sælge sår- og hudpleje divisionen. Såfremt sår- og hudpleje divisionen sælges, vil den skulle posteres herunder.

4.8.2 Selvfinansieret vækst

Væksten er som udgangspunkt drevet af vækst i omsætningen. Omsætningsvæksten kræver flere ressourcer, aktiver, i form af produktionsapparat, varelager etc. Behovet for flere aktiver, øger behovet for finansielle ressourcer. De finansielle ressourcer kan finansieres gennem egenfinansiering (permanente overskud), ny aktiekapital eller forøgelse af fremmedfinansieringen. Hvis selskabet ikke ønsker at udvide aktiekapitalen eller øge den finansielle gearing, sætter egenfinansieringen grænserne for de finansielle ressourcer som der er til rådighed. Derfor er det relevant at se på, hvor stor en del af Coloplasts vækst, som er driftsafledt.

Tabel 4.16 Selvfinansieret vækst

Selvfinansieret vækst - g*	2007/08	2006/07	2005/06
Baseret på totalindkomst	-4,61%	-15,61%	8,29%
Baseret på permanent overskud	-1,96%	-16,51%	12,36%

I ovenstående tabel er den selvfinansierede vækst beregnet på baggrund af totalindkomsten fra den reformulerede resultatopgørelse, og det permanente overskud baseret på driftsoverskuddet fra salg, som omtalt ovenfor. Beregningerne fremgår af bilag 9.

Det ses, at der er store udsving i væksten mellem år 2005/06 og 2006/07, hvilket skyldes påvirkningen af Coloplasts aktie tilbagekøbsprogram og tab på udnyttelsen af medarbejder optioner. I 2006/07 blev der endvidere udbetalt kr. 9 i udbytte pr. aktie, hvor kr. 4 var ekstraordinære pga. salget af brystplejeforretningen. Dette medførte at transaktionerne med ejerne steg 367 pct., som medførte en negativ pay-out ratio. Den negative vækst i 2006/07 og 2007/08 kan netop henføres til de øgede transaktioner med ejerne.

4.9 Likviditet og finansiering

Et selskabs regnskabsmæssige resultater viser, hvordan selskabets værditilvækst skabes. Pengestrømsopgørelsen viser denne værditilvækst, når den realiseres til pengestrømme. I relation til den valgte model for værdiansættelsen af Coloplast, er det afgørende for investor at budgettere det fremtidige frie cash flow. Coloplasts rapporterede pengestrømsopgørelse og den reformulerede pengestrømsopgørelse fremgår af hhv. bilag 10 og 11. Nedenfor er den reformulerede pengestrømsopgørelse vist i hovedposter.

Tabel 4.17 Reformuleret pengestrømsopgørelse i hovedposter

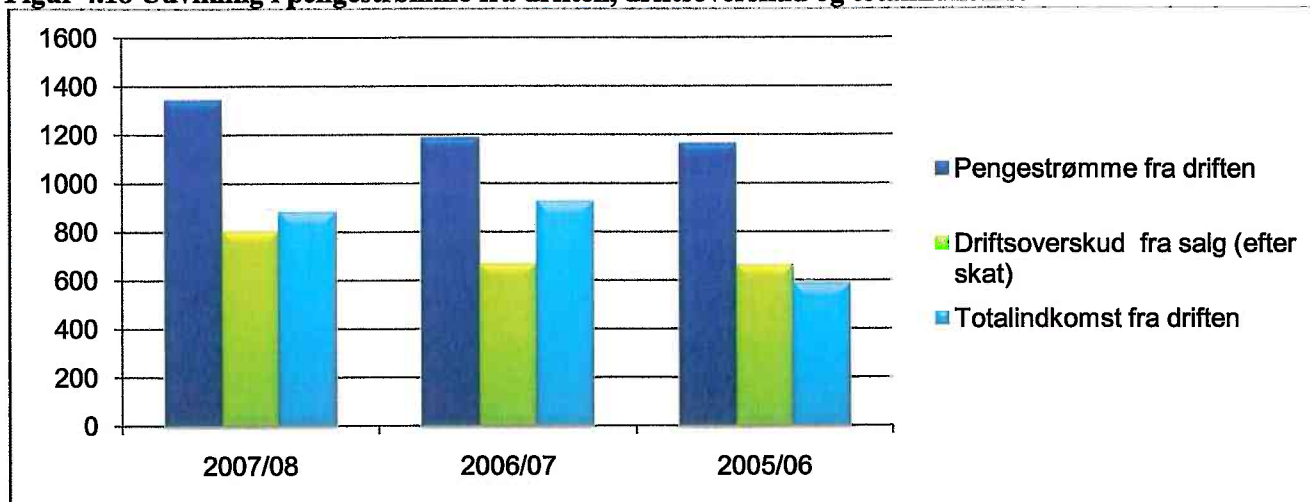
Reformuleret pengestrømsopgørelse i hovedposter			
(mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Pengestrømme fra driften	1344	1187	1164
Pengestrømme fra investering jf. officiel opgørelse	-671	35	-3018
FCF	673	1222	-1855
Egenkapitalfinansiering	880	1208	266
Gældfinansiering	-207	14	-2121
Samlet finansieringsstrøm	673	1222	-1855

Det ses af ovenstående tabel, at pengestrømme fra driften er steget. I 2006/07 var pengestrømmen fra investeringer positiv, hvilket skyldes salget af brystplejeforretningen. Det positive frie cash flow i 2006/07 og 2007/08 har Coloplast brugt til at øge udbytte og opkøb af egne aktier, jf. ovenfor. De store investeringer i produktionsapparatet de seneste år, vurderes at ville medføre et fald i pengestrømmene fra investeringer, hvilket vil øge det frie cash flow i de kommende år.

Nedenstående figur viser, at pengestrømmene fra driften har været større end driftsoverskuddet og totalindkomsten, hvilket er som forventet. Forskellen mellem pengestrømmene fra driften og

driftsoverskuddet skal findes i de ikke likvide bevægelser, hvor afskrivningerne på anlægsaktiverne er den primære post.

Figur 4.18 Udvikling i pengestrømme fra driften, driftsoverskud og totalindkomst



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af de reformulerede årsrapporter

Det ses, at udviklingen i pengestrømmene fra driften og driftsoverskuddet har samme tendens, medens udviklingen i totalindkomsten fra driften påvirkes af kursreguleringer og salg af ophørte aktiviteter. Det vurderes at indtjeningskvaliteten er høj, som følge af, at pengestrømmene fra driften er højere end driftsoverskuddet sammenholdt med den ensartede udviklingstendens i pengestrømmene fra driften og driftsoverskuddet

4.10 Delkonklusion

Formålet med delkonklusionen er, at svare på problemformuleringens tredje delspørgsmål.

Coloplasts aktivitet er steget 26 pct. målt på omsætning. Væksten har været størst i kontinens og urologi divisionen, hvilket skyldes den tilkøbte urologi forretning fra Mentor Corp. Effekten på salget i stomi divisionen efter reduktionen af sygeplejersker blev tydelige, da divisionen havde en vækst mellem 2006/07 og 2007/08 på 3 pct. mod 20 pct. mellem 2005/06 og 2006/07.

Coloplasts rentabilitet målt på egenkapitalens forrentning, ROE, har udviklet sig positivt i analyseperioden, og var i 2007/08 på 32,08 pct. Gennem dekomponering af ROE blev det identificeret, at udviklingen kan henføres til stigninger i begge delkomponenter, afkastet på den investerede kapital, ROIC, og den finansielle gearing. Udviklingen i ROIC skal tilskrives en reduktion af pengebindingen i anlægskapitalen, hvorfor aktivernes omsætningshastighed er steget fra 1,16 til 1,52 i analyseperioden. Den anden underkomponent af ROIC, er overskudsgraden, OG. Analysen af OG viste, at omkostningerne har haft en faldende tendens med undtagelse af F&U- og produktionsomkostningerne, som har ligget på samme niveau i hele analyseperioden.

OG er i perioden steget fra 8,8 pct. til 10,4 pct. Den finansielle gearing drives primært af en stigning i FGEAR, som følge af en stigning i Coloplasts rentebærende gæld.

Common-size-analysen sammenholdt Coloplasts omkostninger og driftsaktiver med konkurrenten Smith & Nephew. Analysen viste, at trods en højere omsætningshastighed, så var Coloplasts overskudsgrad lavere end S&N's. Årsagen hertil kan primært findes i, at Coloplasts produktionsomkostninger udgør en større del af omsætningen. Investeringerne i nyt produktionsanlæg til fabrikkerne i Ungarn og Kina, bør dog gøre det muligt at reducere disse fremadrettet.

Coloplast har i analyseperioden haft en negativ selvfinansieret vækstrate. Dette er til trods for, at det permanente overskud er steget med 21,3 pct. i analyseperioden. Den negative vækst skal tilskrives de øgede transaktioner med ejerne, som følge af, at selskabet har haft et positivt frit cash flow i 2006/07 og 2007/08. Disse transaktioner er sket i form af øget udbytte til aktionærerne, og tilbagekøb af egne aktier. Dette skal nødvendigvis ikke ses som et negativt tegn, da det kan være et udtryk for, at alternative investeringer ikke har været attraktive. Derved har ledelsen valgt at lade den overskydende likviditet tilfalde aktionærerne, således at disse selv kan forvalte pengene.

Set over hele analyseperioden har Coloplast befundet sig i en positiv økonomisk udvikling. Aktiviteten har været stigende, pengestrømmene fra driften har været stabile og rentabilitet er forbedret. Common-size-analysen identificerede dog, at Coloplast kan reducere sine produktionsomkostninger yderligere, og derved forbedre rentabiliteten.

5. Værdiansættelse

Værdiansættelsen af Coloplast søger, at værdiansætte selskabet pr. 14. maj 2009. Baggrunden for at kunne foretage en værdiansættelse af et selskab, er en budgettering af selskabets fremtidige pengestrømme. Budgettering sker på baggrund af de ikke-finansielle værdidrivere fra den strategiske analyse og nøgletallenes udvikling fra rentabilitetsanalysen.

5.1 Budgettering

Grundlæggende for værdiansættelsen er, teoretisk set, en neddiskontering af en uendelig pengestrøm, hvilket i praksis ikke er muligt. Derfor opdeles budgetteringsperioden i to perioder, budgetperioden og terminalperioden. Budgetperioden er perioden, hvor det er muligt for investor at forecaste selskabets pengestrømme. I budgetperioden varierer investor budgetforudsætningerne, på baggrund af den strategiske analyse og kendskabet til selskabet. I terminalperioden forudsættes en konstant vækst i omsætning. Den konstante vækst vil også gælde de øvrige budgetforudsætninger. Derved overgår budgettet til steady state.

Budgetteringen vil basere sig på en række forudsætninger. Der skal dannes et sammenhængende budget for resultatopgørelsen, balancen og pengestrømsopgørelsen, og al overskydende likviditet skabt i budgetårene udbetales som dividende. Derudover fastholdes den valgte kapitalstruktur og diskonteringsfaktoren, wacc, gennem hele budgetperioden. I forlængelse heraf, er hensættelserne budgetteret til en fast værdi på mio. DKK 325, for at fastholde den valgte kapitalstruktur gennem beregningerne i budgetperioden. Der budgetteres ikke med andre driftsindtægter og andre driftsudgifter, da disse forventes at udligne hinanden. Endeligt vil der ikke blive taget højde for transitoriske regnskabsposter, som f.eks. nedskrivning af goodwill, i udarbejdelsen af budgettet.

Budgetperioden for Coloplast fastsættes til 14 regnskabsår, og vil således dække perioden 2008/09E – 2021/22E, medens terminalperioden vil være fra 2022/23T. Valget af budgetperioden er baseret på, at væksten i branchen for medicinsk udstyr i 2009 vil være på niveau med 2008⁷⁰. Derefter forventes den makroøkonomiske vækst at tiltage i den globale økonomi, samtidig med at sundhedsreformerne begynder at påvirke prisdannelsen i branchen, hvilket vil stabilisere væksten. Fra regnskabsåret 2018/19E vil væksten deaccelererer mod en vækst på 3 pct. i omsætningen i 2021/22E⁷¹, således at det sikres at der sammenhæng mellem væksten i budget- og terminalperioden. Derved påvirkes terminalværdien ikke af markante ændringer i f.eks. omsætningen, og pengestrømsopgørelsen vil have en jævn udvikling, som vurderes at give det mest retvisende input til beregningen af terminalværdien.

⁷⁰ ”Medico-virksomheder ramt af vigende vækst”, 28.1.2009, Børsen

⁷¹ Begrundelse for valg af vækst i terminalperioden følger i afsnit 5.2

I budgetteringen vil omsætningsvæksten være den primære value driver, i det de andre value drivers er beregnet på baggrund af omsætningen. Nedenfor vil budgetforudsætningerne for hhv. omsætningen og de øvrige value drivers blive gennemgået.

