

Coloplast A/S – en værdiansættelse

Kandidatafhandling CMA

Institut for Regnskab og Økonomi

Copenhagen Business School - 2010

Opgaveløser:

Christina Hjelm Poulsen

Jane Graversen

Vejleder:

Jesper Banghøj

Dato for aflevering:

3. juni 2010

Antal Anslag:

246.685

1 Synopsis

The purpose of this thesis for Master of Science in Business Economics and Auditing, is to give a financial statement analysis and valuation of Coloplast A/S as of 10.05.2010.

To determine the stock value, the internal and external factors that influence the line of business and the company have been analyzed. Combined with an analysis of the annual reports, the future development in Coloplast A/S has been estimated, and a stock value as of 10.05.2010 has been calculated based on assumptions derived from these analysis.

Coloplast A/S has been chosen, because we believe that the ongoing economic crisis have only minor impact on the medical devices markets and its players.

Coloplast operates in three major markets; ostomy, urology & continence and skin- and wound care, and is a market leader in ostomy and urology & continence. These 2 business areas account for approximately 80 % of the revenue.

One of Coloplast's major strengths is their ability to develop new products in a co-operation with the end users of their products.

The company has moved 85 % of the production to countries with lower wages than Denmark (Hungary, China and USA). This has been done in order to maintain and develop a competitive business. Furthermore, the company has increased their investments in research and development in order to reach their goal of being first movers.

Coloplast A/S operates in markets where the demographic developments are favourable considering their product portfolio, consequentially the expected market growth within the budget period is projected at 4-10 %.

The determined stock value and the estimates made, show that the stock value of Coloplast A/S is slightly underestimated, and that the company is beginning to achieve some of its financial goals as a result of the relocation of production to other lower-wages countries.

2 Indholdsfortegnelse

1	SYNOPSIS	2
2	INDHOLDSFORTEGNELSE	3
3	PROBLEMFORMULERING	5
3.1	INDLEDNING	5
3.2	RELEVANS	6
3.3	PROBLEMSTILLING	6
3.4	AFGRÆNSNING	7
3.5	MODEL OG METODEVALG	10
3.6	KILDEKRITIK	13
4	COLOPLAST	14
4.1	EN KORT BESKRIVELSE	14
4.2	DEFINITION AF MARKEDET	17
4.2.1	<i>Segmentopdeling</i>	17
4.2.2	<i>Branche</i>	18
5	STRATEGISK ANALYSE	20
5.1	EKSTERN ANALYSE	20
5.1.1	<i>PESTEL-analyse</i>	20
5.1.2	<i>Porters 5-forces</i>	34
5.2	INTERN ANALYSE	43
5.2.1	<i>Porters Værdikæde</i>	43
5.2.2	<i>Produkternes livscyklus</i>	51
5.2.3	<i>Analyse af Coloplasts strategi</i>	54
5.3	SWOT	60
6	REGNSKABSANALYSE	65
6.1	REFORMULERING AF ÅRSREGNSKAB	65
6.1.1	<i>Det klassiske årsregnskabs egnethed til analysebrug</i>	65
6.1.2	<i>Regnskabsmanipulation</i>	66
6.1.3	<i>Regnskabspraksis</i>	67
6.1.4	<i>Reformuleret årsregnskab</i>	67
6.1.5	<i>Delkonklusion</i>	76
6.2	RENTABILITETSANALYSE	77
6.2.1	<i>Beregne nøgletal</i>	78
6.3	TRENDANALYSE	87
6.3.1	<i>Beregne indekstal</i>	88
6.4	BENCHMARK ANALYSE	90
6.4.1	<i>Forudsætninger for common-size analyse</i>	91
6.4.2	<i>Common-size analyse</i>	92
6.5	DELKONKLUSION	98
7	BUDGET TIL ANALYSEBRUG	99
7.1	FORUDSÆTNINGER	99
7.1.1	<i>Omsætning</i>	99
7.1.2	<i>Omkostninger</i>	101
7.1.3	<i>Afskrivninger</i>	105

7.1.4	<i>Andet resultat</i>	105
7.1.5	<i>Nettorente</i>	106
7.1.6	<i>Aktivernes omsætningshastighed</i>	106
7.1.7	<i>Nettodividende</i>	106
7.1.8	<i>Overskudsgrad</i>	106
7.2	BUDGET	107
8	VÆRDIANSÆTTELSE	111
8.1	DIREKTE ELLER INDIREKTE METODE	113
8.2	KAPITALSTRUKTUR	113
8.3	KAPITALOMKOSTNINGER	114
8.3.1	<i>Forudsætninger</i>	114
8.3.2	<i>Beregning af kwacc</i>	116
8.4	VÆRDIANSÆTTELSE	116
8.4.1	<i>Residualindkomst-modellen (RID)</i>	117
8.4.2	<i>Det frie cash flow (FCF)</i>	118
8.4.3	<i>Dateringsproblematik</i>	118
8.4.4	<i>Kommentarer til den beregnede kursværdi</i>	119
8.5	FØLSOMHEDSANALYSE	121
8.5.1	<i>Omsætningsvækst</i>	122
8.5.2	<i>Omkostningsniveau</i>	122
8.5.3	<i>Ejerafkastkrav</i>	123
8.6	DELKONKLUSION	124
9	KONKLUSION	126
10	LITTERATURLISTE	133
10.1	BØGER	133
10.2	ÅRSRAPPORTER MED MERE	133
10.3	PUBLIKATIONER	134
10.4	HJEMMESIDER	134
10.5	KORRESPONDANCE	135
10.5.1	<i>Stomiforeningen Copa</i>	135
10.5.2	<i>Kontinensforeningen</i>	136
11	FORMLER TIL BEREGNING AF NØGLETAL	137

3 Problemformulering

3.1 Indledning

Aktiemarkedet er i høj grad styret af investorernes forventninger til selskaberne på markedet og mange faktorer, både internt i selskaberne og eksternt i samfundet og brancherne, påvirker investorernes forventninger. Det betyder at aktiekurserne er meget påvirkelige af udviklinger både internt og eksternt, og mange investorer mener derfor at det er attraktivt at placere sine penge på aktiemarkedet, frem for i en almindelig opsparing i et pengeinstitut eller lignende, da man kan opnå hurtige og store gevinster ved korrekt investering. Derudover giver det en vis frihed for investorer at investere i aktiemarkedet, idet de kan købe og sælge efter behov og formåen frem for at binde pengene i et bestemt selskab eller værdipapir over en aftalt tidsperiode.

Aktiemarkedet er dog ikke uden risiko, og det kan være svært for den enkelte investor at vurdere hvilke aktier der vil give et tilfredsstillende afkast, og derfor søger mange investorer råd og vejledning hos aktieanalytikere og andre eksperter i aktiemarkedet. Analytikernes vurdering af afkastmuligheden, og dermed aktiekursen er påvirket af de forudsætninger der lægges til grund for den enkelte vurdering og som investor skal man huske at disse forudsætninger ikke alle kommer fra konkluderede og bekræftede kilder, så risikoen ved at investere i aktier kan aldrig elimineres helt, uanset hvor dygtige analytikerne måtte være. Dertil kommer at en vurdering i et vist omfang altid vil bære præg af analytikernes individuelle tolkning af markedets udvikling og reaktion på forskellige situationer, samt eventuelle egne motiver og interesser i forbindelse med vurderingen af et bestemt selskab.

Denne kandidatafhandling vil, med udgangspunkt i et konkret produktionsselskab, Coloplast A/S, forsøge at belyse nogle af de overvejelser man som investor må gøre sig, før der foretages investering i et selskabs aktier. Disse overvejelser omfatter potentiel værdistigning og mulighed for fremtidig afkast, risiko for tab afhængig af selskabets branche, udviklingen i markedet og virksomhedstypen.

Afhandlingen forudsætter dermed at investorer allerede har overvejet muligheden for alternativ pengeplacering.

3.2 Relevans

Vi har valgt at skrive denne kandidatafhandling som en værdiansættelsesopgave da det er et spændende og relevant emne set i lyset af den økonomiske udvikling i samfundet de seneste år. Hele verden har de sidste par år været berørt af såvel økonomisk som finansiell krise, hvilket stadig påvirker erhvervslivet, særligt på ejendomsmarkedet og indenfor byggesektoren men også brancher med dyre forbrugsgoder er påvirket i særlig høj grad.

Medicobranschen som Coloplast befinder sig i karakteriseres som en defensiv branche idet branchens produkter i stort omfang må klassificeres som nødvendighedsvarer og behovet for produkterne dermed ikke forsvinder som følge af dårlig økonomi i samfundet. Som udgangspunkt er det dermed vor forventning at Coloplast ikke vil være påvirket af den økonomiske og finansielle krise rent omsætningsmæssigt, men selskabet kan selvfølgelig være indirekte påvirket.

Vi finder det relevant at se på om og hvordan de store organisatoriske ændringer foretaget hos Coloplast de seneste år og den deraf følgende presseomtale har påvirket Coloplasts aktiekurs, ved at give et bud på en værdiansættelse af Coloplast-aktien. Det er vor forventning at eventuelle krisemæssige påvirkninger, vil komme til udtryk i vor analyse og budgetlægning således at de indgår i den beregnede kursværdi

3.3 Problemstilling

Coloplasts ledelse har de seneste år foretaget en række strategiske og organisatoriske ændringer af virksomheden. Disse ændringer kombineret med udviklingen i branchen og på aktiemarkedet generelt har påvirket værdien af Coloplast aktien. Vi vil med denne afhandling derfor søge at belyse de forhold som investor skal tage i betragtning før han anbringer penge i Coloplast aktier, og forklare eventuelle afvigelser mellem den beregnede og den faktiske kursværdi.

Det vil vi gøre ved at komme med vores bud på:

- kursværdien af en Coloplast-aktie pr. 10.05.2010

Kursværdien vil vi underbygge med en værdiansættelse som tager udgangspunkt i:

En strategisk analyse af selskabet

- *Hvordan ser selskabets omverden ud?*
- *Hvordan ser det marked ud, som selskabet opererer på?*
- *Hvad er selskabets styrker og svagheder?*
- *Hvordan er selskabets muligheder for at opfylde den strategi der styres efter?*

En historisk regnskabsanalyse

- *Hvordan har selskabet historisk set klaret sig økonomisk?*

På baggrund af dette vil vi

- *Opstille et budget for selskabets forventede fremtidige økonomiske indtjening*
- *Beregne kapitalomkostninger på baggrund af den nuværende økonomiske situation*

Dette vil vi benytte til beregning af en kursværdi som vi vil

- *Sammenholde med Coloplast aktiens børskurs pr. 10.05.2010*
- *Søge at forklare eventuelle afvigelser mellem den beregnede og den faktiske værdi*

3.4 Afgrænsning

Der afgrænses fra, hvorledes Coloplast sikrer sig mod de store valutaudsving som den seneste tids udvikling i verdensøkonomien har betydet for især USD og GBP, som er nogle af de valutaer som Coloplast især opererer med. Det fremgår af årsrapporten at

koncernen kurssikrer alle væsentlige valutaer¹, men det er med det tilgængelige materiale, ikke muligt at afdække den fulde fremtidige effekt heraf. Ligeledes kan vi ikke vurdere hvorledes de fremtidige valutakurser vil udvikle sig da kurserne er påvirket af den måde hvorpå finanskrisen rammer de forskellige lande. Det vurderes dermed at vi ikke kan komme med et kvalificeret bud på hvorledes Coloplast er eksponeret for valutaudsving og den estimerede kursværdi vil dermed være påvirket af dette forhold.

En del af Coloplasts fremtidige strategiske udvikling er vækst gennem opkøb². Der afgrænses fra de synergieffekter og direkte påvirkninger som opkøb vil give. Det er ikke muligt at vurdere effekten af denne type dispositioner, hvorfor dette ikke vil blive afspejlet i den estimerede kursværdi som denne afhandling vil resultere i.

Der tages udgangspunkt i selskabets koncernregnskaber når der henvises til specifikke tal og udviklinger som kan læses heraf. Nøgletalsanalysen udarbejdes for 4 år, perioden 2005/06-2008/09, ligeledes på baggrund af koncernens årsrapporter. Denne analyse ligger til grund for udarbejdelse af det endelige budget, ligesom den historiske analyse vil bidrage til velbegrundede forudsætninger i forbindelse med budgettering. Der foretages ikke trendanalyser eller henvisninger til årene før 2005/06. Det vurderes, at 4 regnskabsperioder vil være tilstrækkeligt til at danne grundlag for de konklusioner som drages. Det vurderes derfor ikke at denne afgrænsning vil påvirke det endelige resultat.

Coloplast aktien værdiansættes pr. 10.05.2009, hvorfor der afgrænses fra oplysninger som er offentliggjort efter denne dato.

Afhandlingen afgrænses fra skattemæssige vurderinger af investeringer. Der benyttes alene danske beskatningsregler og satser ved beregning af den skattemæssige effekt i forbindelse med budgettering og beregninger.

De fleste og mest betydningsfulde konkurrenter til Coloplast er udenlandske selskaber, og meget få af disse er børsnoterede, og derfor har det været meget vanskeligt at finde

¹ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 10

² Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 13

årsrapporter på de konkurrerende selskaber. Det betyder at det ikke er muligt at foretage direkte sammenligning af de økonomiske resultater, herunder markedsandele mellem konkurrenterne og Coloplast. Det vurderes endvidere at en sammenligning med konkurrerende selskaber ville være vanskelig selvom årsrapporterne kunne fremskaffes idet de fleste konkurrenter ikke producerer de samme produkter som Coloplast, men som udgangspunkt kun er konkurrent på 1 af de 3 produktgrupper (Stomi, Urologi & Kontinens og Hud- & Sårpleje). I det omfang det har været muligt at finde årsrapporter, er disse benyttet til benchmark-analyser for at få et fingerpej om Coloplasts position i forhold til konkurrenterne. Det understreges dog at der ikke er mulighed for direkte sammenlignelighed selskaberne imellem.

På grund af de ovennævnte forhold kan mange af de oplysninger som er indsamlet og benyttet i afhandlingen være forholdsvis ensidige og i sidste ende være medvirkende til at påvirke den estimerede kursværdi i positiv retning. For at afhjælpe dette har vi i videst muligt omfang, forsøgt at få bekræftet oplysningerne fra andre kilder end selskaberne i branchen.

Coloplast har givet en række aktieoptioner til medarbejderne. Disse har en markedsværdi på 172 mio. kr.³. Da det ikke er muligt at vurdere hvorvidt de vil blive udnyttet eller ej, afgrænses der for behandling af disse i forbindelse med denne afhandling, og det påpeges at den estimerede kursværdi kan være påvirket heraf.

Flere steder i verden er der sundhedsreformer som har en stadig effekt på Coloplasts afsætning på de forskellige geografiske markeder. I det omfang effekten af fremtidige sundhedsreformer er estimeret og offentliggjort, vil den blive medtaget i budgettet.

Denne afhandling henvender sig til vejleder og censor i forbindelse med afslutning af cand.merc.aud. - studiet. I det omfang der anvendes fagterminologi forventes denne at være kendt af læser. De i analysen brugte modeller forudsættes ligeledes kendt af læser og vil derfor ikke blive forklaret nærmere.

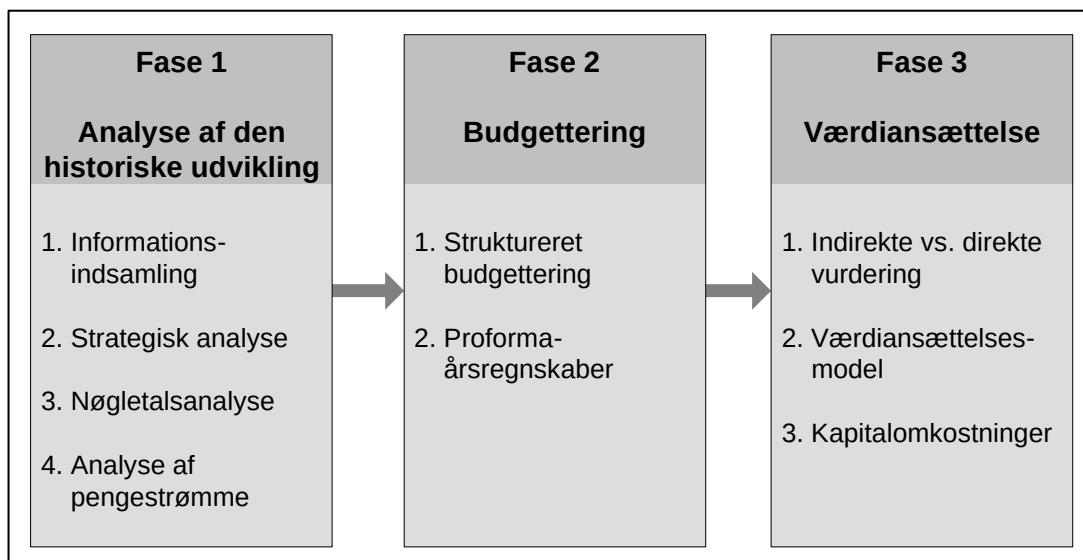
³ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 45

3.5 Model og metodevalg

Til besvarelse af problemformuleringen har vi valgt at opbygge nærværende afhandling over Elling og Sørensen's model for værdiansættelse. Dette valg begrundes med at denne model er opbygget i 3 faser som tilsammen understøtter og sammenkæder de aspekter som vi finder relevante i forbindelse med denne værdiansættelsesopgave. Modellen har den fordel at den meget simpelt giver et overblik over værdiansættelsens forskellige aspekter og samtidig kan benyttes som pejling for hvor i processen man befinder sig.

Som beskrevet i problemformuleringen søger vi at besvare vores problem ved hjælp af en strategisk analyse kombineret med en analyse af historiske nøgletal. (fase 1). Resultatet heraf benyttes til budgetlægning (fase 2), som endeligt benyttes til beregning af kursværdi på baggrund af beregnede kapitalomkostninger (fase 3).

Figur 1: Værdiansættelsesprocessen



Kilde: Elling og Sørensen s. 23

Fase 1

I fase 1 indsamles og analyseres informationer og der foretages en strategisk analyse af selskabet og dets nøgletal. Følgende modeller er valgt til at udarbejde den strategiske analyse; PESTEL-analyse, Porters 5-forces, Porters værdikæde, Produkternes Livscyklus (Boston Matrice) samt en analyse af selskabets strategi. Til sidst samles alle modellerne i en SWOT.