5.1.1 Budgetforudsætninger for omsætningen

Omsætningen vil, som nævnt, være den primære value driver i budgettering, og derfor vil budgetforudsætninger for omsætningen i de tre forretningsområder blive gennemgået nedenfor. Branchen forventer i perioden 2008 til 2013 at have en årlig vækst på 3,5 pct. mod en årlig vækst på 4,8 pct. i perioden 2004-2008⁷². Coloplast forventer på nuværende tidspunkt, at markedsvæksten på de tre forretningsområder i gennemsnit vil være på 6 pct. årligt, jf. afsnit 3.3.3

5.1.1.1 Stomi

Coloplasts position som markedsleder i Europa vurderes, at blive udfordret efter at Convatec er blevet overtaget af nye ejere. Samtidigt vil priserne på stomi produkterne komme under pres, som følge af sundhedsreformerne på det britiske og tyske marked. Disse forhold medfører at væksten frem til 2011/12 vil være 3-4 pct., da den tyske stomi forretning skal bruge nogle år på at indhente de tabte markedsandele. Det tyske marked er Coloplasts største marked i Europa, og det er afgørende for væksten at genetablere salget i Tyskland, efter tabet af hver anden sygeplejerske til konkurrenten Homecare Deutschland i 2007. Derefter vil væksten stige til 5 pct., da det nye hovedkontor i USA forventes at medføre en øget salgsindsats på det amerikanske marked. Dette baseres på, at det amerikanske marked er verdens største marked, og at Coloplast hidtil ikke har realiseret de forventede vækstrater. Målgruppen skal være de nye opererede patienter. Coloplast bør derfor målrette markedsføringen mod sygeplejersker, da stomi patienterne er meget loyale over for det mærke, som sygeplejersken introducerer dem for efter operationen. Væksten oppebæres af, at andelen af ældre i befolkningen vil stige, da stomi patienterne primært findes blandt befolkningen over 50 år.

5.1.1.2 Kontinens og urologi

Kontinens og urologi divisionen vurderes, at have det største vækst potentiale af Coloplasts forretningsområder. Dette baseres på, at sundhedsreformen i USA vil øge salget af intermitterende katetre, hvilket vil øge væksten med 1 pct. Derudover vil der igen vil blive efterspørgsel på urologiprodukter, som bl.a. anvendes i elektive operationer, der blev udskudt pga. patienterne ikke ønsker at være væk fra deres job i en periode af frygt for at miste deres arbejde. Dette vil primært være i USA, hvor disse operationer er mest

⁷² Global Health Care Supplies – industry profile, Marts 2009, Datamonitor, side 7

udbredt, hvorfor den årlige vækst fra 2012/13E vil være på 7 pct. Den budgetterede vækst er baseret på at Coloplast vil opnå en større vækst inden for urologi i Europa, da tendenser fra USA vil påvirke de europæiske behandlingsformer. Coloplasts kontinens produkter vil også bidrage til den fremtidige vækst ved, at udkonkurrere de gamle behandlingsformer, jf. afsnit 3.3.3.2. Det skyldes, at sundhedsreformerne vil stimulere udviklingen af nye behandlingsformer, for at reducere de samlede sundhedsomkostninger, hvilket vil være en fordel for Coloplast qua deres brugerdrevne innovation. Kontinens produkterne vurderes endvidere at kunne bidrage til væksten ved, at introducere dem på emerging markets, hvor produkterne kan erstatte f.eks. bleer. Dermed kan disse markeder blive introduceret til de vestlige behandlingsformer gennem produkter, som de fleste kan forstå brugen og fordelene af.

5.1.1.3 Sår- og hudpleje

Divisionen vurderes, at forhindre Coloplast i at opnå målene med en overskudsgrad på 18 til 20 pct. og en organisk vækst, som er over markedsvæksten i 2012. Derfor vil et salg af divisionen være oplagt, da divisionen ikke hidtil har haft den forventede vækst og ønskede lønsomhed, som diskuteret i afsnit 3.3.3.4. Coloplast har dog meldt ud at selskabet ser gode synergier i at forsætte med forretningsområde porteføljen. Samtidig har uroen på de finansielle markeder begrænset investeringslysten hos de mulige opkøbere⁷³. På denne baggrund vil der blive budgetteret en omsætning i divisionen. Budgetteringen vil ikke tage højde for kontraktproduktion, som påvirkede den rapporterede vækst i 2007/08 med 14 pct. Coloplasts har iværksat en række omstruktureringer i divisionen, som vurderes at medføre et fald i væksten på kort sigt til 2 pct.⁷⁴. Omstruktureringen vil dog styrke divisionen, og vækstraterne vil løbende stige til 5 pct., som er på niveau med Coloplasts estimat for den årlige markedsvækst, jf. tabel 3.10. Derved vil omstruktureringen have en positiv effekt på væksten, da en del af planen med omstruktureringen forventes at indebære en specialisering inden for en niche i markedet, hvor Coloplast kan opnå større vækst og lønsomhed. Derved vil divisionen heller ikke være nær så påvirket af den hårde konkurrence og lave forbrugerloyalitet på det nuværende marked, som beskrevet under den strategiske analyse.

Tabel 5.1 Budgetterede omsætning fordelt på forretningsområder

	07/08R	GNS	08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23E
Stomi	3.554		3.661	3.771	3.922	4.118	4.324	4.540	4.767	5.005	5.256	5.518	5.739	5.969	6.207	6.394	6.585
vækst i pct.	3		3	3	4	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	3	3
Kont.& urologi	3.470		3.678	3.899	4.133	4.381	4.687	5.015	5.366	5.742	6.144	6.513	6.838	7.112	7.396	7.618	7.847
vækst i pct.	4		6	6	6	6	7	7	7	7	7	6	5	4	4	3	3
Sår- og hudpleje	1.439		1.467	1.497	1.557	1.619	1.700	1.785	1.874	1.968	2.066	2.170	2.278	2.369	2.464	2.538	2.614
vækst i pct.	15		2	2	4	4	5	5	5	5	5	5	5	4	4	3	3
Omsætning i alt	8.463		8.807	9.166	9.611	10.117	10.711	11.340	12.007	12.715	13.466	14.201	14.855	15.450	16.068	16.550	17.046
Omsætningsvækst	5%		4%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%

⁷³ "Nye produkter også svaret i hud- og sårpleje", 30.09.2008, Direkt

⁷⁴ Der ses bort fra kontraktproduktion i den fremtidige budgettering

5.1.2 Budgetforudsætninger for resultatopgørelsen

I budgetteringen opdeles omkostningerne i faste og variable. De faste omkostninger vurderes at ligge fast på 40 pct. af omsætningen. Det skyldes at common-size-analysen viste at Coloplasts distributions-administrationsomkostninger lå 20 pct. under den sammenlignelige konkurrent. De faste omkostninger er inklusiv forsknings- og udviklingsomkostninger. De variable omkostninger forudsættes at være produktionsomkostningerne, og det vurderes at Coloplast kan reducere disse fra det nuværende niveau på 41 pct. af omsætningen til 36 pct. gennem budgetperioden. Besparelserne skal komme gennem yderligere udflytning af produktion fra Danmark til Ungarn og Kina, effektivisering af arbejdsgangene i koncernen. Desuden vil den omtalte omstrukturering i sår- og hudpleje divisionen skabe bedre indtjening. Det vurderes dog, at besparelserne vil komme løbende, da omstruktureringerne på kort sigt vil opveje besparelser grundet øgede omkostninger. I 2011/12E ønsker ledelsen en EBIT margin på min. 20 pct., som dog ikke vurderes at kunne realiseres, da reduktionen af produktionsomkostningerne vil komme løbende. Derfor budgetteres Coloplasts til at have en EBIT-margin på 16 pct. i 2011/12E. Den løbende reduktion af omkostningerne vil medføre, at EBIT-marginen stiger til 18 pct., og i takt med effektiviseringen i hele koncernen vil denne stige til 22 pct. i terminalperioden.

De fremtidige afskrivninger på anlægsaktiverne er budgetteret lavere end det historiske gennemsnit fra analyseperioden. Det skyldes at Coloplast i analyseperioden har investeret i nyt produktionsanlæg, og har nedskrevet goodwill på SIEWA. Derudover forventes det at Coloplast løbende vil have nogle aktiver, som er fuldt afskrevet. Afskrivningerne vil blive beregnet på baggrund af ultimo værdien af anlægsaktiverne på 7 pct., og falder i takt med omsætningen.

Tabel 5.2 Budgetforudsætninger for resultatopgørelsen

	07/08R	GNS	08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23T
Fast omk. ex. afskr. i pct. af oms	40%	39%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Var. omk. ex. afskr. i pct. af oms	41%	40%	42%	42%	42%	40%	40%	40%	38%	38%	38%	37%	37%	36%	36%	36%	36%
Afskriv i pct af ultimo anlægsaktiver	11%	13%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
Renteomk. i pct. af rbg gæld primo	7%	10%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Skattesats	28%	29%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%

Renteomkostningerne er beregnet på baggrund af den rentebærende gæld primo med en rentesats på 5,76 pct. Denne sats anvendes i beregning af kapitalomkostningerne på gælden under beregningen af wacc i afsnit 5.3. Den budgetterede skattesats er lig den marginal skattesats for selskaber i Danmark, som antages at være uændret fremadrettet. Ligesom det forudsættes, at Coloplast ikke optager gælden i de udenlandske datterselskaber, hvor selskabsskattesatsen er forskellig fra den danske sats.

5.1.3 Budgetforudsætninger for balancen

Inputtet for budgettering af balancen har primært været gennemsnittet fra analyseperioden. Det er dog blevet vurderet at Coloplast vil blive nødt til at øge varelagrene, da produktionen flyttes længere væk fra de primære markeder i Vesteuropa og USA. Derfor skal påregnes længere leveringstid, for at kunne levere kundernes bestillinger uden forsinkelse. Derved falder omsætningshastigheden til et niveau omkring 1,25, hvilket er på niveau med konkurrenten Smith & Nephew, jf. afsnit 4.6. Anlægsaktiverne fastholdes på 60 pct. af omsætningen, og det forudsættes at CAPEX er inkluderet i værdien af anlægsaktiverne. Driftslikviderne er budgetteret, således at det beløbsmæssige niveau fra analyseperioden fastholdes fremadrettet gennem hele budgetperioden.

Tabel 5.3 Budgetforudsætninger for balancen

	07/08R	GNS	08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23T
Anlægsaktiver i pct af oms	57%	64%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Varelager i pct. af oms	14%	13%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Varedebitorer i pct. af oms	21%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Driftslikviditet i pct. af oms	2,3%	2,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Driftsgæld i pct. af oms	22%	24%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Driftsgæld er eksklusiv hensættelser

Driftsgælden er budgetteret til 20 pct. af omsætningen, baseret på udviklingen i terminalperioden. Den rentebærende gæld er budgetteret ud fra den kapitalstruktur, som bliver bestemt under beregningen af Coloplasts kapitalomkostninger, wacc. Ved løbende at beregne den rentebærende gæld i forhold til markedsværdien af egenkapitalen, sikres det at den fastlagte kapitalstruktur fastholdes i budgetperioden. Kapitalstrukturen afspejler Coloplasts målsætning om at forholdet mellem den rentebærende gæld og EBITDA ligger mellem 1,5 og 2,5 gennem hele budgetteringen.

5.1.4 Estimering af det frie cash flow

På baggrund af ovenstående budgetforudsætninger kan der opstilles et proforma regnskab, som kan ses i bilag 12. Værdien af Coloplasts egenkapital d. 14. maj 2009 vil blive beregnet vha. DCF-modellen, som tager udgangspunkt i frie cash flow til ejere og långivere. Dette er estimeret nedenfor ud fra proforma regnskabet.

Tabel 5.4 Det frie cash flow

	08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23T
Omsætning	8.807	9.166	9.611	10.117	10.711	11.340	12.007	12.715	13.466	14.201	14.855	15.450	16.068	16.550	17.046
Driftsomkostninger	-7.591	-7.901	-8.285	-8.519	-9.019	-9.548	-9.870	-10.452	-10.907	-11.360	-11.884	-12.094	-12.578	-12.856	-13.241
EBIT	1.215	1.265	1.326	1.599	1.692	1.792	2.137	2.263	2.559	2.840	2.971	3.356	3.490	3.694	3.805
Skat af EBIT	-304	-316	-332	-400	-423	-448	-534	-566	-640	-710	-743	-839	-872	-923	-951
Afskrivninger	370	385	404	425	450	476	504	534	404	426	446	352	366	278	286
Investering i arbejdskapital	-968	-76	-93	-106	-125	-132	-140	-149	-158	-154	-138	-125	-130	-101	-104
Investering i driftslikviditet	62	-5	-7	-8	-9	-9	-10	-11	-11	-11	-10	-9	-9	-7	-7
Investering anlægsaktiver	-843	-601	-670	-729	-806	-854	-905	-959	-854	-867	-839	-709	-737	-567	-584
Frit cash flow til ejere og långivere FCFF	-468	652	628	781	780	825	1.052	1.114	1.300	1.524	1.688	2.027	2.108	2.373	2.444
Rentebærende gæld	304	193	211	208	224	236	227	237	232	223	220	197	202	186	191
Netto renteomkost efter skat	-141	-154	-163	-172	-181	-191	-201	-211	-221	-231	-240	-250	-258	-267	-275
Cash flow før dividende FCFE	-305	691	676	818	823	870	1.078	1.140	1.311	1.516	1.668	1.973	2.051	2.291	2.360
Distribution af periodens overskudslikviditet	305	-691	-676	-818	-823	-870	-1.078	-1.140	-1.311	-1.516	-1.668	-1.973	-2.051	-2.291	-2.360

Opgørelsen af dividenden sikrer at der er konsistens mellem resultatopgørelse og balance, da det overførte resultat beregnes på baggrund af den udbetalte dividende. På baggrund dette, og de øvrige budgetforudsætninger, kan opgørelsen af det frie cash flow anvendes til beregning af estimatet af Coloplasts værdi i både DCF-, RI- og DDM-modellen.