- PESTEL-analysen vurderes at give et godt billede af det samfund branchen befinder sig i, idet den omfatter de samfundsmæssige forhold som påvirker branchen (politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige).
- Porters 5-forces vurderes at give et godt billede af branchen, idet den omfatter de forhold som påvirker de selskaber som befinder sig i branchen (adgangsbarrierer, kundernes og leverandørernes styrkeforhold, substitutter samt konkurrenceintensitet).
- Porters Værdikæde vurderes at give et godt billede af selskabets interne forhold og de værdiskabende enheder som selskabet bør satse på (primære aktiviteter som for eksempel produktion, markedsføring, ind- og udgående logistik, og støtteaktiviteter som for eksempel personaleledelse samt forskning og udvikling).
- Produkternes Livscyklus vurderes at give et godt billede af selskabets produkter og hvor produkterne befinder sig i forhold til fremtidige indtjeningsmuligheder.
- Analyse af selskabets strategi vurderes at give et godt billede af de målsætninger som selskabet styrer efter, samt en indikation af hvorvidt de opfylder dem eller ej.
- SWOT analysen vurderes at give et godt overblik over de muligheder og trusler som selskabet er påvirket af udefra og selskabets stærke og svage sider.

De valgte modeller vurderes samlet set at belyse alle de sider som er attraktive for investor (kap. 5).

Nærværende afhandling er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, hvilket af konkurrencemæssige hensyn kun giver et begrænset indblik i de interne anliggender som

findes i selskabet. Det har derfor været vanskeligt at fremskaffe al nødvendigt information til brug for den interne analyse af selskabet. Det vurderes dog at den interne analyse er nødvendig for at give et retvisende billede af selskabets fremtidige værdiskabelse, hvorfor den er medtaget kritikken til trods.

Der foretages ydermere en rentabilitetsanalyse med udgangspunkt i Dupont-pyramidens dekomponering af afkastningsgraden (afsnit 6.2) på baggrund af historiske regnskabstal, som reformuleres til brug for analysen (afsnit 6.1), en trendanalyse af de reformulerede tal (afsnit 6.3) samt benchmark-analyser mellem forskellige selskaber (afsnit 6.4).

I forbindelse med de beregnede nøgletal er der for hvert nøgletal givet et tal eksempel på beregningen af nøgletallet for den seneste regnskabsperiode (2008/09), således læser kan udlede de tal fra de reformulerede opgørelser som indgår i de beregnede nøgletal.

Fase 2

I denne fase budgetteres selskabets fremtidige forventede økonomiske indtjening, på baggrund af historiske tal, samt de i den strategiske analyse identificerede forventninger (kap. 7). Der er altid en vis usikkerhed behæftet ved fremtidig budgettering af selskabers indtjening, og jo længere budgetperioden er, jo større er denne usikkerhed. Det vurderes derfor ikke hensigtsmæssigt at budgettere længere end 5 år.

Fase 3

Der foretages en værdiansættelse af Coloplast efter Residual-indkomstmodellen (RID) og det Frie Cash-flow modellen (FCF) (afsnit 8.4). Ydermere foretages en følsomhedsanalyse for at se hvor påvirkelig Coloplast er for ændringer i de budgetterede resultater (afsnit 8.5).

Delkonklusioner efter de enkelte kapitler er udarbejdet i det omfang det vurderes hensigtsmæssigt og relevant.

Analysen afsluttes med en konklusion på problemformuleringen (kap. 9).

3.6 Kildekritik

En del af de oplysninger som er indhentet til brug for denne afhandling, stammer fra Coloplasts årsrapporter for årene 2005/06 - 2008/09, samt Coloplasts egne præsentationer med mere fra hjemmesiden: www.coloplast.dk. Årsrapporterne er underlagt revisionspligt, og revideret af et anerkendt revisionsfirma, hvorfor det vurderes at oplysningerne taget herfra er pålidelige og relevante. Der er dog ingen garanti for at der ikke kan være udeladt oplysninger som er mindre gunstige for selskabet eller som af konkurrencemæssige hensyn ikke ønskes offentliggjorte. Oplysninger fra hjemmesiden kan endvidere fremstå positivt for selskabet.

Det har ikke umiddelbart været muligt at finde analyser omkring Coloplast A/S. Dette skyldes primært at de tilgængelige data hos de fleste analysebureauer, banker, investeringsselskaber og lignende kun er tilgængelige mod betaling. Dette er medvirkende til at forstærke den noget ensidige informationsstrøm. Dette er dog forsøgt afhjulpet ved at tage mange af vores oplysninger fra Børsen og Berlingske der anses som uafhængige nyhedsformidlere.

Teorien som er benyttet i afhandlingen vurderes at være pålidelig idet den er bekræftet i anerkendte danske og udenlandske lærebøger.

Oplysninger fra diverse hjemmesider, aviser, med mere vurderes for pålidelige da de stammer fra uafhængige kilder. For så vidt angår oplysninger fra hjemmesider som vedrører medicobranschen, såsom hjemmesider for selskaber i branchen og patientforeninger, kan disse være påvirket i såvel positiv som negativ retning, som følge af samarbejde med eller konkurrence fra Coloplast. Der anlægges derfor et kritisk syn på oplysninger herfra og de forsøges i videst muligt omfang bekræftet af flere kilder.

4 Coloplast

4.1 En kort beskrivelse⁴

*”Coloplast er verdens førende leverandør af hjælpemidler og service inden for intim sundhedspleje. Koncernen har opnået sin position ved at lytte til brugerne og forstå deres særlige behov. Gennem mere end 50 år har Coloplast således udviklet og markedsført innovative produkter, der gør livet lettere for mennesker med yderst private og personlige lidelser.”*⁵

I 1950’erne fik sygeplejersken Elise Sørensen en god idé og kontaktede Aage Louis-Hansen, ejer af Dansk Plastik Emballage. Ideen gik i al sin enkelhed ud på at producere en plasticpose som var påført et klæbemiddel og dermed kunne sættes direkte på en stomi. Dette var begyndelsen til Coloplast som blev grundlagt i 1975, denne første stomipose blev hurtigt en succes, og virksomheden Coloplast er i dag vokset til et børsnoteret foretagende med en omsætning i 2008/09 på 8,8 mia. kr., mere end 7.350 medarbejdere og fabrikker i både USA, Ungarn, Kina og Danmark⁶.

Salget af Coloplasts produkter foregår primært i Europa som står for 76 % af koncernomsætningen i 2008/09⁷, hvor Tyskland er det største marked⁸. 16 % af koncernomsætningen kommer fra Nord- og Sydamerika mens resten af verden bidrager med 8 %. Med datterselskaber og forhandlere over hele verden er Coloplast en førende leverandør til hospitaler og institutioner, ligesom der også leveres til grossister og detailforretninger, og på enkelte markeder leveres endda direkte til slutbrugerne. Hvordan produkterne afsættes på de forskellige markeder afhænger af hvilket sundhedssystem det pågældende marked har, herunder hvilke tilskudsregler der eventuelt måtte være for slutbrugerne.

⁴ www.Coloplast.dk og Coloplast A/S årsrapport 2007/08 og 2008/09

⁵ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 4

⁶ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 2

⁷ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 6

⁸ www.borsen.dk, “Coloplast-chef: Lønsmomheden er for lav”, Jens Nymark, 14.8.2009. Ifl. artiklen er Tyskland det næststørste marked efter USA

Selskabet har 3 produktgrupper:

- Stomi:

Der findes tre former for Stomi⁹:

- Urostomi som typisk anlægges hos personer som har fået fjernet blæren som følge af blærekræft.
- Ileostomi som anlægges ved sygdomme i tyndtarmen.
- Kolostomi som anlægges ved sygdomme i tyktarmen.

Stomi-produkter består af forskellige typer af engangsstomiposer udformet til de forskellige former for stomi så alle stomiopererede kan finde et produkt hos Coloplast de kan bruge. De fleste stomiposer klæbes direkte på huden.

- Urologi & Kontinens:

Urologi-produkter benyttes ved kirurgiske indgreb i nyrer, urinveje og mandlige kønsorganer og omfatter permanente katetre og skyllekatetre samt skylleposer. Kontinens-produkter omfatter katetre, uridomer, urinposer med mere til brug ved vandafladnings og afføringsproblemer.

- Hud- & Sårpleje:

Hudpleje-produkterne er udviklet specielt til stomi- og inkontinenspleje og består af en række produkter til pleje af sart hud.

Sårpleje-produkterne omfatter hovedsageligt bandager som er udviklet til at fremme sårheling.

En af grundene til Coloplasts store succes er det tætte samarbejde mellem Coloplast som producerer produkterne og brugerne. Det være sig såvel slutbrugeren som det professionelle plejepersonale på sygehuse og institutioner.

⁹ www.netdoktor.dk

Alt i alt kan Coloplasts strategi og virksomhedskultur sammenfattes i deres mission som lyder:

”At gøre livet lettere for mennesker med behov inden for intim sundhedspleje

Som de uddyber med:

”Behov” er det vigtigste ord i vores mission. At reagere på vores kunders behov er det, der driver Coloplast.

Brugerne af vores produkter har lidelser, der er meget private og personlige, og som ofte er forbundet med traumer og tabu. Jo mere intim lidelsen er, jo vigtigere er det for os at forstå brugernes daglige udfordringer, så vi kan udvikle løsninger, der opfylder deres behov.

Vores produkter og den måde, vi driver forretning på, gør livet lettere for brugerne og de mennesker, der hjælper dem. At gøre livet lettere er ikke blot en klar fordel for vores kunder. Det er et ærligt, realistisk og vigtigt mål for os selv - et løfte vi ved, vi kan holde.”¹⁰

Coloplast foretager endvidere kontraktproduktion af Compeed plastre for Johnson & Johnson. Compeed er et sårhelingsplaster som Coloplast har udviklet (blev oprindeligt kendt som ”vabel-plaster”), og efterfølgende solgt til Johnson & Johnson, men forestår stadig selve produktionen. Kontrakten om produktion af Compeed med Johnson & Johnson er i 2008 blevet fornyet for en 5-årig periode¹¹.