5.2 Terminalværdien

I terminalperioden fastlægges terminalværdien, ud fra forudsætningerne om konstant vækst i omsætningen og en konstant sammenhæng mellem omsætningen og de øvrige budgetforudsætninger. Terminalværdiens vækstrate, g , repræsenterer derved den værdiskabelse, som Coloplast har efter budgetperioden og fremadrettet i hele selskabets levetid.

Den årlige vækst i Coloplasts omsætning i budgetperioden er i gennemsnit 5 pct. De gunstige forhold med en stigende andel af ældre i befolkningen, vil ikke kunne afholde branchen for at tiltrække nye konkurrenter. Dette er på trods af de høje adgangsbarrierer, og vækstraten fra budgetperioden vurderes ikke at kunne opretholdes i al evighed. Derfor vurderes det, at Coloplast vil have en vækstrate i terminalperioden på 3 pct. Det antages at inflationen i snit vil ligge på maksimalt 2 pct., således at Coloplast vil have en vækst i terminalperioden på minimum 1 pct. Yderligere forudsættes det, at væksten i verdensøkonomien vil stige fra det nuværende estimat på 2,5 pct. for 2010⁷⁵, således at Coloplast over tid har en lavere vækstrate end i den globale økonomi.

⁷⁵ "IMF ser hurtigere rebound for verdensøkonomien", d.8/7 2009, Børsen

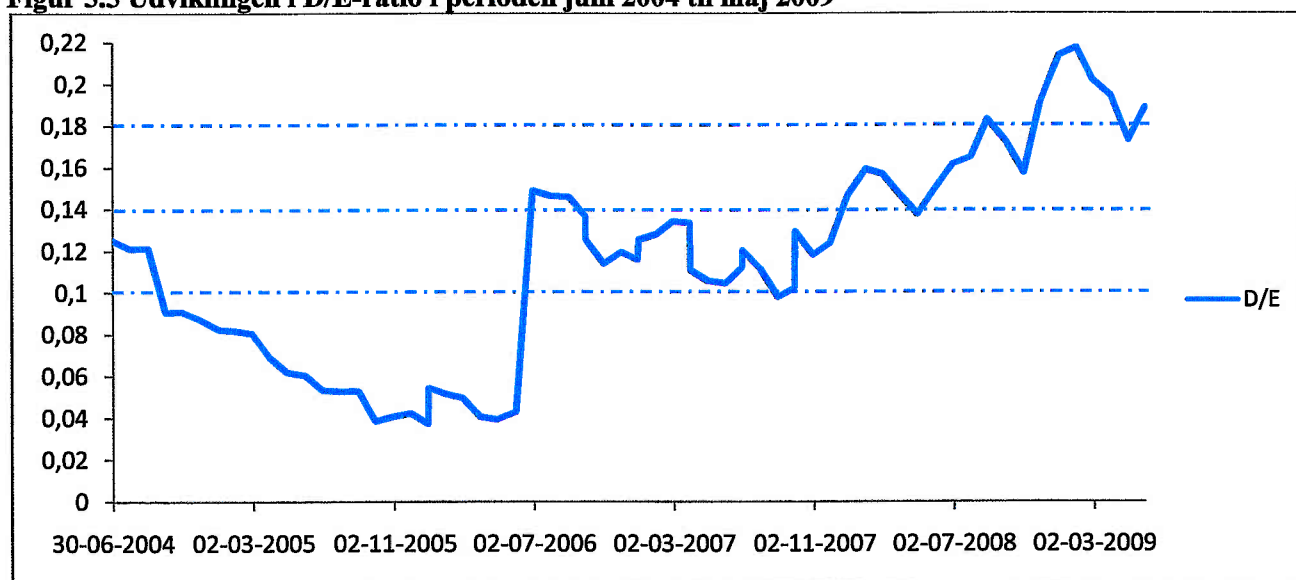
5.3 Beregning af Coloplasts kapitalomkostninger

Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, wacc, udtrykker det afkast, som Coloplast mindst skal have af den investerede kapital for at tilfredsstille både långiver og aktionærer. Wacc anvendes som diskonteringsfaktor ved tilbagediskontering af de budgetterede pengestrømme. I beregningen af wacc indgår 4 elementer; kapitalstrukturen, finansielle omkostninger efter skat, beta estimatet og ejernes afkastkrav.

5.3.1 Kapitalstrukturen

Kapitalomkostningerne for egen- og fremmedkapital vil i de fleste tilfælde ikke være ens, hvorfor disse omkostninger også skal indgå i beregningen af wacc med forskellig vægt. Den fremtidige kapitalstruktur er derfor nødvendig at estimere. Kapitalstrukturen fastlægges med udgangspunkt i de historiske data for markedsværdi på hhv. gælden og egenkapitalen. Nedenfor ses udviklingen mellem rentebærende gæld og markedsværdien af egenkapitalen på baggrund af månedlige observationer i perioden juni 2004 til maj 2009.

Figur 5.5 Udviklingen i D/E-ratio i perioden juni 2004 til maj 2009



Kilde: Bloomberg financial markets

Det ses at Coloplast i analyseperioden har øget den finansielle gearing, hvilket også blev identificeret under rentabilitetsanalyse i forrige kapitel, og derved finansieret væksten med fremmedkapital. Den rentebærende gælds markedsværdi fastlægges på baggrund af Coloplasts kvartalsrapporteringer, da indregningskriterierne for gæld forudsættes at opgøre gælden til markedsværdi, mens markedsværdien af egenkapitalen ændres hver måned på baggrund af aktiekurserne. I perioden frem til juni-juli 2006 falder D/E-ratioen, som følge af at Coloplast nedbringer gælden, og markedsværdien af egenkapitalen stiger med ca. 50 pct. Den markante stigning i juni-juli 2006 sker som følge af finansiering af den tilkøbte urologi forretning fra Mentor, som blev rapporteret i Q3 2005/2006 rapporteringen. Efterfølgende er ratioen steget på grund af faldende markedsværdi af egenkapitalen, hvilket fra medio 2008 skyldes den globale krise på de finansielle markeder.

Den fremtidige gældsandel estimeres til 0,14 af markedsværdien af egenkapitalen. Værdien på 0,14 er beregnet ud fra gennemsnittet for perioden efter juni 2006. Denne D/E-ratio anvendes i beregningen af wacc, og fastholdes gennem budget- og terminalperioden, ved løbende at beregnes markedsværdien af egenkapitalen. Det vurderes at aktiekursen vil stige fremadrettet i takt med at situationen på de finansielle markeder forbedres, hvilket vil medføre at D/E-ratioen falder. Coloplast har et mål om, at den rentebærende gæld skal udgøre 1,5-2,5 i forhold til EBITDA, hvilket proforma regnskabet har taget højde for, da forholdet mellem gæld og EBITDA i starten af budgetperioden er 2,3 og løbende falder til 1,6. Pr. 30. september 2008 var forholdet 2.

5.3.2 Kapitalomkostninger på gæld efter skat

Kapitalomkostningerne på gælden kan estimeres ud fra følgende formel:

$$K_g = (r_f + r_s) \times (1 - t), \text{ hvor:}$$

r_f :	Risikofri rente
r_s :	Selskabsspecifikt risikotillæg
t :	Selskabsskatteprocenten

Den risikofrie rente fastlægges i praksis på baggrund af den effektive rente på den toneafgivende 10-årige statsobligation⁷⁶. Den effektive rente på 4 pct. statsobligation med udløb 2019 var medio juli 2009 3,76 pct., som vil blive anvendt fremadrettet i beregningerne. Selskabsskatteprocenten er ovenfor budgetteret til 25 pct., baseret på den marginale skattesats i Danmark.

Selskaber, der af långiver betragtes som mere risikofyldte end andre, skal betale en højere rente, fordi der er større risiko for at långiver ikke får pengene tilbage. Dette reguleres gennem et selskabsspecifikt risikotillæg. Tillægget bliver som regel fastsat på baggrund af en kreditvurdering, enten fortaget af kreditvurderingsbureau eller långiver selv. Afhængig af om man får en høj eller lav kreditvurdering svinger tillægget mellem 0,25 pct. og 4 pct.⁷⁷. Det har ikke været muligt at finde en kreditvurdering på Coloplast, hvorfor risikotillægget er estimeret ud fra common sense metoden. En broker rapport fra Kaupthing forud for fremlæggelsen af Q3 2006/07 tallene estimerer risikotillægget til 1,5 pct.⁷⁸. Siden er D/E-ratioen steget, jf. ovenfor, hvilket også er tilfældet for den finansielle gearing, baseret på bogførte værdier, i analyseperioden, hvorfor det vurderes at risikotillægget er steget. Derudover gav beregning af en række nøgletal ud fra Standard & Poor's rating i forhold til finansielle nøgletal, en indikation af at Coloplasts kreditrating vil ligge

⁷⁶ Elling, 2005, side 51

⁷⁷ Plenborg, 2005, side 246

⁷⁸ Broker rapport, 16. Juli 2007, Kaupthing, side 13

mellem BBB- og BB-rating⁷⁹. På baggrund heraf vurderes det, at Coloplasts risikotillæg vil være 2 pct., som er gennemsnittet af risikotillægget på hhv. BBB og BB kreditrating⁸⁰.

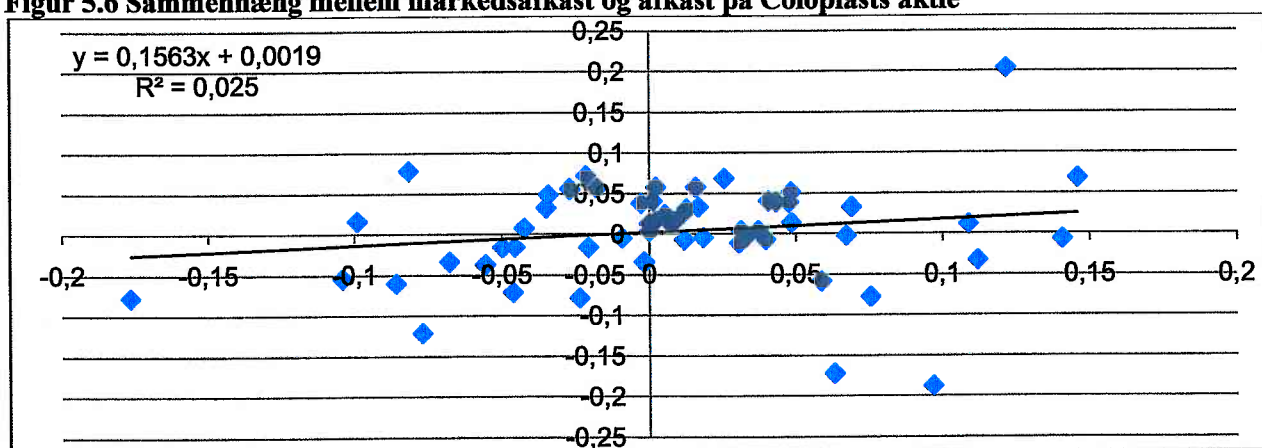
Efter fastlæggelsen af den risikofrie rente og risikotillægget kan kapitalomkostningerne på gæld nu beregnes ved anvendelse af den danske marginal skattesats for selskaber på 25 pct.:

$$K_g = (3,76 + 2,0) \times (1 - 0,25) = 4,32 \text{ pct.}$$

5.3.3 Estimering af beta

Den systematiske risiko, beta, kan beregnes på flere måder. En af disse er, at beregne betaværdien baggrund af den historiske samvariation mellem afkastet på den enkelte aktie og afkastet på aktiemarkedet, i Coloplasts tilfælde C20-indekset. Denne beregning er baseret på historiske tal, som kan indeholde forhold der ikke vil gentage sig i det.

Figur 5.6 Sammenhæng mellem markedsafkast og afkast på Coloplasts aktie



Kilde: Bloomberg financial markets

Figur 5.6 viser de månedlige observationer af markedsafkastet og afkastet på Coloplasts aktie i de sidste 5 år. Ved at indsætte en lineær tendenslinje gennem markeds afkastet og Coloplasts aktie afkast, kan en ugeareet betaværdi estimeres til 0,1563, som er hældningen på tendenslinjen. Der er dog ikke en entydig sammenhæng mellem markeds afkastets og afkastet på Coloplast aktien, da observationer er meget spredt. Derved bliver forklaringsgraden, udtrykt ved R^2 , for lav til at denne metode kan anvendes til estimering af den ugearede beta for Coloplast.