¹⁰ www.coloplast.dk

¹¹ www.gale.cengage.com, Business & company resource center, ”Coloplast renews Compeed contract production agreement”, Business news, marts 2008

4.2 Definition af markedet¹²

4.2.1 Segmentopdeling

Markeder kan opgøres på forskellige måder og det er ofte relevant at operere med flere markeder opdelt efter forskellige kriterier afhængig af virksomhedstype. Coloplast opererer netop med flere forskellige markedsopdelinger til brug for analyser og beskrivelse af trends og markedsandele.

Som nævnt har Coloplast tre produktgrupper. Selvom alle produktgrupperne henvender sig til brugere som har særlige behov, er produkterne indenfor de tre grupper forskellige og de tre produktgrupper behandles derfor som tre forskellige markeder i denne afhandling.

Markederne kan ligeledes opdeles i geografiske regioner og Coloplast benytter selv en opdeling på tre regioner i deres årsrapport, Europa, Amerika og øvrige. Denne opdeling foretages af strategiske grunde, idet sundhedssystemerne i de forskellige regioner ikke er lige udviklede, og der dermed ikke ydes samme grad af statsstøtte til produkterne. I budgetmæssig sammenhæng vurderes der ikke at være behov for en sådan opdeling, da størstedelen af omsætningen stammer fra Europa og Amerika, tilsammen ca. 94 %, mens kun 6 % stammer fra den øvrige verden. Da væksten i Europa og Amerika endvidere er på samme niveau historisk set, vurderes det at de udsving som en manglende opdeling på regioner eventuelt ville have på det samlede resultat, er uvæsentlige. I det omfang en opdeling på regioner er relevant i forhold til den strategiske analyse, vil dette dog blive foretaget.

Markederne for Coloplasts produkter er delvist påvirket af offentlige tilskud og dermed afhængige af de forskellige landes sundhedssystemer. Nedenfor beskrives de forskellige markeders indflydelse på den samlede omsætning.

- Stomi

Coloplast er verdens førende producent af stomiprodukter¹³. Dette marked vokser 4-5

¹² www.Coloplast.dk og Coloplast A/S årsrapport 2007/08 og 2008/09

% om året i takt med at der etableres sundhedssystemer. Coloplasts markedsandel ligger på 35-40 % og denne produktgruppe bidrager med 41 % af Coloplasts samlede koncernomsætning (2008/09)¹⁴. I Danmark er der ca. 11.000 mennesker med stomi¹⁵.

- **Urologi & Kontinens**

På dette marked er Coloplast markedsleder i USA og førende i Europa¹⁶. Markedet vokser med 7-9 % om året og Coloplasts markedsandel ligger på 5-10 % for Urologi og 30-35 % for Kontinens. Markedet bidrager med 42 % af Coloplasts samlede koncernomsætning (2008/09)¹⁷. Coloplast styrkede i 2006 sin position på dette marked ved opkøbet af amerikanske Mentor Corporations Urologiforretning.

- **Hud- & Sårpleje**

Dette marked er præget af hård konkurrence og Coloplast er globalt den fjerde største producent¹⁸, med en markedsandel på 5-10 %. Markedet vokser med 5-7 % om året og bidrager med 17 % af Coloplasts samlede koncernomsætning (2008/09).

Coloplast har endvidere flere kunde-typer idet det sjældent er den egentlige bruger af produkterne som også er den der køber og betaler produkterne, mere herom i afsnit 5.1.2.2. Opdeling efter kunde-typer vurderes dog ikke egnet som grundlag for opdeling i markeder, da der ikke er informationer om hvor meget der afsættes til de forskellige kunde-typer.

4.2.2 Branche

Coloplast operer i medicobranschen, som omfatter virksomheder, der udvikler, producerer og sælger medicinsk udstyr. Medicinsk udstyr som er omfattet af medicobranschen er

¹³ www.coloplast.dk, Investor-materiale brugt ved Capital Market Day 2009, "Towards our full potential", s. 5, og www.washingtontimesglobal.com, "Healthy designs: Coloplast brings subtlety and style healthcare"

¹⁴ Coloplast A/S årsrapport 2008/09

¹⁵ www.netdokter.dk/stomi

¹⁶ www.coloplast.dk, Investor-materiale brugt ved Capital Market Day 2009, "Towards our full potential", s. 5

¹⁷ Coloplast A/S årsrapport 2008/09

¹⁸ www.coloplast.dk, Investor-materiale brugt ved Capital Market Day 2009, "Towards our full potential", s. 5

eksempelvis pacemakere, røntgenapparater, CT-scannere, produkter til minimalkirurgi for eksempel ballonkatetre til udvidelse af blodårer, sårplejeprodukter, øjenkontaktlinser, hofte-, knæ- og brystimplantater, dentaludstyr samt engangsprodukter som sugekatetre og urinposer. Hertil kommer hjælpemidler som kørestole, rollatorer, stomiposer med mere, samt udstyr, som bruges til at diagnosticere sygdomme med som for eksempel HIV-tests, graviditetstest og lignende¹⁹.

Medicobranschen omfatter således mange selskaber som producerer og sælger produkter der ikke er i konkurrence med Coloplast. Det vurderes imidlertid at udviklingen i den samlede medicobranche svarer til udviklingen på de enkelte markeder som Coloplast opererer på.

Branchen kan karakteriseres som oligopol, med få store og et par mindre udbydere²⁰.

På baggrund af ovenstående vil den følgende analyse tage udgangspunkt i et marked, med flere udbudsmuligheder.

¹⁹ www.medicoindustry.dk

²⁰ Coloplast A/S årsrapport 2003/04, s. 6

5 Strategisk analyse

I dette kapitel foretages en strategisk analyse af Coloplast. Gennem analysen afdækkes de grundlæggende spørgsmål om Coloplast og det marked Coloplast opererer på, for på den måde at opnå en bedre forståelse for selskabet. Analysen opdeles i en ekstern og en intern analyse, hvor den eksterne analyse omfatter faktorer eksternt for selskabet, herunder branchen og forhold selskabet ikke har indflydelse på, og den interne analyse omfatter interne faktorer, herunder egen vækst og udvikling.

5.1 Ekstern analyse

5.1.1 PESTEL-analyse

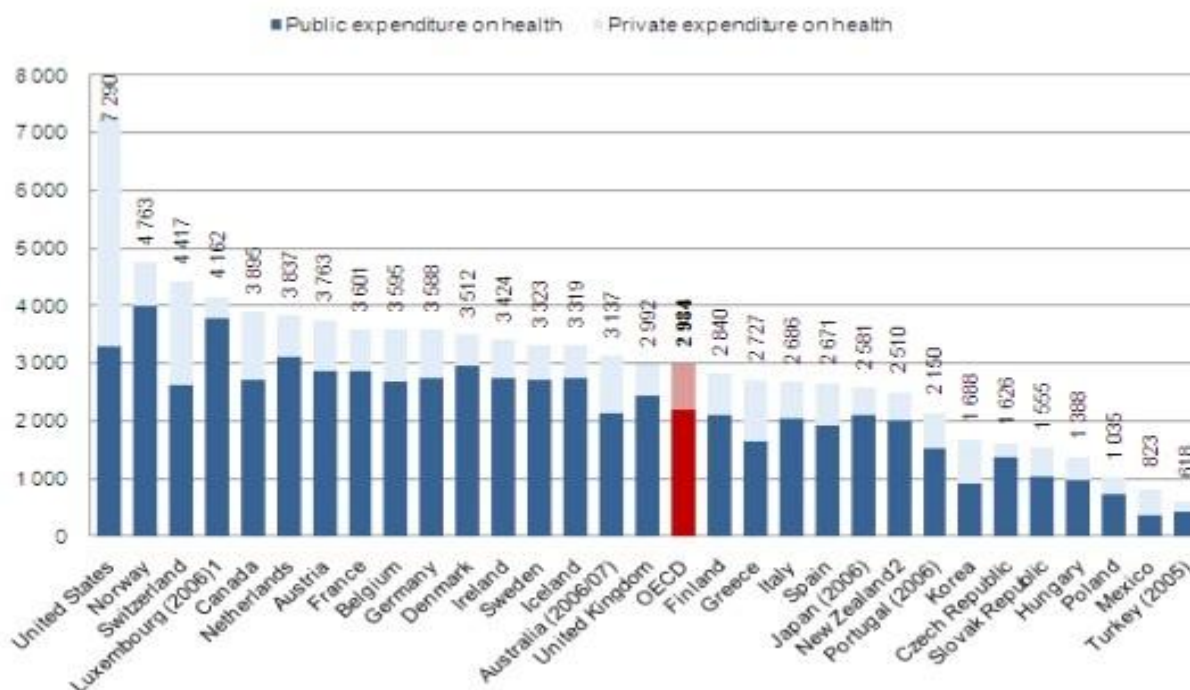
Der udarbejdes en omverdensanalyse ved hjælp af PESTEL-modellen med henblik på at identificere og vurdere de samfundsmæssige forhold for medicobranschen, herunder politiske, økonomiske og demografiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold.