En anden løsning er at anvende common sense metoden, som tager udgangspunkt i kendte værdier baseret på den tilgængelige information i markedet. Derfor tages der udgangspunkt i tal fra 2007 fra Damodaran Online, som estimerer ugearede betaværdier for forskellige brancher. Coloplast blev i brancheanalysen

⁷⁹ Plenborg, 2005, side 244

⁸⁰ Plenborg, 2005, side 244

defineret til at agere i branchen for medicinsk udstyr. I USA er branchens ugearede beta 1,05, medens den i Europa er 0,73. Globalt er værdien for ugearet beta estimeret til 1,67⁸¹. Estimerne er meget forskellige, og branchen i Europa inkluderer blot 18 selskaber, hvorfor denne metode ikke vurderes at kunne give tilstrækkelige overbevisning til at estimere beta værdien på baggrund heraf.

Beta værdien vurderes, at kunne estimeres bedre ved, at lave en peer group over selskaber fra samme branche. Coloplasts ugearede betaværdi vil blive estimeret ud fra et gennemsnit af gruppens værdier. Det har desværre ikke været muligt at få markedsinformation om Coloplasts to primære konkurrenter, Hollister og Convatec, da disse ikke er børsnoteret. Hollister og Convatec har stomi produkter som et deres primære forretningsområder, og er den primære konkurrent på hhv. det amerikansk og europæiske marked. Derudover producerer de produkter til hhv. kontinens og urologi samt sår- og hudpleje. Den valgte peer group vurderes dog at kunne bruges, da selskaberne er blandt Coloplasts konkurrenter inden for bl.a. urologi og sår- og hudpleje.

Tabel 5.7 Peer group – beta estimat

Selskab	Adj. beta	R ²	Ugearet beta	Ugearet beta (R ² > 0,15)
CR BARD INC	0,50	0,06	0,53	
AMERICAN MEDICAL SYS HLDGS	1,00	0,17	0,79	0,79
BOSTON SCIENTIFIC CORP	1,07	0,23	0,87	0,87
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	0,77	0,18	0,73	0,73
SMITH & NEPHEW PLC	0,54	0,02	0,51	

Kilde: Bloomberg pr. 14.5.2009

Det ses af tabellen, at selskaber med en forklaringsgrad på under 0,15 på estimatet for den ugearede betaværdi ikke anvendes. Derved undlades estimerne for C.R.Bard og Smith & Nephew. Dette skal ses i forlængelse af begrundelsen for at fravælge Coloplasts betaværdi vha. markedsafkastet og afkastet på Coloplast aktien. Gennemsnittet af den ugearede beta for de 3 selskaber med en forklaringsgrad over 0,15, er 0,8. Dette estimat for den ugearede betaværdi vil blive anvendt i beregningen af den gearede betaværdi for Coloplast. Beta estimatet er kun angivet med to decimaler, da estimatet er forbundet med meget usikkerhed, og yderligere decimaler vil ikke ændre på dette. Dette er ligeledes gældende i beregningerne af beta på gælden og den gearede beta.

På baggrund af den estimerede lånerente, den risikofrie rente og markedsrisikopræmien, kan beta på gælden beregnes vha. følgende formel⁸²:

$$\beta_{\text{Gæld}} = \frac{\text{Lånerente før skat} - \text{Risikofri rente før skat}}{\text{Markedsrisikopræmie}} = \frac{5,76 \text{ pct.} - 3,76 \text{ pct.}}{5 \text{ pct.}} = 0,4$$

⁸¹ Levered and unlevered betas by industry 2007 US, Europe, Global, Damodaran Online

⁸² Værdiansættelse i praksis, 2000, Plenborg, side 10 note 13

Ved at indsætte beta på gælden og forholdet mellem gæld og egenkapital i Harris & Pringle's betarelation kan den gearede betaværdi beregnes:

$$\beta_{\text{Gearet}} = \beta_{\text{Ugearet}} + \left(\frac{\text{Gæld}}{\text{Egenkapital}} \right) (\beta_{\text{Ugearet}} - \beta_{\text{Gæld}}) = 0,8 + 0,14 \times (0,8 - 0,4) = 0,86$$

Coloplasts beta er herved beregnet til 0,86, hvilket betyder at en investering i Coloplast har en mindre risiko end en investering i markedsporteføljen. Coloplasts aktie vil dermed være mindre påvirket af fald og stigninger i markedsporteføljen, som her er C20 indekset, end selskaber med betaværdier over 1. Dette giver umiddelbart mening, da Coloplast ikke påvirkes så meget af konjunkturudsving, som andre selskaber. Det skyldes, at efterspørgsel på medicinsk udstyr bestemmes af sygdomme, som må antages at være upåvirket af de økonomiske forhold.

5.3.4 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav udtrykker det minimumsafkast, som investorerne kræver for at investere i den pågældende aktie. Dette kaldes egenkapitalomkostningen. Investorer er normalt risikoaverse, hvilket betyder, at de foretrækker at minimere risikoen ved et givet afkast. For at påtage sig en øget risiko i forhold placering af likviditeten til den risikofrie rente, forlanger investorerne kompensation i form af et højere forventet afkast. I det følgende vil ejernes afkastkrav blive beregnet vha. Capital Asset Pricing modellen (CAPM).

CAPM tager udgangspunkt i sammenhængen mellem den enkelte virksomheds afkast og afkastet for hele aktiemarkedet, ud fra en antagelse om at investor er risikoavers. Modellen opdeler risikoen i en systematisk risiko og en usystematisk risiko. Den systematiske risiko forklares af de generelle markedsbevægelser og kan derfor ikke fjernes vha. diversifikation. Den systematiske risiko kan således udtrykkes som samvariansen mellem aktiens afkast og markedsporteføljens afkast⁸³. Den usystematiske risiko knytter sig til aktien, og skyldes forhold som gældende for det specifikke selskab. Risikoen kan elimineres ved diversifikation, hvilket investor kan gøre ved at investere i en portefølje af aktier i forskellige brancher, og derved udnytte diversifikationens fordele.

CAPM kan skrives som følgende formel:

$$K_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f], \text{ hvor:}$$

- K_e = Ejernes afkastkrav
- r_f = Risikofri rente
- β = Systematiske risiko (beta)
- $E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

⁸³ Elling, 2005, side 51

Den risikofrie rente og betaværdien er estimeret i de to foregående afsnit, medens markedsrisikopræmien kan estimeres på baggrund af forskellen mellem det forventede fremtidige afkast på markedet, og den risikofrie rente⁸⁴. I den fremadrettede beregning af wacc vil markedsrisikopræmien blive fastsat på 5 pct., på baggrund af PWC's undersøgelse fra 2005, hvor den gennemsnitlige risikopræmie var på 4,4 pct. Markedsrisikopræmien sættes derved højere end gennemsnittet, hvilket skyldes den nuværende usikkerhed på de finansielle markeder, som får investor til at kræve en højere præmie på sin investering.

Dermed kan ejernes afkastkrav beregnes således:

$$K_e = 3,76 \text{ pct.} + 0,86 \times 5 \text{ pct.} = 8,06 \text{ pct.}$$

5.3.5 Beregning af wacc

På baggrund af ovenstående estimater kan Coloplasts wacc nu beregnes vha. følgende formel⁸⁵:

$$\text{Wacc} = \left(\frac{V_0^{\text{EK}}}{V_0^{\text{EV}}} \right) \times K_e + \left(\frac{V_0^{\text{NRBG}}}{V_0^{\text{EV}}} \right) \times K_g = 0,88 \times 8,06 + 0,12 \times 4,32 \text{ pct.} = 7,59 \text{ pct.}$$

Den beregnede værdi af Coloplasts kapitalomkostninger, wacc, vil blive brugt som diskonteringsfaktor i den forestående værdiansættelse af Coloplast. Derudover vil værdien af wacc'en være et af de multipler, som der vil blive analyseret på i følsomhedsanalysen.

5.4 Værdiansættelse af Coloplast

På baggrund af det budgetterede cash flow og beregningen af kapitalomkostningerne er det muligt, at beregne værdien af Coloplasts aktiekurs pr. 14. maj 2009. Nedenfor vil der blive argumenteret for valget af værdiansættelsesmodel.

5.4.1 Valg af værdiansættelsesmodel

Den følgende værdiansættelse af Coloplast vil blive foretaget vha. DCF-modellen. Estimatet for Coloplasts værdi beregnes på baggrund af det frie cash flow, som blev budgetteret i afsnit 5.1.3, og kapitalomkostningerne, som blev beregnet i afsnit 5.3.4. DCF-modellen er en kapitalbaseret værdiansættelsesmodel, og kan udledes af den tilbagediskonterede dividende model. DDM-modellen estimerer selskabets værdi ud fra dividenderne, som dog ikke altid er lig selskabets rentabilitet. Samme kritik kan dog rettes mod DCF-modellen, da et positivt cash flow kan skyldes øget indtjening, men også kan skyldes en deaccelerende vækst. DCF-modellen er dog meget udbredt blandt aktieanalytikere, hvilket skyldes

⁸⁴ "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", januar 2005, Pricewaterhousecoopers, side 2

⁸⁵ Tillad afrunding

at modellen er baseret på cash flows, og er derved upåvirket af den anvendte regnskabspraksis. En forudsætning for anvendelsen af DCF-modellen, er at al overskydende likviditet investeres i projekter med en nettonutidsværdi på nul. Alternativt udbetales den overskydende likviditet som udbytte eller bruges til køb af egne aktier⁸⁶. Således er afkastet af investeringen lig med afkastkravet. Modellen værdiansætter selskabet på baggrund af indtjeningen i budgetperioden og terminalperioden, som udgør selskabets levetid, som forudsættes at være uendelig.

Coloplasts værdi kan også estimeres med Residualindkomst-modellen, da denne ligeledes kan udledes af DDM-modellen. Derfor vil RI-modellen give samme estimat som DCF-modellen. Dette kræver dog, at data grundlaget i form af budgetteringen og estimatet af kapitalomkostningerne fastholdes. RI-modellen beregner estimatet af selskabets værdi på baggrund af det overnormale overskud, under forudsætning af at alle udgifter og indtægter passerer resultatopgørelsen. Det overnormale overskud beregnes som forskellen mellem resultat efter skat og normalindtjeningen. Normal indtjeningen beregnes som egenkapitalen primo gange med ejernes afkastkrav, som indgår i beregningen af wacc. Diskonteringsfaktoren er ejernes afkastkrav, og dermed måler RI-modellen værdien af selskabet set fra ejernes synsvinkel. Dette er modsat DCF-modellen, som måler værdi ud fra ejer og långivers synsvinkel, og anvender wacc som diskonteringsfaktor.

5.4.2 Værdiansættelse med DCF-modellen

På baggrund af den ovenstående budgettering og beregningen af Coloplasts wacc, kan den teoretiske værdi af Coloplast nu estimeres. Budgetforudsætninger og det estimerede frie cash flow fremgår af afsnit 5.1, medens proforma regnskabet fremgår af bilag 12.

Figur 5.8 Værdiansættelse pr.14. maj 2009 – DCF-model

DCF		08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23T
FCFF		-468	652	628	781	780	825	1.052	1.114	1.300	1.524	1.688	2.027	2.108	2.373	2.444
PV(FCFF)	8.210	9.301	9.355	9.436	9.371	9.303	9.184	8.828	8.385	7.721	6.783	5.610	4.009	2.205		
PV (TV)	19.134	20.586	22.148	23.828	25.636	27.581	29.674	31.926	34.348	36.954	39.758	42.775	46.021	49.513	53.270	54.868
EV	27.344															
Gæld	3.270															
Coloplast værdi	24.074															
Værdi pr. aktie (42,4)	568															

Af beregningen i figur 5.8 fremgår det, at den teoretisk beregnede værdi af Coloplast er mio. DKK 24.074, hvilket svarer til en aktiekurs på DKK 568. Kursen er beregnet ud fra det totale antal af b-aktier.

⁸⁶ Fagligt notat om værdiansættelse, 2002, side 13

For at kontrollere den beregnede værdi i DCF-modellen, er budgetforudsætninger fra afsnit 5.1, og ejernes afkastkrav fra afsnit 5.3, indsat i hhv. RI-modellen og DDM-modellen. Beregningerne fremgår af bilag 13, og det ses at modellerne giver samme værdi for Coloplasts værdi og selskabsværdien, EV, som DCF-modellen.

5.4.3 Estimeret kurs i forhold til markedskursen

Værdiansættelsen estimerer aktiekursen til kr. 568, hvilket er 46 pct. højere end markedskursen på kr. 388 på OMX d. 14.maj 2009. Derved kan det sluttes at kursen var undervurderet. Nedenstående vil søge at forklare årsagen til afvigelsen mellem den estimerede kurs og aktiekursen. Inputtet til budgetforudsætningerne er baseret på resultaterne af den strategiske analyse og den historiske regnskabsanalyse af Coloplast. Her blev det identificeret at Coloplast har gode muligheder for at øge omsætningen på grund af den stigende andel af ældre i befolkning og et øget fokus på vækst i USA. Coloplast har desuden mulighed for at forbedre rentabiliteten gennem reduktion af produktionsomkostningerne. Derfor vurderes det relevant at se på den budgetterede omsætning og produktionsomkostningernes påvirkning af den estimerede kurs.