5.1.1.1 Politiske faktorer

Som tidligere nævnt har de forskellige geografiske markeders sundhedssystemer stor betydning for afsætningen på de forskellige markeder. For Coloplast påvirker dette hovedsageligt Stomi og Urologi & Kontinens produkterne, idet disse produkter sælges med tilskud på de fleste markeder således at slutbrugeren holdes helt eller delvist omkostningsfri. Alt andet lige vil der være en sammenhæng mellem selskabernes afsætning og de enkelte markeders tilskudsregler, således at jo højere offentligt tilskud, jo større afsætningsmuligheder på markedet for Coloplast og andre medicoselskaber, da afsætningen således i mindre grad er afhængig af patienternes indkomst.

Nedenfor ses en graf over fordelingen mellem de private og de offentlige udgifter til sundhedssektoren i 2007 i OECD-landene.

Figur 2: Totale sundhedsudgifter pr. indbygger 2007, fordelt på offentlige og private finansieringskilder



Kilde: OECD Health Data 2009

Som det fremgår af grafen, ligger gennemsnittet for OECD-landenes fordeling mellem de private og de offentlige udgifter til sundhedssektoren i 2007 på ca. 70 % ²¹ offentlig finansiering mens Danmark ligger på ca. 83 % ²². Det er disse udgifter som selskaberne i branchen konkurrerer om, idet det som nævnt typisk er det offentlige som betaler for produkterne.

Som det endvidere ses er de amerikanske sundhedsudgifter fordelt med en overvægt af privatfinansiering i forhold til den offentlige andel. Dette har betydet at der for mange amerikanere ikke har været adgang til behandling og hjælpemidler, idet mange fattige amerikanere ikke har haft råd til at tegne en privat sygeforsikring og dermed ikke har kunnet modtage hjælp i tilfælde af sygdom. I marts 2010 vedtog den amerikanske kongres dog en ny sundhedsreform, hvormed mere end 30 millioner amerikanere som ikke tidligere har været omfattet af sygesikring, nu får mulighed for at bliver sikret, og dermed opnår

²¹ Offentlig andel på 2.100 kr. pr. indbygger ud af samlet set omkostninger for 3.000 kr. pr indbygger

²² Offentlig andel på 2.900 kr. pr. indbygger ud af samlet set omkostninger for 3.500 kr. pr indbygger

mulighed for at modtage behandling²³. Dette vil være medvirkende til at øge markedet i USA, hvormed selskaber i branchen kan øge afsætningen.

Analytikere giver imidlertid udtryk for at sundhedsreformen i begyndelsen ikke vil have den store indvirkning på omsætningen for medicoselskaber som Coloplast. Dette begrundes med at priserne samtidig vil blive presset helt i bund for at opnå markedsandele, og der således først over en årrække vil kunne læses en svag positiv effekt af den amerikanske sundhedsreform i medicoselskabernes resultater²⁴. Denne virkning vil blive indarbejdet i budgettet i kapitel 7, således at vi forventer en mindre vækst i omsætningen fra 2012/13 og frem.

Også i England er der indenfor det seneste år blevet vedtaget en ny sundhedsreform. I modsætningen til den amerikanske sundhedsreform, vil den britiske sundhedsreform få en negativ indvirkning på Coloplast, da resultatet af reformen blandt andet betyder, at det offentlige tilskud til katedre og kontinens- og stomiprodukter vil blive reduceret med 2 %. Coloplast adm. direktør Lars Rasmussen vurderer at; *"de 3-4 mio. pund, som sundhedsreformen vil hævle af Coloplasts driftsindtjening om året, først vil ramme fuldt i 2011, mens påvirkningen i 2010 vil være på det halve."*²⁵. Denne virkning vil ligeledes blive indarbejdet i budgettet i kapitel 7.

Da mange sundhedssystemer som nævnt giver tilskud til produkterne betyder det at der ikke altid er valgfrihed for forbrugeren. Dette kan skyldes at sundhedssystemet konsekvent køber de billigste produkter uden at tage hensyn til forbrugers ønske, eller at et sundhedssystem har indgået en aftale med en specifik leverandør som så leverer til alle patienter.

5.1.1.2 Økonomiske faktorer

Der vurderes ikke at være nogen egentlig sammenhæng mellem konjunkturudsving og salget af produkter idet Coloplasts produkter og de øvrige produkter under

²³ www.avisen.dk, "Amerikansk sundhedsreform stemt igennem", Kathrine Bahl Petersen og Jonas Sahl, 24.12.09

²⁴ www.news.dk, "Jyske Bank: Sundhedsreform har neutral effekt for Coloplast", Netposten, 23.3.10

²⁵ www.business.dk, "Sundhedsreform får lille effekt for coloplast", 2.4.09

medicobranschen er nødvendige hjælpe- og plejemidler som endvidere ofte sælges med tilskud fra det offentlige. Dette underbygges af Eksportrådet, som er hjemmehørende under Udenrigsministeriet, og som har følgende vurdering af medicobranschen:

*"Sundhedssektoren vurderes generelt at være blandt de mindst konjunkturfølsomme sektorer, og den har hidtil kun mærket lidt til den finansielle krise i forhold til andre dele af dansk erhvervsliv. Denne tendens forventes at fortsætte på kort og mellemlangt sigt. Flere store virksomheder forventes at udnytte den aktuelle krise til at styrke deres forretningsgrundlag og markedspositioner i udlandet."*²⁶

"Når man står i en situation, hvor hele verdenen tilsyneladende er ved at falde fra hinanden, så er aktier på sundhedsområdet jo en relativ sikker havn. Folk holder jo ikke op med at bruge stomiposer eller katetre, bare fordi de taber penge," siger Martin Parkhøi, analytiker hos Danske Markets.²⁷

For politikerne i de fleste vestlige lande er det dog et problem at der generelt set bliver flere og flere ældre med øget forekomst af livsstilssygdomme samtidig med at der bliver færre skatteydere til at finansiere ordningerne. Det betyder at producenterne kan opleve et pres på prisen, hvilket betyder at de må være mere omkostningsbevidste for at klare sig konkurrencemæssigt²⁸.

For at spare penge har man endvidere set en tendens til, at produkter som egentlig var tiltænkt engangsbrug bliver genanvendt i hospitalssektoren. Dette er medvirkende til at øge antallet af infektionssygdomme på sygehusene og kan ligeledes påføre patienter livstruende sygdomme som smitsom leverbetændelse og HIV, en påstand som understøttes af Eucomed²⁹. Denne udvikling betyder at samfundet muligvis kan spare penge på indkøb af medicinske produkter på kort sigt, men på lang sigt bliver der tale om betydelige ekstraomkostninger til behandling af de sygdomme som genanvendelsen medfører. Ifølge Eucomed løber det årligt op i mere end 11 milliarder EURO at behandle disse infektionssygdomme. Hvis producenter af medicinsk udstyr kan dokumentere at

²⁶ www.um.dk, Eksportrådgivning

²⁷ www.Borsen.dk, "Ugens aktie: Coloplast i C20 efter turbulent år", Jette Aagaard, 28.11.2008

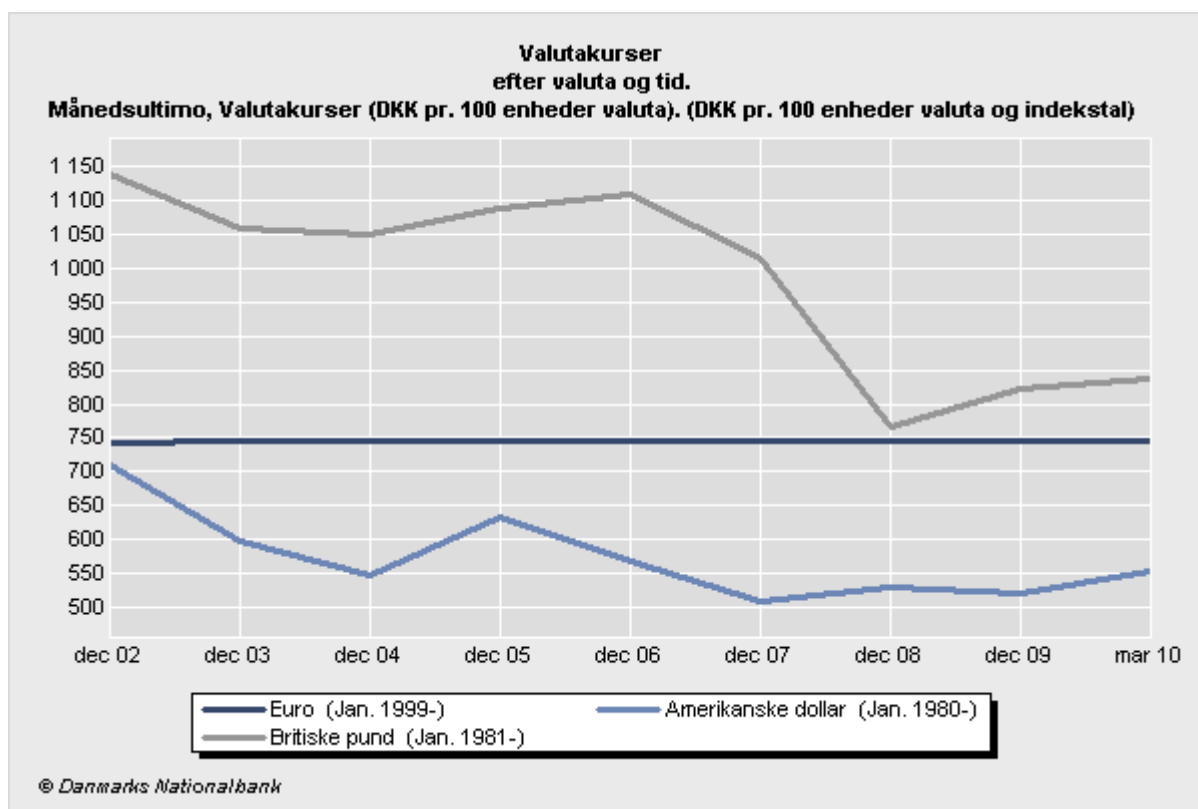
²⁸ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 6

²⁹ www.eucomed.org/press/backgrounder "reuse of single use devices"

disse omkostninger kan nedbringes ved kun at benytte produkterne en gang, som tiltænkt, kan det betyde en ikke ubetydelig meromsætning for producenterne.

Udviklingen i valutakurser kan have stor betydning for de enkelte selskaber i branchen, alt efter hvilket land de opererer i. For selskaber som er hjemmehørende i Europa, kan udviklingen i USD og GBP betyde en markant nedgang i omsætningen når denne omregnes til lokalvaluta. Det skyldes at disse 2 valutaer har været stærkt reduceret i forhold til EURO (som DKK som bekendt lægger sig op ad) over den sidste årrække, se nedenstående graf.

Figur 3: Valutakursudvikling USD, GBP og EUR i årene 2002-2010



Kilde: Danmarks Nationalbank, Statistikbank

Effekten af valutakursudviklingen kan reduceres ved hjælp af sikringsinstrumenter som valutaterminskontrakter, hvilket Coloplast blandt andet benytter sig af for at reducere væsentlige valutarisici³⁰.

³⁰ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 50

Da prisen på produkterne som nævnt er et vigtigt konkurrenceparameter, betyder det endvidere at ændringer i valutakurser i de enkelte lande kan have stor betydning for valg af henholdsvis leverandør fra kundernes side og markeder fra leverandørernes side. Vælger kunden en leverandør fra et land med en meget svingende valuta risikerer man at udsætte sig for unødige valutakursrisici. Denne risiko kan naturligvis minimeres ved hjælp af sikringsinstrumenter, eller man kan kræve at leverandøren fakturerer i det pågældende lands valuta eller en anden valuta som vurderes stabil. På den måde er det dermed branchen i form af de enkelte leverandører som pådrages risikoen, og leverandørerne skal således vurdere om det enkelte marked er den risiko værd.

Produktionsselskaberne i branchen er desuden påvirket af almindelige samfundsmæssige forhold som arbejdsløshed, der øger eller mindsker muligheden for at skaffe arbejdskraft og desuden påvirker lønniveauet. Derudover påvirker renteniveauet i det omfang selskaberne har behov for at låne penge. Disse faktorer påvirker dog ikke branchen i højere grad end øvrige produktionsbrancher.

Den økonomiske udvikling som vi har set det i de foregående år, påvirker investorenes risikovillighed, hvilket har betydning for aktørernes mulighed for vækst gennem opkøb, hvis de ikke selv har den nødvendige kapital til rådighed.

5.1.1.3 Sociokulturelle faktorer

Sociale relationer og folks behov for at realisere sig selv og være fri til at vælge den livsstil man ønsker spiller ind på branchen. Det at have en stomi eller et kateter er en følsom og privat gene, men de hjælpemidler der er på markedet er efterhånden så fleksible og veludviklede så det ikke behøver at være en hindring for at leve et aktivt og spændende liv. Eksempelvis findes der i dag hjælpemidler som kan benyttes, uden at man behøver være i nærheden af rent vand. Som følge af forbrugernes behov er det vigtigt at selskaberne i branchen hele tiden fornyer sig, således de kan leve op til de krav forbrugerne stiller, uanset om forbrugerne ønsker at bestige bjerge, rejse verden rundt, eller blot leve et stille og roligt liv.

At have en stomi eller et kateter har tidligere været et meget tabu-belagt område, idet der som sagt er tale om en meget privat lidelse. Dette er dog ikke længere tilfældet i så høj grad som tidligere, og holdningen bliver mere og mere at en sådan gene ikke bør være nogen hindring for at leve det liv man ønsker sig. Dog er der fortsat tale om en privat lidelse og patienterne ønsker derfor ofte ikke at tale om deres egne problemer men deltager gerne i den generelle debat på området.

Kontinensforeningen har i 2009 fået lavet en rapport³¹ "Inkontinens-rapport" i samarbejde med KOMPAS, hvor de har spurgt 1.315 personer³² med vandladningsproblemer om de har talt med deres læge, om de har oplevet gener på grund af problemet, om de har ændret livsstil med mere. Ifølge rapporten har kun ca. 40 % talt med deres læge om problemet, de resterende 60 % ønsker ikke at gøre et problem ud af det og de tror heller ikke lægen kan hjælpe. Ca. 33 % taler slet ikke med nogen om deres problemer.

Ydermere er der ca. 25 % som skammer sig over problemet og næsten 50 % er bange for at komme til at lugte mens ca. 30 % mener at deres privatliv har ændret sig. Rapporten er altså med til at understøtte den påstand at der stadig er tale om et tabu-belagt område, og at ikke alle får den hjælp de har behov for.

Den demografiske udvikling har betydning for branchen idet levealderen forlænges og antallet af mennesker med livsstilssygdomme forøges. Dette understøttes af Coloplasts konkurrent på Hud- og Sårpleje markedet, Smith & Nephew, som i deres årsrapport for 2008 nævner at nye I-lande ligeledes er med til at fremme efterspørgslen i deres bestræbelser på at blive som den vestlige verden³³. *"I lande som Kina og Indien er der stor fokus på sundhed og velfungerende lokale sundhedssystemer er efterhånden blevet etableret. Udviklingen af velfærdssygdomme på grund af vestlig levevis er ligeledes stærkt stigende i disse lande – hvilket også skaber stort potentiale for nogle af de danske sundhedsvirksomheder"*.³⁴

³¹ www.kontinens.dk

³² Det skal nævnes at blandt respondenterne er 70 % kvinder, hvilket hænger naturligt sammen med at kvinder får svag bækkenbund og dermed kan opleve problemer med continens i forbindelse med graviditet og fødsel. En gene som kan vare resten af livet hvis ikke de får trænet bækkenbunden ordentligt op igen.

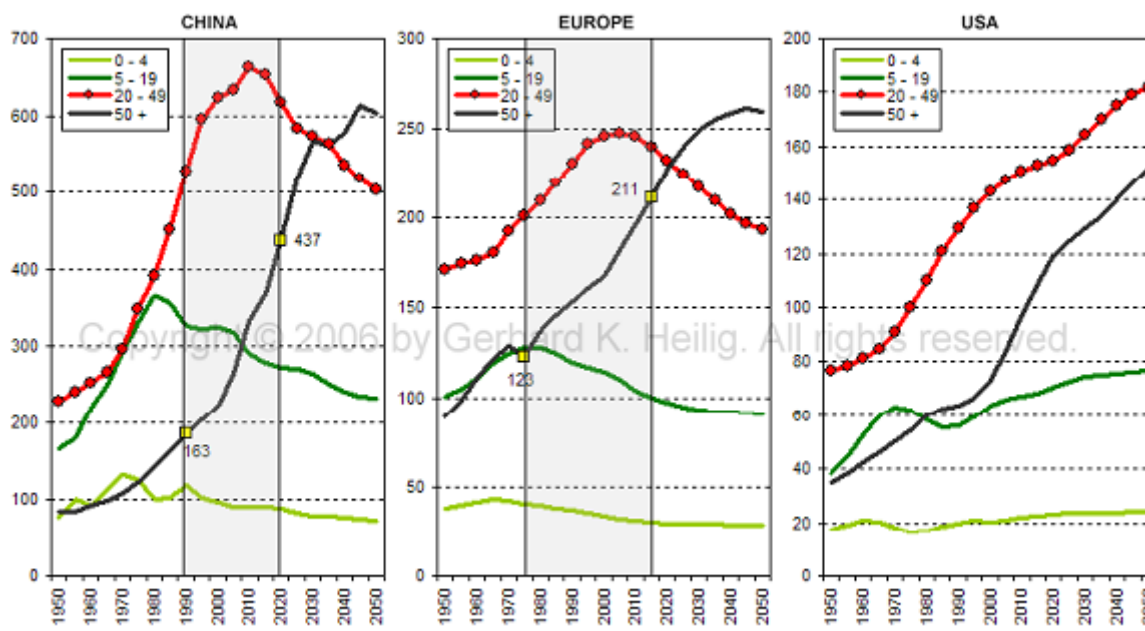
³³ Smith & Nephew årsrapport 2008, s. 20

³⁴ www.um.dk, Eksportrådgivning

Den demografiske udvikling giver dermed gunstige vilkår for at der skabes en øget efterspørgsel for Coloplasts produkter hvilket er med til at øge markedsvæksten generelt. Ifølge Coloplast er der på nuværende tidspunkt en markedsvækst på ca. 4-9 %.³⁵

Coloplast mener desuden at den nuværende demografiske udvikling er positiv i forhold til selskabets fremtidige udvikling. Segmentet over 50 år øges som følge af at folk lever længere. Coloplasts største segment er personer mellem 20 og 49 år, og dette segment forventes at falde på visse markeder, men ikke i en grad der vil være kritisk for selskabet. Denne udvikling fremgår af følgende grafer udarbejdet af Coloplast.