Den primære value driver i budgettering er omsætningen. I tabel 5.9 er det vist, hvordan den estimerede aktiekurs påvirkes, hvis omsætningen over- eller underperformer forventningerne til væksten. Aktiekursen er estimeret ved at ændre omsætningen i budgetperioden fra tabel 5.1 i afsnit 5.1.1 med forskellige procentpoint,⁸⁷. Væksten i omsætningen i år 2021/22E er dog fastholdt på 3 pct.⁸⁸, og alle andre budgetforudsætninger er ligeledes fastholdt. Det ses at aktiekursen stiger med 21 pct. ved en stigning i omsætningen på 2 procentpoint i hele budgetperioden. Omvendt vil et fald på tilsvarende procentpoint medføre et fald på 17 pct.

Tabel 5.9 Følsomhedsanalyse ved ændringer i omsætningen i budgetperioden

	-2		-1		0	1		2	
Ændring i omsætning i %-point	Kurs	Forskel	Kurs	Forskel		Kurs	Forskel	Kurs	Forskel
	474	-17%	519	-9%	568	624	10%	685	21%

Coloplasts ledelse har et mål om at øge indtjeningen til en EBIT-margin på minimum 20 pct. i 2011/12. Ved at sammenligne sine omkostninger med konkurrenter, kan ledelsen få en idé om hvor selskabet kan reducere sine omkostninger. I common-size-analysen i afsnit 4.6 blev det identificeret, at Coloplasts produktionsomkostninger lå på et højere niveau end konkurrenten Smith & Nephew, hvorfor det blev

⁸⁷ I beregningerne tabel 5.11 og 5.12 er wacc og væksten i terminalperioden fastholdt på hhv. 7,6 pct. og 3 pct.

⁸⁸ Begrundelsen er den samme, som gennemgået i tredje afsnit i afsnit 5.1.

vurderet at ledelsen vil søge at reducere omkostninger her⁸⁹. I nedenstående tabel er aktiekursen vist ved ændring af de variable omkostningers udvikling fra tabel 5.2 i afsnit 5.1.2 med hhv. 1 og 2 procentpoint. Derudover er aktiekursen beregnet ved fastholdelse af de variable omkostninger på et konstant niveau gennem hele budgetperioden, hvor inputtet er hhv. gennemsnittet fra analyseperioden og niveauet fra årsrapporten 2007/08. I beregningerne af aktiekursen er alle øvrige budgetforudsætninger fastholdt, og dermed de samme som gennemgået i afsnit 5.1.

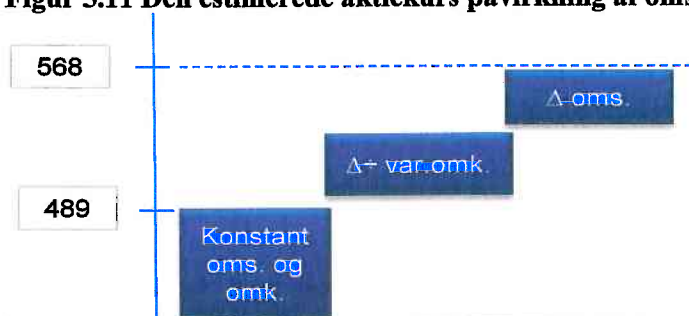
Tabel 5.10 Følsomhedsanalyse ved ændringer i de variable omkostninger

	-2		-1		0	Gns		2007/08	
Ændring i variable omk. i %-point	Kurs	Forskel	Kurs	Forskel		Kurs	Forskel	Kurs	Forskel
	647	14%	607	7%	568	459	-19%	419	-26%

Det at ses, at aktiekursen falder med hhv. 19 og 26 pct., hvis ikke det lykkes at reducere de variable omkostninger, som forudsat under budgetforudsætningerne. Dette vurderes, at være et realistisk scenarie, da Coloplasts ledelse har meldt ud at omkostningerne skal reduceres og EBIT-marginen skal forbedres. Derfor vil markedet reagere negativt, hvis ikke det lykkedes.

Væksten i omsætningen og faldet i produktionsomkostningernes betydning for den estimerede kurs kr. 568, kan identificeres ved at se på aktiekursen ved konstant omsætningsvækst og konstante produktionsomkostninger. Konstant vækst i omsætningen giver en aktiekurs på kr. 519. Kursen estimeres ved at antage, at væksten i omsætningen fra 2007/08 på 5 pct., er lig scenariet med et fald i omsætningsforløb med 1 procentpoint jf. tabel 5.11 ovenfor. Konstante variable omkostninger giver en aktiekurs på kr. 459, hvilket er kursen i det scenarie hvor de variable omkostninger fastholdes på gennemsnittet fra analyseperioden, jf. tabel 5.10. Dette giver en gennemsnitkurs på kr. 489, som er 26 pct. over markedskursen pr. 14. maj 2009. Aktiekursens interval mellem kr. 489 og estimatet på kr. 568, kan således tilskrives de to ovenstående forhold, hvilket er illustreret i figur 5.11 nedenfor.

Figur 5.11 Den estimerede aktiekurs påvirkning af omsætning og variable omkostninger



⁸⁹ Det antages, at Coloplasts variable omkostninger er lig produktionsomkostningerne, ligesom det var tilfældet under beregningen af omkostningsrisikoen.

5.4.4 Følsomhedsanalyse

Forudsætningerne for værdiansættelsen er vurderet realistiske. Den estimerede værdi afhænger dog af følsomheden af de faktorer, som er anvendt i værdiansættelsen. Derfor vil der i nærværende afsnit blive foretaget en følsomhedsanalyse af værdien af Coloplasts aktiekurs. I nedenstående tabel ses DCF-modellens output ved forskellige værdier af wacc'en og væksten i terminalperioden.

Tabel 5.12 Følsomhedsanalyse ved ændring i wacc og væksten i terminalperioden, g

Pris pr. aktie ved ændring i wacc (lodret) og vækst i terminalperiode (vandret)					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
8,6%	376	399	425	457	496
8,1%	426	454	488	530	581
7,6%	490	525	568	620	687
7,1%	557	604	663	738	836
6,6%	646	708	788	893	1039

Det ses, at wacc'en er den mest følsomme faktor, da et interval på ± 2 %-point, i forhold til den benyttede wacc, med en vækst på 3 pct. i terminalperioden giver et output i intervallet DKK 425 til 788. Wacc'en påvirkes af mange faktorer, som bl.a. markedsrisikopræmien og kapitalstrukturen. Kapitalstrukturen blev fastlagt ovenfor i afsnit 5.3.1, og det vurderes at reflektere fremtidige ændringer i markedsværdien af egenkapitalen og gælden. Ændringer i markedsrisikopræmien vil også ændre værdien af wacc'en, og vil opstå som følge af at investorerne ændrer deres risikopræmie for investering i marked. Den finansielle usikkerhed kan medføre, at investorerne bliver mere risikoaverse og kræver en højere risikopræmie. Dette vil øge wacc'en og reducere aktiekursen, jf. tabel ovenfor.

I DCF-modellen udgør terminalværdien 70 pct. af Coloplasts virksomhedsværdi (EV), hvorfor væksten heri er relevant at analysere. Under den strategiske analyse blev det identificeret, at den demografiske og sociologiske udvikling er en fordel for Coloplast. Budgetperioden slutter i 2021/22E, og derfor vurderes denne udvikling at få størst betydning i terminalperioden. Det ses, at hvis væksten sættes til 4 pct. vil aktiekursen stige med 21 pct. ved en konstant wacc på 7,59 pct. Væksten i terminalperioden er dog svær at spå om, og indeholder mere usikkerhed end væksten i budgetperioden, som er budgetteret på baggrund af et omfangsrigt beslutningsgrundlag. Det vurderes, at væksten i budget- og terminalperioden er realistisk, og intuitivt giver det mening, at aktiekursen stiger hvis Coloplast præsterer en højere vækst end markedet forventer.

5.4.5 Værdiansættelse med multipler

Ved at anvende en relativ værdiansættelsesmodel kan Coloplast værdiansættes ved brug af multipler. Valget af multipler er frit. Det vurderes dog at multiplerne EV/EBITDA og EV/EBIT vil være mest anvendelige. Det skyldes at disse tager udgangspunkt i de bogførte værdier i resultatopgørelsen, og efter

implementeringen af internationale regnskabsstandarder for alle børsnoterede selskaber må disse forudsættes at kunne være direkte sammenlignelige. Dermed fravælges bl.a. multiplen EV/Sales, da omsætningen ikke giver en indikation af selskabets indtjeningssevne.

De valgte multipler er pr. 14. maj 2009 ud fra den peer group, som blev identificeret under estimering af den ugearede betaværdi i afsnit 5.3.3.

Tabel 5.13 Peer group - multipler

Selskab	EV/EBITDA	EV/EBIT
CR BARD INC	9,9	11,4
AMERICAN MEDICAL SYS HLDGS	10,8	15,9
BOSTON SCIENTIFIC CORP	10,4	17,7
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	8,1	9,7
SMITH & NEPHEW PLC	7,8	10,3
Gennemsnit	9,4	13,0

Kilde: Bloomberg pr. 14.5.2009

På baggrund af et simpelt gennemsnit af peer group estimerterne for hhv. EV/EBITDA og EV/EBIT ganget med de budgetterede værdier for EBITDA og EBIT for Coloplast i 2008/09E, kan Coloplasts værdi beregnes pr. 14. maj 2009.

Tabel 5.14 Relativ værdiansættelse

Selskab	EBITDA	EBIT
Coloplast 2008/09E	1.585	1.215
EV Coloplast med multipler	14.901	15.799
Gæld pr. 30.09.2008	3.270	3.270
EK værdi	11.631	12.529
Værdi pr. aktie (42,4)	274	295

Ovenstående tabel viser, at Coloplasts værdi pr. aktie ligger i intervallet 274 - 294 med en gennemsnitsværdi på 284,5 DKK. Dermed er gennemsnitskursen 50 pct. lavere end estimeret beregnet i DCF-modellen, og 27 pct. lavere end kursen pr. 14. maj 2009. Forskellen til markedskursen pr. 14. maj 2009 er, at markedet har højere forventninger til Coloplast, end til selskaberne anvendt i peer group og derfor handles med en præmie. Forklaringen på afvigelsen til den estimerede kurs i DCF-modellen er, at peer group multiplerne er mere følsomme end peer group'ens ugearede betaværdi, som kan estimeres på baggrund af beregninger af historiske tal. Multiplerne beregnes på baggrund af selskabernes værdi, EV, og som følsomhedsanalysen ovenfor viste, så afhænger værdien af faktorernes følsomhed. Derudover reflekterer multiplerne stemningen på de finansielle markeder pr. 14. maj 2009, som påvirkes af f.eks. forbrugertilliden, produktionen i USA og usikkerheden før regnskabssæsonen. Den estimerede aktiekurs i DCF-modellen er kun påvirket af de forhold, som direkte kan relateres til Coloplasts fremtidige drift.

5.5 Delkonklusion

Formålet med delkonklusionen er at svare på problemformuleringens fjerde delspørgsmål.

Udgangspunktet for værdiansættelsen er budgetteringen af en række value drivere, som opgørelsen af det frie cash flow og proforma regnskabet opstilles på baggrund af. Budgettering er forankret i resultaterne af den strategiske analyse og regnskabsanalysen. I budgetteringen er det omsætningen og de variable omkostninger, som er de afgørende value drivers. Omsætningen er den primære value driver i budgetteringen, som de fleste andre value drivers afhænger af, mens de variable omkostninger, i form af produktionsomkostningerne, blev identificeret som en afgørende faktor for at Coloplast kan øge rentabiliteten.

Omsætningsvæksten begrundes med, at den demografiske udvikling forudsiger at andelen af ældre i befolkningen vil stige, hvilket øger behovet for Coloplasts produkter. Dette gælder både i Europa, men også i USA, hvor væksten stimuleres af, at Coloplast har åbnet et nyt hovedkontor, som vil øge indsatsen for at opnå større markedsandele på verdens største marked for medicinsk udstyr. Coloplast vurderes at kunne reducere produktionsomkostningerne gennem yderligere udflytning af produktion fra Danmark til Ungarn og Kina, effektivisering af arbejdsgangene og bedre rentabilitet i sår- og hudpleje divisionen.

På grund af udflytningen af produktionen vil aktivernes omsætningshastighed blive reduceret til et niveau på omkring 1,25, da Coloplast må påregne længere leveringstid, og bliver nødt til at øge varelagrene. De faste omkostninger fastholdes på niveauet fra 2007/08, da disse lå 20 pct. under den sammenlignelige konkurrent i common-size-analysen. På baggrund af ovenstående vil Coloplast løbende forbedre sin EBIT-margin fra 13 pct. i 2008/09E til 20 pct. i 2017/18. I terminalperioden er EBIT-marginen budgetteret til 22 pct.