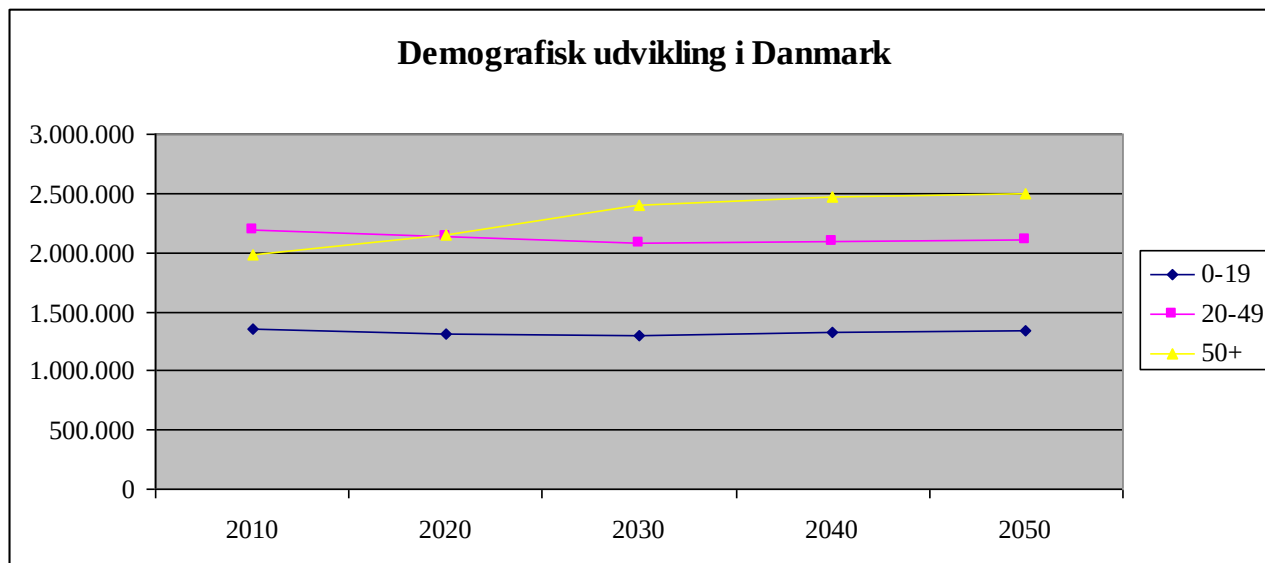
Figur 4: Demografisk udvikling i årene 1950 – 2050 i Kina, Europa og USA



Kilde: Coloplast.dk, Investor-materiale brugt ved Capital Market Day 2009, "Towards our full potential", s. 28

Udviklingen understøttes af Danmarks Statistik som i deres fremskrivning af den danske befolkning, forventer at segmentet 50 + vil være stigende over de næste 40 år, mens segmentet på de 20-49-årige vil være let faldende.

³⁵ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 7

Figur 5: Demografisk udvikling i årene 2010 – 2050 i Danmark

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af tal fra Danmarks Statistik³⁶

Ifølge Eurostat vil EU (27) landene blive fremskrevet fra knap 500 mio. indbyggere i 2010 til knap 506 mio. indbyggere i 2060, se nedenstående tabel, figur 6.

Figur 6: Befolkningsprognose udvalgte EU-lande 2010-2060

(1.000)	2010	> 65	>80	2030	> 65	>80	2060	> 65	>80
EU (27)	499.389	86.778	23.255	519.942	122.465	36.022	505.719	151.474	61.352
Tyskland	82.144	16.897	4.154	80.152	22.129	6.398	70.759	22.977	9.340
Spanien	46.673	7.788	2.239	52.661	11.655	3.359	51.913	16.788	7.518
Frankrig	62.583	10.474	3.323	67.982	15.770	4.971	71.800	18.624	7.748
UK	61.984	10.155	2.855	69.224	14.225	4.339	76.677	18.966	6.879
Danmark	5.512	902	227	5.808	1.325	411	5.920	1.483	594

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Eurostat, Statistics in focus 72/2008, s. 6-8³⁷

Hvad der dog er mere relevant i denne sammenhæng er at ældreandelen vil være stigende i forhold til befolkningsandelen, se figur 7.

³⁶ www.statistikbanken.dk

³⁷ www.eurostat.eu

Figur 7: Ældreandel udvalgte EU-lande 2010-2060

%	2010	> 65	>80	2030	> 65	>80	2060	> 65	>80
EU (27)	499.389	17%	5%	519.942	24%	7%	505.719	30%	12%
Tyskland	82.144	21%	5%	80.152	28%	8%	70.759	32%	13%
Spanien	46.673	17%	5%	52.661	22%	6%	51.913	32%	14%
Frankrig	62.583	17%	5%	67.982	23%	7%	71.800	26%	11%
UK	61.984	16%	5%	69.224	21%	6%	76.677	25%	9%
Danmark	5.512	16%	4%	5.808	23%	7%	5.920	25%	10%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Eurostat, Statistics in focus 72/2008, s. 6-8

Sammenholdes dette med antallet af indlæggelser på sygehuse i forbindelse med ondartede svulster i tarme og urinorganer i 2007, se figur 8, hvoraf det fremgår at det i særdeleshed er befolkningsgruppen over 50 år som får ondartede svulster i tarme og urinorganer, og dermed bliver potentiel målgruppe for denne type produkter, betyder det at der er et ikke uvæsentligt fremtidigt marked.

Figur 8: Aldersfordeling ved sygehusindlæggelse i forbindelse med udvalgte sygdomme 2007

Type	0-19	20-49	50-69	70+	I alt
Ond.svulst i tarm undt. endetarm	6	332	2.411	2.524	5.273
Ondartet svulst i endetarm	-	308	1.812	1.423	3.543
Ondartet svulst i urinorganer	121	154	2.104	2.333	4.712
I alt	127	794	6.327	6.280	13.528

Kilde: Egen tilvirkning efter Danmarks Statistik, Statistikbanken

Dette underbygges endvidere af Eksportrådet som skriver: *"Den demografiske trend med en stigende ældrebefolkning i især i den vestlige verden samt Japan skaber nye markedsmuligheder for sundhedsindustrien. Den økonomiske udvikling med stigende velstand i især BRIK-landene³⁸ skaber ligeledes nye muligheder for de danske virksomheder."*³⁹

³⁸ BRIK = Brasilien, Rusland, Indien og Kina

³⁹ www.um.dk, Eksportrådgivning

Ifølge Netdoktor er der ca. 10.000 danskere som bruger stomi, svarende til ca. 0,018% af befolkningen⁴⁰. Ifølge Business & Company Resource Center, "Great Comebacks(R) Program Announces 2007 National Award Winner", 28. Feb. 2008, er der ca. 750.000 amerikanere som lever med en stomi, svarende til ca. 0,024% af befolkningen⁴¹.

5.1.1.4 Teknologiske faktorer

Medicobranschen vurderes ikke at være en teknologisk tung branche. Dog vil der, i takt med nye teknologiske muligheder, opstå behov for at udvikle endnu bedre produkter til forbrugerne. Ifølge Coloplasts konkurrent American Medical Systems, global markedsleder⁴² på området for urologi og kontinens, sker denne udvikling hurtigt⁴³. Dette synspunkt deles af konkurrenten C.R. Bard som skriver: *"at de globale markeder er karakteriseret af hurtige ændringer som følge af teknologisk udvikling og forskningsmæssige fremskridt"*⁴⁴. Selskaberne er dermed nødt til hele tiden at være på forkant med hvad brugerne ønsker og hvad konkurrenterne udvikler.

Der er tale om en branche som konstant søger at forbedre og udvikle sig for at patienterne skal få så lidt gener som muligt. Dette betyder blandt andet, at også lægelige fremskridt har betydning for branchens aktører. Blandt andet er det nu muligt at føre tarmen tilbage i kroppen efter en kortere eller længere periode med stomi, således behøver patienterne kun at bruge stomiposer i en begrænset periode, hvilket selvsagt medfører et fald i omsætningen af stomiposer. Man kunne forestille sig at der også på sigt vil komme lægelige løsninger på andre forretningsområder som vil mindske omsætningen for branchens aktører. Det vurderes dog at denne udvikling ligger længere ude i fremtiden end denne analyse rækker, hvorfor der ikke tages hensyn hertil i analysen. Dette bekræftes af Stomiforeningen COPA, se vedhæftede mail i afsnit 10.5.1. Ifølge denne er der ingen medicinsk udvikling på området, og den udvikling som forekommer, vedrører mest det kirurgiske indgreb, altså måden operationer udføres på. Ydermere har det ved

⁴⁰ 10.000 personer med stomi ud af en befolkning på ca. 5.534.738 personer (jf. www.wikipedia.org)

⁴¹ 750.000 personer med stomi ud af en befolkning på ca. 309.280.000 personer (jf. www.wikipedia.org)

⁴² American Medical Systems årsrapport 2008, s. 1

⁴³ American Medical Systems årsrapport 2008, s. 6

⁴⁴ C.R. Bard, form 10-K til fondsbørsen, 2009, s. I-3, frit oversat

opslag på nettet ikke har været muligt at finde medicinske undersøgelser som påviser at nye lægelige gennembrud forventes indenfor den kommende årrække.