Værdien af Coloplasts aktiekurs estimeres med DCF-modellen, hvor det frie cash flow til ejere og långivere tilbagediskonteres. Diskonteringsfaktoren er Coloplasts kapitalomkostninger, wacc, og denne er afgørende for kapitalværdien af pengestrømmene. I beregningen af wacc'en indgår kapitalomkostningerne på gælden, hvor den risikofrie rente blev fastsat til 3,76 pct. på baggrund af den 10 årige statsobligation medio juli. Dertil lægges et risikotillæg på 2 pct., og den samlede rente på kapitalomkostningerne er 5,76 pct., som også anvendes i beregningen af rentekomkostningerne i proforma regnskabet.

Den estimerede aktie i DCF-modellen kontrolleres ved at estimere værdien i RI- og DDM-modellen, hvor diskonteringsfaktoren er ejernes afkastkrav, der indgår i beregningen af wacc'en. Til beregningen af ejernes afkastkrav blev CAPM-modellen anvendt, og heri indgår et estimat for betaværdien. Estimatet blev fastlagt på baggrund af en peer group, og beregningen af Coloplasts gearede beta gav en værdi på 0,86. Beta værdien

afspejler, at risikoen ved en investering i Coloplast er lavere end investering i markedet, hvilket er kendetegnet defensive aktier.

Kapitalomkostningerne for egen- og fremmedkapital vil i de fleste tilfælde ikke være ens, og derfor indgår disse i beregningen af wacc'en med forskellig vægt. Vægtene bestemmes af kapitalstrukturen, som udgøres af markedsværdien af egenkapitalen og den rentebærende gæld i forhold til den samlede markedsværdi af selskabet. Coloplasts kapitalstruktur forudsættes at være fast gennem budget- og terminalperioden, og D/E-ratio fastholdes på 0,14.

6. Konklusion

Denne opgaves hovedformål var at foretage en værdiansættelse af Coloplast A/S, og identificere de faktorer, som kan have forklaringsværdi, hvis den estimerede kurs afviger fra markedsværdien d.14. maj 2009. Udgangspunktet for værdiansættelsen har været en strategisk analyse og regnskabsanalyse af Coloplast med henblik på, at vurdere Coloplasts fremtidige pengestrømme. Resultaterne af analyserne har dannet grundlaget for de budgetforudsætninger, som Coloplasts aktiekurs er beregnet på baggrund af.

Værdiansættelsen estimerede den teoretiske aktiekurs for Coloplast til kr. 568, hvilket er 46 pct. højere end kursen på OMX pr. 14. maj 2009 med en værdi på kr. 388. Coloplasts værdi er derved undervurderet, forudsat at Coloplast når budgettet. Såfremt Coloplast ikke når budgettet, og fastholder den nuværende omsætningsvækst og omkostningsniveau vil den estimerede kurs være kr. 489. Afvigelsen mellem den estimerede aktiekurs og markedskursen kan derfor henføres til budgetforudsætningerne angående omsætningsvæksten og reduktionen af produktionsomkostningerne.

Coloplasts fremtidige omsætningsvækst påvirkes positivt af den demografiske udvikling, hvor andelen af ældre i befolkningen vil stige. Det skyldes, at hovedparten af Coloplasts produkter anvendes af patienter over 50 år. Befolkningsfremskrivninger for EU viser, at andelen af befolkning over 65 år vil stige fra 17,1 pct. i 2008 til 30 pct. i 2060. Samtidig vil der blive født færre børn, og som følge heraf forskydes medianalderen fra 40,4 år i 2008 til 47,9 år i 2060. Brancheanalysen viste, at det primære afsætningsled er de nationale sundhedssektorer, som er finansieret af det offentlige. De nationale sundhedssektorer står på baggrund af ovenstående over for to modsatrettede udviklinger. Dels vil der komme stigende efterspørgsel på sundhedsplejeområdet på grund af den voksende ældrebyrde, og dels vil der blive færre i den arbejdsdygtige alder, som der kan opkræves skatter af. Derfor er der i mange lande iværksat sundhedsreformer, hvis formål er, at reducere omkostningerne i sundhedssektoren.

Coloplast har sin markedsbase i Europa, hvor knap 80 pct. af omsætningen afsættes. Derfor er selskabet mere eksponeret over for sundhedsreformer i Europa end konkurrenterne. I Europa har sundhedsreformerne hidtil været negative for Coloplast, da tilskuddene til stomi produkterne i Storbritannien er blevet reduceret. I Tyskland er tilskuddet blevet ændret til at blive afregnet pr. patient, og ikke som tidligere pr. produkt. Derudover vil den hårde konkurrence på Coloplasts markeder gøre, at konkurrenterne vil udfordre Coloplasts førende position på det europæiske marked. Det vurderes på baggrund heraf, at Coloplast vil miste noget af sin omsætning i Europa. Den fremtidige vækst kan på kort sigt primært hentes i USA, og på længere sigt er mulighederne for vækst i emerging markets også gode.

Coloplast har en målsætning om, at have tocifrede organiske vækstrater. Dette kræver, at væksten i USA forbedres. I analyseperioden har væksten på verdens største marked for medicinsk udstyr ikke været så høj som forventet. Derfor åbnede Coloplast i sommeren 2009 et nyt hovedkontor i Minneapolis, som vil øge fokus på salget til det amerikanske marked. Dette skal ske ved øge at samarbejdet med sundhedssektoren, hvilket Coloplast har haft succes med i Europa. Salget i stomi division skal øges ved at fokusere på de nye patienter, mens salget i kontinens- og urologi divisionen påvirkes positivt af en af de første ændringer i sundhedsreformen af den amerikanske sundhedssektor. Denne medførte at tilskuddet til intermitterende katetre er blevet sat op. På længere sigt vurderes den stigende velstand i emerging markets, at øge efterspørgslen på vestlige behandlingsformer. Coloplast bør søge at uddanne sundhedspersonalet i behandlingsformerne, og derigennem få adgang til markederne. Gennem instruktionsvideoer kan dette øge salget af stomi- og kontinens produkter.

Budgetforudsætningerne angående reduktionen af produktionsomkostningerne er baseret på, at Coloplasts produktionsomkostninger har ligget på samme niveau af omsætningen i hele analyseperioden. Coloplasts ledelse ønsker at forbedre rentabiliteten, og har fokuseret på at reducere omkostningerne. Derfor har Coloplast implementeret lean i koncernen, og siden 1995 flyttet produktionen fra Danmark til Kina og Ungarn. Common-size-analysen viste dog, at besparelserne primært er sket inden for distributions- og administrationsomkostningerne, og analysen identificerede endvidere, at Coloplasts produktionsomkostninger udgjorde 41 pct. af omsætningen, mens konkurrenten Smith & Nephews tilsvarende omkostninger udgjorde 28 pct. af omsætningen. Derfor vurderes det, at Coloplast kan reducere produktionsomkostningerne, og derigennem forbedre rentabiliteten. Reduktionen af produktionsomkostningerne skal ske gennem yderligere udflytning af produktionen, investeringerne i nyt produktionsudstyr til fabrikkerne i Ungarn og Kina, og effektivisering af arbejdsprocesserne. På kort sigt vil omstruktureringen af sår- og hudpleje divisionen dog øge omkostningerne. Omstruktureringen vurderes på længere sigt, at bringe lønsomheden i divisionen op på niveau med de øvrige forretningsdivisioner, ved at fokusere på mindre nicher i markedet. Ovenstående tiltag vil gøre det muligt for Coloplast, at forbedre EBIT-marginen løbende fra det nuværende niveau på 13 pct. til 22 pct.

Følsomhedsanalysen af den estimerede aktiekurs angav, at den estimerede værdi er følsom over for ændringer i wacc og væksten i terminalperioden. Det mest sandsynlige scenarie vedr. wacc'en er, at markedsrisikopræmien stiger, hvilket vil medføre en stigning i wacc'en. En stigning på et procentpoint vil reducere estimatet af aktiekursen med 25 pct. Nutidsværdien af terminalperioden udgør 70 pct. af virksomhedsværdien, EV, og derfor er væksten i terminalperioden afgørende for den estimerede aktiekurs. Estimatet for væksten er forbundet med større usikkerhed, da det er svært, at estimere den forventede vækst i resten af Coloplasts levetid. På baggrund af ovenstående vil den estimerede værdi af Coloplasts aktie ændre sig, hvis en potentiel investor forudsætter en højere risikopræmie, større vækst i terminalperioden eller har en anden vurdering af den fremtidige kapitalstruktur.

7. Litteraturliste

Bøger og faglitteratur

- | | |
|------------------------------------|---|
| Elling, Jens O. og Sørensen, Ole | Regnskabsanalyse og værdiansættelse
2.udgave, 1. Oplag, 2005 |
| Plenborg, Thomas og Petersen, C.V. | Regnskabsanalyse for beslutningstagere
1.udgave, 1. Oplag, 2005 |
| Rådgivningsudvalget, FSR | Fagligt notat om værdiansættelse, FSR
December 2002 |
| Plenborg, Thomas | Værdiansættelse i praksis, Revision og regnskabsvæsen
April 2000 |

Årsrapporter og øvrigt materiale fra Coloplast

- Coloplasts årsrapporter 2003/04 – 2007/08
- Coloplast kvartalsrapporter Q1-2 2008/09
- Full Year conference call presentation 2007/08
- Half Year conference call presentation 2008/09

Brokerreports

- Deutsche Bank 15.5.2009
- Jyske Bank 6. maj 2009
- Kaupthing 16. juli 2007

Links

- www.coloplast.com
- www.coloplast.dk

www.nasdaqomxnordic.com

www.statistikbanken.dk

www.pubhealth.ku.dk/

www.mst.dk

www.ds.dk

www.global.smith-nephew.com

Artikler

"Britisk reform har kostet ledelsestid", d.2.4.2009 Direkt

"Danmarks strategi for livslang læring", april 2007, Undervisningsministeriet

"Stop reprocessing "single use" medical devices – Patient safety at risk", 2006, Eucomed.org

"Population and social conditions" Statistics in focus 72/2008, Eurostat

"Fedme i Europa", 5.1.2004, Ugeskrift for læger nr. 166

"Focus on eHealth", Quaterly newsletter no. 63 march 2008, Eucomed

"Combating counterfeit medical devices and safe medical devices in the distribution chain", d.10.1.2008, Euromed

"Tyskland er hæmsko for væksten i Coloplast", d.8.6.2009, Børsen

"BMS afslutter salg af Convatec", d.4.8.2008, Direkt

"Convatec vil være nummer et", d.23.9.2008, Direkt

"Konkurrent overgår markedet på sårpleje", d.6.11.2008, Direkt

"Coloplast har fået bogført værdi for brachyterapi – IR-chef", d.21.2.2007, RB-Børsen,

"Coloplast åbner nyt USA hovedkontor – sundhedsreform positiv", d.3.6.2009, RB-Børsen

"Hjerteplaster afslører forkalkning", august 2008, Hjerteforeningen

"Virksomhedsdag – Coloplast skal vokse mere end markedet", d.3.6.2009, Reuters finans

"Hud og sårpleje på skinner om 4-6 kvartaler", d.3.2.2009, Direkt

"Der er tyske ugler i mosen", d. 5.5.2009, Direkt

"Britisk reform har kostet ledelsestid", d.2.4.2009, Direkt

"Nye produkter også svaret i hud- og sårpleje", 30.09.2008, Direkt

"Hud- og sårpleje kan tabe yderligere markedsandele, 19.11.2008, Direkt

"Global Health Care Supplies – industry profile", marts 2009, Datamonitor

Newsrelease 119/2008, Eurostat

Medicoindustrien i tal – branchestatistik, 2007, Medicoindustrien

"Medico-virksomheder ramt af vigende vækst", 28.1.2009, Børsen

"IMF ser hurtigere rebound for verdensøkonomien", d.8/7 2009, Børsen

"Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", januar 2005, Pricewaterhousecoopers, side 2

"Coloplast" Tag én ting ad gangen", d.5.12.2008, Børsen

"Coloplast-besparelser har virket", 18.12.2008, Børsen

Andet

OECD Health Data 2006 og 2007

Nationalbankens statistikbank

Damodaran Online, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

8. Bilagsoversigt

Bilag 1	Rapporteret egenkapitalopgørelse
Bilag 2	Reformuleret egenkapitalopgørelse
Bilag 3	Rapporteret balance
Bilag 4	Reformuleret balance
Bilag 5	Rapporteret resultatopgørelse
Bilag 6	Reformuleret resultatopgørelse
Bilag 7	Beregning af omkostningsrisikoen
Bilag 8	Beregning af nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin
Bilag 9	Beregning af selvfinansieret vækst – g^*
Bilag 10	Rapporteret pengestrømsopgørelse
Bilag 11	Reformuleret pengestrømsopgørelse
Bilag 12	Proforma regnskab
Bilag 13	Værdiansættelse med RI- og DDM-modellen
Bilag 14	Regnskab 2007 og 2008 for Smith & Nephew

Bilag 1

Rapporteret egenkapitalopgørelse

Rapporteret egenkapitalopgørelse	Type	Aktiekapital		Reserve for valutakursregulering	Reserve for dagsværdi	Forslag til udbytte	Overført resultat	Egenkapital i alt
I mio. DKK		A	B					
i årsrapporten		18	222	3	-109	162	2276	2572
Effekt af ændring i regnskabspraksis	TI						-60	-60
Omarbejdet saldo pr. 1.10.2005		18	222	3	-109	162	2.216	2512
Sikring af renterisici					57			57
Skatteeffekt af sikring					-16			-16
Sikring af valutarisici					4			4
Skatteeffekt af sikring					-1			-1
Nettogeinst/-tab ej indregnet i resultatopgørelsen	TI	0	0	0	44	0	0	44
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta	TI						-78	-78
Kursregulering af primoværdier og øvrige reguleringer vedr. datterselskaber	TI			-21			-10	-31
Årets resultat	TI					192	422	614
Årets totalindkomst				-21	44	192	334	549
Køb af egne aktier	TE						-98	-98
Salg af egne aktier	TE						0	0
Udbytte af egne aktier						-8	8	0
Aktiebaseret vederlæggelse	TE						3	3
Udbetaling af udbytte vedr. 2004/05	TE					-162		-162
Saldo pr. 30.9.2006		18	222	-18	-65	184	2.463	2.804
Saldo pr. 1.10.2006 som rapporteret i årsrapporten		18	222	-18	-65	184	2.463	2804
Sikring af renterisici					102			102
Skatteeffekt af sikring					-29			-29
Sikring af valutarisici					-6			-6
Skatteeffekt af sikring					2			2
Nettogeinst/-tab ej indregnet i resultatopgørelsen	TI	0	0	0	69	0	0	69
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta	TI						-108	-108
Kursregulering af primoværdier og øvrige reguleringer vedr. datterselskaber	TI						-3	-3
Årets resultat	TI					432	405	837
Årets totalindkomst					69	432	294	795
Køb af egne aktier	TE						-1.024	-1.024
Salg af egne aktier	TE						0	0
Udbytte af egne aktier						-36	36	0
Aktiebaseret vederlæggelse	TE						7	7
Udbetaling af udbytte vedr. 2005/06	TE					-184		-184
Saldo pr. 30.9.2007		18	222	-18	4	396	1.776	2.398
Saldo pr. 1.10.2007 som rapporteret i årsrapporten		18	222	-18	4	396	1.776	2398

Værdiregulering af afdækning								0
Årets værdiregulering					68			68
Overført til finansielle poster					-63			-63
Skatteeffekt af afdækning					-1			-1
Nettogevind/-tab ej indregnet i resultatopgørelsen	TI	0	0	0	4	0	0	4
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta	TI						-8	-8
ændring af primoværdier og øvrige reguleringer vedr. datterselskaber	TI						41	41
Nettogevind/-tab indregnet direkte på egenkapitalen							33	33
Årets resultat	TI				276		439	715
Årets totalindkomst					4	276	472	752
Køb af egne aktier og kurstab ved udnyttelse af optioner	TE						-510	-510
Salg af egne aktier	TE						26	26
Udbytte af egne aktier					-19		19	0
Aktiebaseret vederlæggelse	TE						20	20
Kapitalnedsættelse			-10				10	
Udbetaling af udbytte vedr. 2006/07	TE					-396		-396
Saldo pr. 30.9.2008		18	212	-18	8	257	1.813	2.290

TI: Totalindkomst, TE: Transaktioner med ejerne

Bilag 2

Reformuleret egenkapitalopgørelse

(i mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Egenkapital 1. Oktober	2.398	2.804	2.572
Køb af egne aktier og kurstab ved udnyttelse af optioner	-510	-1.024	-98
Salg af egne aktier	26	0	0
Aktiebaseret vederlæggelse	20	7	3
Udbetaling af udbytte	-396	-184	-162
Transaktioner med ejerne	-880	-1.201	-257
Årets resultat	715	837	614
Korrektion af regnskabspraksis	0	0	-60
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	4	69	44
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta	-8	-108	-78
Kursregulering af primoværdier og øvrige reguleringer vedr. datterselskaber	41	-3	-31
Totalindkomst	752	795	489
Egenkapital 30. September	2.280	2.398	2.804

Bilag 3

Rapporteret balance – aktiver

Aktiver				
(i mio. DKK)	Type	2007/08	2006/07	2005/06
Erhvervede patenter og varemærker	DA	1134	1275	1532
Goodwill	DA	641	639	1.021
Software og IT systemer	DA	106	120	127
Forudbetalinger og anlægsaktiver under udførelse	DA	46	30	25
Immaterielle anlægsaktiver		1.927	2.064	2.705
Grunde og bygninger	DA	1.173	1.200	1.138
Produktionsanlæg og maskiner	DA	781	631	642
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	DA	196	178	233
Forudbetalinger og anlægsaktiver under udførelse	DA	584	406	263
Materielle anlægsaktiver		2.734	2.415	2.276
Kapitalandele i aassocierede virksomheder	DA	0	0	2
Andre værdipapirer og kapitalandele	DA	4	19	7
Udskudte skatteaktiver	DA	146	145	128
Finansielle anlægsaktiver		150	158	137
Anlægsaktiver		4.811	4.637	5.118
OMSÆTNINGSAKTIVER				
Varebeholdninger	DA	1.224	940	844
Tilgodehavender fra salg	DA	1.563	1.619	1.598
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	DA	0	0	7
Selskabsskat	DA	11	73	68
Andre tilgodehavender	DA	101	138	146
Periodeafgrænsningsposter	DA	77	70	52
Tilgodehavender i alt		1.752	1.900	1.871
Værdipapirer	DA	1	1	1
Likvide beholdninger	DA	193	272	148
Omsætningsaktiver i alt		3.170	3.113	2.864
AKTIVER I ALT		7.981	7.750	7.982

DA: Driftsaktiv, FA: Finansielt aktiv

Bilag 3 - forsat

Rapporteret balance – passiver

Passiver				
(i mio. DKK)	Type	2007/08	2006/07	2005/06
Egenkapital				
Aktiekapital		230	240	240
Reserve for dagligsværdi/afdækning		8	4	-65
Forslag til udbytte for regnskabsåret		257	396	184
Overført overskud		1.795	1.758	2.445
Egenkapital før minoritetsinteresser	EK	2.290	2.398	2.804
Minoritetsinteresser	MIN	1	2	1
Egenkapital i alt		2.291	2.400	2.805
GÆLDSFORPLIGTELSE				
Hensættelser til pensioner og lign. forpligtelser	DF	90	103	106
Hensættelser til udskudt skat	DF	191	202	147
Andre hensatte forpligtelser	DF	16	11	32
Gæld til realkreditinstitutter	FF	467	580	595
Kreditinstitutter i øvrigt	FF	2.316	1.792	2.118
Anden gæld	DF	370	406	72
Periodeafgrænsningsposter	DF	70	0	228
Langfristede gældsforpligtelser		3.520	3.094	3.298
Hensættelser til pensioner og lign. forpligtelser	DF	9	3	11
Andre hensatte forpligtelser	DF	19	8	0
Gæld til realkreditinstitutter	FF	13	7	51
Kreditinstitutter i øvrigt	FF	474	718	226
Leverandører af varer og tjenesteydelser	DF	397	461	391
Selskabsskat	DF	211	34	148
Anden gæld	DF	1036	1014	950
Periodeafgrænsningsposter	DF	11	11	102
Kortfristede gældsforpligtelser		2.170	2.256	1.879
Gældsforpligtelser i alt		5.690	5.350	5.177
PASSIVER I ALT		7.981	7.750	7.982

DF: Driftsforpligtelse, FF: Finansiell forpligtelse

Bilag 4

Reformuleret balance

Reformuleret balance			
(i mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Driftsaktiver			
Erhvervede patenter og varemærker	1.134	1.275	1.532
Goodwill	641	639	1.021
Software og IT systemer	106	120	127
Forudbetalinger og anlægsaktiver under udførelse	46	30	25
Grunde og bygninger	1.173	1.200	1.138
Produktionsanlæg og maskiner	781	631	642
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	196	178	233
Forudbetalinger og anlægsaktiver under udførelse	584	406	263
Kapitalandele i associerede virksomheder	0	0	2
Andre værdipapirer og kapitalandele	4	13	7
Udskudte skatteaktiver	146	145	128
Varebeholdninger	1.224	940	844
Tilgodehavender fra salg	1.563	1.619	1.598
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	0	0	7
Selskabsskat	11	73	68
Andre tilgodehavender	101	138	146
Periodeafgrænsningsposter	77	70	52
Værdipapirer	1	1	1
Likvide beholdninger	193	272	148
Driftsaktiver i alt	7.981	7.750	7.982
Driftsforpligtelser - langfristede			
Hensættelser til pensioner og lign. forpligtelser	90	103	106
Hensættelser til udskudt skat	191	202	147
Andre hensatte forpligtelser	16	11	32
Anden gæld	370	406	72
Periodeafgrænsningsposter	70	0	228
Driftsforpligtelser - kortfristede			
Hensættelser til pensioner og lign. forpligtelser	9	3	11
Andre hensatte forpligtelser	19	8	0
Leverandører af varer og tjenesteydelser	397	461	391
Selskabsskat	211	34	148
Anden gæld	1.036	1.014	950
Periodeafgrænsningsposter	11	11	102
Driftsforpligtelser i alt	2.420	2.253	2.187
Nettodriftsaktiver	5.561	5.497	5.795
Finansielle forpligtelser - langfristede			
Gæld til realkreditinstitutter	467	580	595
Kreditinstitutter i øvrigt	2.316	1.792	2.118
Finansielle forpligtelser - kortfristede			
Gæld til realkreditinstitutter	13	7	51
Kreditinstitutter i øvrigt	474	718	226
Finansielle forpligtelser i alt	3.270	3.097	2.990
Minoritetsinteresser	1	2	1
Egenkapital før minoritetsinteresser	2.290	2.398	2.804

Bilag 5

Rapporteret resultatopgørelse

Resultatopgørelse - Coloplast Koncern				
(i mio. DKK)	Type	2007/08	2006/07	2005/06
Nettoomsætning	D	8.463	8.042	6.709
Produktionsomkostninger	D	-3.465	-3.208	-2.687
Bruttoresultat		4.998	4.834	4.022
Distributionsomkostninger	D	-2.589	-2.536	-2.097
Administrationsomkostninger	D	-882	-988	-761
Forsknings- og udviklingsomkostninger	D	-415	-319	-244
Andre driftsindtægter	AD	71	81	31
Andre driftsomkostninger	AD	-29	-11	-12
Driftsresultat før særlige poster		1.154	1.061	939
Særlige poster	AD	-160	-312	-60
Driftsresultat (EBIT)		994	749	879
Finansielle indtægter	Note 1	201	68	34
Finansielle udgifter	Note 2	-203	-222	-256
Resultat før skat		992	595	657
Skat af årets resultat		-277	-225	-191
Årets resultat af fortsættende aktiviteter		715	370	466
Årets resultat af ophørte aktiviteter		0	468	149
Årets resultat		715	838	615
Minoritetsinteresser		0	-1	-1
Coloplast andel af årets resultat		715	837	614
Note 1 - Finansielle indtægter				
Renteindtægter	F	25	20	25
Valutakursregulering	AD	35	32	0
Dagværdiregulering aktieoptioner	AD	75	0	0

Dagværdiregulering på terminskontrakter overført fra egenkapital	AD	63	15	5
Andre finansielle indtægter og gebyrer	F	3	1	4
Finansielle indtægter i alt		201	68	34
Note 2 - Finansielle udgifter				
Renteomkostninger	F	185	184	155
Dagværdiregulering aktieoptioner	AD	0	27	63
Valutakursregulering	AD	0	0	34
Andre finansielle omkostninger og gebyrer	F	18	11	4
Finansielle udgifter i alt		203	222	256

D: drift, AD: anden drift, F: finansiering

Bilag 6

Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse		2007/08	2006/07	2005/06
(i mio. DKK)				
Nettoomsætning		8.463	8.042	6.709
Produktionsomkostninger		-3.465	-3.208	-2.687
Bruttoresultat		4.998	4.834	4.022
Distributionsomkostninger		-2.589	-2.536	-2.097
Administrationsomkostninger		-882	-988	-761
Forsknings- og udviklingsomkostninger		-415	-319	-244
Driftsoverskud fra salg (før skat)	DO salg før skat	1.112	991	920
Rapporterede skatteomkostninger		-277	-225	-191
Skattefordel, nettofinansielle omkostninger		-44	-44	-33
Skat på andet driftsoverskud		14	-56	-33
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	DO salg efter skat	805	667	663
Andet driftsresultat				
Andre driftsindtægter		71	81	31
Andre driftsomkostninger		-29	-11	-12
Nedskrivning af goodwill SIEWA		0	-283	0
Jubilæumsgratiale		0	-29	0
Omstrukturingsomkostninger		-160	0	-60
Valutakursregulering		35	32	-34
Dagværdiregulering aktieoptioner		75	-27	-63
Dagværdiregulering på terminkontrakter overført fra egenkapital		63	15	5
Andet driftsresultat (før skat)		55	-222	-133
Skat (25 pct.)		-14	56	33
Andet driftsresultat (efter skat)		41	-167	-100
Øvrige reguleringer (efter skat)				
Resultat af ophørende aktiviteter efter skat		0	8	42
Salg af ophørte aktiviteter efter skat		0	460	107
Korrektion af regnskabspraksis		0	0	-60
Værdiregulering af sikringsinstrumenter		4	69	44
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta		-8	-108	-78
Kursregulering af primoværdier og øvrige reguleringer vedr. datterselskaber		41	-3	-31
Øvrige reguleringer (efter skat) i alt		37	426	24
Totalindkomst fra driften	DO	883	927	588
Finansielle omkostninger				
Finansielle indtægter		28	21	29
Finansielle omkostninger		-203	-195	-159
Netto finansielle omkostninger		-175	-174	-130
Skattefordel (25 pct.)		44	44	33
Netto finansielle omk. (efter skat)		-131	-131	-98
Koncernresultat	TI før min.	752	796	490
Minoritetsinteresser	MIN	0	-1	-1
Totalindkomst	TI	752	795	489

Bilag 7

Beregning af omkostningsrisikoen

Type (Mio. DKK)	Formel	2007/08	2006/07	2005/06
Produktionsomk.		3.465	3.208	2.687
- afskrivninger jf. årsrapport		-416	-396	-290
Variableomk. uden afsk.		3.049	2.812	2.397
Distributionsomk.		2.589	2.536	2.097
Adm. omk.		882	988	761
F&U omk.		415	319	244
Faste omkostninger		3.886	3.843	3.102
Omkostninger i alt		6.935	6.655	5.499
Omkostningsrisiko	Faste omk./Var.omk.	1,27	1,37	1,29

Bilag 8

Beregning af nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin

Type (Mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Nettoomsætning jf. årsrapport	8.463	8.042	6.709
Bruttoresultat jf. årsrapport	4.998	4.834	4.022
- afskrivninger produktion jf. årsrapport	416	396	290
Bruttoresultat _{korrigeret}	5.414	5.230	4.312
Faste omkostninger	3.886	3.843	3.102
Nulpunktsomsætning	6.074	5.909	4.826
Sikkerhedsmargin	28%	27%	28%

Bilag 9

Beregning af selvfinansieret vækst – g^*

Selvfinansieret vækst – g^*			
Basert på totalindkomst	2007/08	2006/07	2005/06
Transaktioner med ejerne	860	1.201	257
Totalindkomst	752	795	489
Payout ratio, u	87,4%	66,2%	190,3%
$(1-u)$	0,13	0,34	-0,90
ROE	32,1%	30,6%	17,5%
$g^* = ROE * (1-u)$	4,0%	10,3%	-15,8%
Basert på permanent overskud	2007/08	2006/07	2005/06
Omsætning	8.463	8.042	6.709
DO fra salg permanent overskud	805	667	663
OG_{PO}	9,5%	8,3%	9,9%
AOH	1,60	1,48	1,19
$ROIC_{PO}$	15,2%	12,3%	11,7%
R	4,4%	4,6%	3,4%
FGEAR	1,26	1,09	1,01
Payout ratio $_{PO}$	106,8%	180,1%	38,7%
$(1-u)_{PO}$	-0,07	-0,80	0,61
$g^*_{PO} = ROIC_{PO} + [FGEAR * (ROIC_{PO} - R)] * (1-u)_{PO}$	-2,0%	-16,5%	12,4%

Bilag 10

Rapporteret pengestrømsopgørelse

Rapporteret pengestrømsopgørelse			
(i mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Driftsresultat, fortsættende aktiviteter	994	749	955
Driftsresultat, ophørende aktiviteter	0	30	-4
Af- og nedskrivninger	537	841	437
Regulering for øvrige ikke likvide driftsposter	-34	-14	44
Ændring i driftskapital	-96	-83	109
Renteindbetalinger og lignende	206	60	25
Renteudbetalinger og lignende	-233	-224	-255
Betalt selskabsskat	-50	-295	-320
Pengestrømme fra driften	1324	1064	891
Investering i immaterielle anlægsaktiver	-36	-94	-65
Investering i grunde og bygninger	-93	-243	-23
Investering i tekniske anlæg m.m.	-494	-203	-174
Investering i anlægsaktiver under udførelse	-131	-299	-218
Salg af materielle anlægsaktiver	86	151	93
Investeringer i andre værdipapirer og kapitalandele	0	-6	0
Køb af virksomhed	-3	0	-2853
Salg af virksomhed	0	729	222
Pengestrømme fra investeringer	-671	35	-3018
Frie pengestrømme	653	1099	-2027
Udbytte til aktionærer	-396	-184	-162
Udbytte til minoritetsaktionærer	0	0	-1
Investering i egne aktier	-484	-1024	-103
Finansiering fra aktionærer	-880	-1208	-266
Langfristet lånefinansiering, optagelse	522	300	1055
Langfristet lånefinansiering, afdrag	-113	-516	-7
Langfristet lånefinansiering, valutakursregulering	2	1	0
Pengestrømme fra finansiering	-469	-1423	782
Nettopengestrømme	184	-324	-1245
Likvider og kortfristede kreditinstitutter pr. 1.10.	-452	-128	1028
Likvider ved tilkøb af virksomhed	-25	0	89
Nettopengestrømme	184	-324	-1245
Likvider og kortfristede kreditinstitutter pr. 30.09.	-293	-452	-128
Likvider	194	273	149
Ikke udnyttede kredittilsagn	2493	2750	2510
Finansielle reserver 30.09	2687	3023	2659

Bilag 11

Reformuleret pengestrømsopgørelse

Reformuleret pengestrømsopgørelse (i mio. DKK)	2007/08	2006/07	2005/06
Pengestrømme fra driften jf. officiel opgørelse	1324	1064	991
Netto renteudbetalinger efter skat	20	123	173
Pengestrømme fra driften korrigeret	1344	1187	1164
Pengestrømme fra investering jf. officiel opgørelse	-671	35	-3018
Frit cash flow	673	1222	-1855
Egenkapitalfinansiering			
Udbytte	396	184	163
Køb af egne aktier	484	1024	103
Egenkapitalfinansiering i alt	880	1208	266
Gældfinansiering			
Langfristet lånefinansiering, optagelse	113	516	7
Langfristet lånefinansiering, afdrag	-2	-1	0
Langfristet lånefinansiering, valutakursregulering	-522	-300	-1055
Stigning i finansielle aktiver	184	-324	-1245
Netto renteudbetalinger efter skat	20	123	173
Gældfinansiering samlet	-207	14	-2121
Samlet finansierungsstrøm	673	1222	-1855

Bilag 14 Smith & Nephew regnskab 2007 og 2008

Resultatopgørelse		
(i mio. USD)	2008	2007
Nettoomsætning	3.801	3.369
Produktionsomkostninger	-1.077	-994
Bruttoresultat	2.724	2.375
Distributions- og administrationsomkostninger	-1.942	-1.740
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-152	-142
Driftsresultat (EBIT)	630	493
Finansielle indtægter	6	16
Finansielle udgifter	-72	-40
Resultat før skat	564	469
Skat af årets resultat	-187	-153
Årets resultat	377	316

Aktiver		
(i mio. USD)	2008	2007
Immaterielle anlægsaktiver	1.565	1.644
Materielle anlægsaktiver	725	742
Finansielle anlægsaktiver	233	156
Anlægsaktiver	2.523	2.542
Varebeholdninger	879	834
Tilgodehavender i alt	961	915
Likvide beholdninger	145	170
Omsætningsaktiver i alt	1.985	1.919
AKTIVER I ALT	4.508	4.461

Passiver		
(i mio. USD)	2008	2007
Egenkapital i alt	1.699	1.816
Gæld	1.358	36
Pension	350	184
Anden gæld	36	47
Hensættelser	51	33
Udskudt skat	46	57
Langfristede gældsforpligtelser	1.841	357
Gæld	115	1.442
Leverandørgæld	607	562
Hensættelser	54	80
Selskabsskat	192	204
Kortfristede gældsforpligtelser	968	2.288
Gældsforpligtelser i alt	2.809	2.645
PASSIVER I ALT	4.508	4.461

Bilag 13 Værdiansættelse med RI- og DDM-modellen

Proforma regnskabet ses ovenfor i bilag 12, og budgetforudsætningerne findes i afsnit 5.1 i opgaven.

Beregningen af ejernes afkastkrav er gennemgået i afsnit 5.3 i opgaven.

Værdiansættelse pr. 14. maj 2009 – RI-model

[illegible]**Værdiansættelse pr.14. maj 2009 – DDM-model**[illegible]

Bilag 12 Proforma regnskab

Omsætning i mio. DKK	07/08R	08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23T
Omsætning	8.463	8.807	9.166	9.611	10.117	10.711	11.340	12.007	12.715	13.466	14.201	14.855	15.450	16.068	16.550	17.046
Faste omkostninger		-3.523	-3.667	-3.844	-4.047	-4.284	-4.536	-4.803	-5.086	-5.386	-5.680	-5.942	-6.180	-6.427	-6.620	-6.818
Variable omkostninger		-3.699	-3.850	-4.037	-4.047	-4.284	-4.536	-4.563	-4.832	-5.117	-5.254	-5.496	-5.562	-5.784	-5.958	-6.137
EBITDA	1.649	1.585	1.650	1.730	2.023	2.142	2.268	2.642	2.797	2.962	3.266	3.417	3.708	3.856	3.972	4.091
Afskrivninger	-537	-370	-385	-404	-425	-450	-476	-504	-534	-404	-426	-446	-352	-366	-278	-286
Resultat af primær drift	1.112	1.215	1.265	1.326	1.599	1.692	1.792	2.137	2.263	2.559	2.840	2.971	3.356	3.490	3.694	3.805
Andre driftsindtægter	71	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsudgifter	-29	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	1.154	1.215	1.265	1.326	1.599	1.692	1.792	2.137	2.263	2.559	2.840	2.971	3.356	3.490	3.694	3.805
Finansielle indtægter	201	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle udgifter	-203	-188	-206	-217	-229	-241	-254	-268	-281	-294	-308	-321	-333	-345	-356	-367
Mininter.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat før skat	1.152	1.027	1.059	1.109	1.369	1.451	1.538	1.870	1.983	2.264	2.532	2.650	3.022	3.145	3.338	3.438
Skat af årets resultat	-277	-257	-265	-277	-342	-363	-384	-467	-496	-566	-633	-663	-756	-786	-834	-859
Resultat efter skat	875	770	794	832	1.027	1.088	1.153	1.402	1.487	1.698	1.899	1.988	2.267	2.359	2.503	2.578
Dividende	257	-305	691	676	818	823	870	1.078	1.140	1.311	1.516	1.668	1.973	2.051	2.291	2.360
Overført resultat	618	1.075	104	156	209	265	283	324	347	387	383	320	294	308	212	218

Aktiver i mio. DKK	07/08R	08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23T
Anlægsaktiver i alt	4.811	5.284	5.500	5.767	6.070	6.427	6.804	7.204	7.629	8.079	8.520	8.913	9.270	9.641	9.930	10.228
Varebeholdninger	1.224	1.585	1.650	1.730	1.821	1.928	2.041	2.161	2.289	2.424	2.556	2.674	2.781	2.892	2.979	3.068
Tilgodehavender	1.752	2.026	2.108	2.211	2.327	2.464	2.608	2.762	2.924	3.097	3.266	3.417	3.553	3.696	3.806	3.921
Likvider	194	132	137	144	152	161	170	180	191	202	213	223	232	241	248	256
Omsætningsaktiver i alt	3.170	3.743	3.896	4.085	4.300	4.552	4.820	5.103	5.404	5.723	6.035	6.314	6.566	6.829	7.034	7.245
Aktiver i alt	7.981	9.027	9.396	9.851	10.370	10.979	11.624	12.308	13.033	13.802	14.556	15.227	15.836	16.469	16.963	17.472

Passiver i mio. DKK	07/08R	08/09E	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23T
Egenkapital	2.290	3.365	3.469	3.625	3.834	4.100	4.383	4.706	5.054	5.441	5.824	6.143	6.437	6.745	6.957	7.175
Min.inter	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Hensættelser	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325
Rentebærende gæld	3.270	3.574	3.767	3.978	4.187	4.411	4.647	4.874	5.110	5.343	5.566	5.786	5.983	6.185	6.371	6.562
Ikke rentebærende gæld	2.095	1.761	1.833	1.922	2.023	2.142	2.268	2.401	2.543	2.693	2.840	2.971	3.090	3.214	3.310	3.409
Gæld i alt	5.690	5.335	5.601	5.900	6.210	6.553	6.915	7.275	7.653	8.036	8.406	8.757	9.073	9.398	9.680	9.971
Passiver i alt	7.981	9.027	9.396	9.851	10.370	10.979	11.624	12.308	13.033	13.802	14.556	15.227	15.836	16.469	16.963	17.472