5.1.1.5 Miljømæssige faktorer

Produktionsselskaber i medicobranschen påvirker naturligvis miljøet med såvel Co2 udledning, kemikalie affald samt almindeligt affald. Selskaberne kan gøre meget for at fremstå som miljørigtige virksomheder og indføre tiltag som reducerer disse miljøpåvirkninger. Særligt de seneste år hvor der fra flere forskellige lande og regeringers side er øget fokus på miljø og miljøvenlige tiltag indenfor såvel produktion og forbrug med mere. Det er derfor ikke utænkeligt at miljømæssige forhold får større og større betydning i konkurrencen om markedsandele, også indenfor medicobranschen. Coloplast har da også med udgangen af 2009 indført miljøvenlig emballage på stomiposer⁴⁵, en udvikling der forventes at blive intensiveret i de kommende år i takt med det stigende fokus på miljøet. Ydermere har Coloplast de senere år kortlagt deres Co2 udledning og reduceret affaldsmængden.⁴⁶

Endvidere er der kommet krav fra den danske regering om at medicinsk udstyr som katetre, fra og med 21. marts 2010, skal mærkes hvis det indeholder phthalater⁴⁷.

Coloplast har besluttet at brugerne fra 2011 skal kunne vælge alternative produkter uden phthalater. Coloplast arbejder i den forbindelse på at skabe alternativer til ca. 40 % af de nuværende produkter, og alle nye produkter bliver produceret uden brug af phthalater⁴⁸.

Regeringens kemikaliehandlingsplan lægger endvidere op til at det offentlige skal foretage grønne indkøb, hvilket betyder at hospitalerne skal indkøbe produkter som er phthalatfri.

5.1.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer

Coloplast produkter er hovedsageligt produceret i plastik, og grønne afgifter og lignende kan derfor få betydning for produktionsomkostningerne såfremt disse øges. Ligeledes kan

⁴⁵ www.coloplast.dk

⁴⁶ www.klimakompasset.dk, "Coloplast A/S"

⁴⁷ www.ing.dk, "Kemikaliehandlingsplan vedtaget uden krav om phthalatfri medicinaludstyr", 17. 03.2010

⁴⁸ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 9

forskellige krav til mere miljørigtig produktion i forskellige lande, medføre omkostninger for branchens aktører. Dette vurderes dog ikke at være anderledes end for andre typer af produktionsselskaber.

Nogle af Coloplasts produkter kan desuden klassificeres som lægemidler, hvilket betyder at produkterne skal godkendes i de forskellige lande før de kan introduceres. Dette kan være en langvarig og omkostningsbelastet proces, hvilket har betydning, ved såvel introduktion af nye produkter på eksisterende geografiske markeder, men også ved introduktion af eksisterende produkter på nye geografiske markeder.

Selskabernes størrelse på forskellige geografiske markeder kan ligeledes få betydning på grund af international monopolregulering. Aktørerne kan finde sig i en situation hvor de indenfor et eller flere forretningsområder kun har mulighed for at opnå organisk vækst, idet de allerede er så store på det pågældende geografiske marked, at de ikke længere har lov til at vokse gennem opkøb. Blandt andet er Coloplast så store på markedet for stomi i Europa og USA, at det ikke længere er muligt at vokse gennem opkøb.⁴⁹

Coloplasts produkter handles på tværs af landegrænser, og der kan derfor være handelshindringer som gør at et selskab kan have svært ved at komme ind på visse udenlandske markeder. Disse handelshindringer kan omfatte begrænsninger i import af udenlandske varer, øgede told og afgifter på udenlandske varer og lignende. Dette kan forekomme på visse markeder men risikoen vurderes ikke betydelig.

En vigtig faktor for branchens aktører er parallelimport. Man kan sige at indenfor branchen gør det ikke den store forskel om det er producent A eller B der sælger produkterne, men for de enkelte aktører er det et problem skabt af kravet om varernes frie bevægelighed indenfor EU, hvormed mindre producenters fordele på dets nærmærkede elimineres.

⁴⁹ www.berlingske/business.dk, "Coloplasts kur mod krise", Beile Grünbaum, 2.3.2008

5.1.1.7 Delkonklusion

På baggrund af PESTEL-analysen vurderes det at den største fremtidige påvirkning af branchen kommer fra de politiske, de økonomiske og demografiske samt de sociokulturelle faktorer. Faktorer vedrørende miljømæssige forhold, vurderes dog også at få en større og større betydning i årene der kommer på grund af den meget fokus på miljø og klima som finder sted fra politisk hold.

Da produkterne til en vis grad er betalt af offentlige midler eller private sygeforsikringer får politiske beslutninger om sundhedsreformer, og herunder tilskudsordninger, stor betydning for branchens aktører og kan påvirke i såvel positiv som negativ retning, som det senest er set med henholdsvis den amerikanske og den britiske sundhedsreform. Også forhold omkring miljø og konkurrencelovgivning vurderes at have en mulig virkning for branchens aktører, ligesom branchen kan opleve restriktioner som følge af konkurrencemæssige hensyn som begrænser de enkelte aktørers mulighed for at udvikle sig gennem opkøb af konkurrenter.

Grundet produkttyperne vurderes der ikke at være særlige økonomiske forhold som påvirker branchen, dog forventes det at den demografiske udvikling vil være med til at skabe et øget prispres fra regeringernes side, hvilket kan medføre faldende indtjening for aktørerne. Endvidere har man set en tendens til at hospitaler genanvender produkter som er tiltænkt engangsbrug, hvilket er med til at mindske efterspørgslen for de pågældende produkter.

For nogle selskaber i branchen vil udviklingen i valutakurser have stor betydning, alt efter hvor i verden de opererer. Denne risiko kan dog afdækkes med finansielle instrumenter, hvorfor den ikke bør have den store betydning for selskaberne. Investorernes risikovillighed og formåen kan dog få betydning. I tider hvor der er generel nedgang i verdensøkonomien kan det være sværere at finde kapital til planlagte udvidelser, nyindkøb med mere.

Den demografiske udvikling forventes at få væsentlig betydning for den fremtidige vækst i branchen. Der er stadig tale om en branche som er meget tabu-belagt, men dette løsner

stille og roligt op, således at behovet for produkter som kan benyttes samtidig med at man fortsætter med at leve livet som man ønsker det vil være stigende, hvilket presser producenterne til hele tiden at forbedre deres produkter så de lever op til de øgede krav fra brugernes side. Såvel øget levealder, som stigning i antallet af livsstils fremkaldte sygdomme medvirker endvidere til branchens vækst. Samtidig bliver vækstens også drevet frem af et ønske fra de nye I-lande, om at blive som den vestlige verden, det være sig såvel i form af nye sundhedsreformer i disse lande, men også i udviklingen af livsstilssygdomme som vi kender dem fra vesten.

De teknologiske forhold vurderes ikke at påvirke branchen væsentligt, dog skal aktørerne konstant holde sig opdateret på såvel lægelige som konkurrencemæssige fremskridt.

5.1.2 Porters 5-forces

Der udarbejdes en brancheanalyse ved hjælp af Porters 5-forces med henblik på at identificere de faktorer i branchen som har betydning for Coloplasts fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder.

5.1.2.1 Adgangsbarrierer

Medicobranschen vurderes at være en branche med høje adgangsbarrierer. De fleste produkter på markedet er patenterede og en ny producent er nødt til at påregne en større investering i produktionsapparater, ligesom teknisk knowhow også er en nødvendighed for at producere produkter til medicobranschen. Ifølge Coloplast har selskabet pr. 30.09.2009 investeringer i produktionsanlæg og maskiner til en anskaffelsesværdi på 2,9 mia. kr. samt patenter og varemærker til 1,4 mia. kr.⁵⁰.

Ifølge Coloplasts konkurrent, C.R. Bard, er en væsentlig barriere for såvel nye producenter som eksisterende producenter som ønsker at introducere nye produkter til markedet, at der typisk er tale om produkter som indkøbes af en anden part end den egentlige bruger. Det kan derfor tage op til måneder og sågar år, at opnå succes ved introduktion af nye

⁵⁰ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 39-41

produkter, idet der skal foreligge godkendelse af en part, indkøb af en anden, betaling af en tredje og så videre⁵¹.

Branchen afsætter desuden hovedsageligt til hospitaler og institutioner som tidligere omtalt, og de etablerede producenter har allerede en god kontakt til hospitaler, plejepersonale og slutbrugere, og i nogle tilfælde bindende kontrakter for en kortere eller længere tidsperiode. Det medfører at det typisk vil være "det gode forhold" som sælger produktet hvis der ikke er nævneværdig forskel i kvalitet og pris i øvrigt, et forhold som nye aktører kan have svært ved at etablere på kort tid.

Såfremt en ny aktør imidlertid introducere et helt nyt eller innovativt produkt som ingen af de eksisterende aktører kan tilbyde, kan det være en måde at få foden indenfor på markedet på. Den bedste indgangsvinkel med et sådan nyt produkt vil sandsynligvis være at kontakte slutbrugerne og plejepersonalet/sundhedspersonalet og gøre disse opmærksomme på det nye produkt og på den måde generere en efterspørgsel efter det nye produkt og skabe sig et navn i branchen. Det vurderes umiddelbart at en almindelig approach, hvor produktet blot kommer på hylden på det lokale apotek, ikke vil være effektiv i denne branche.

Ifølge Datamonitor, forventes det at markedet for sundhedsartikler vil vokse med et gennemsnit på 3,5 % i årene frem til år 2013⁵². Dette betyder at det på kort sigt ikke umiddelbart vil være en fordel at komme ind på markedet. Som den demografiske udvikling i afsnit 5.1.1.2 viste, vil der dog på det lange sigt være mulighed for en betydelig større vækst.

⁵¹ C.R. Bard, Form 10-K til fondsbørsen 2009, s. I-5

⁵² Datamonitor, "global health care supplies – industry profile", March 2009, s. 25

5.1.2.2 Kundernes styrkeforhold

For aktørerne i medicobranschen er der tale om tre kundetyper.

- De indkøbsansvarlige og betalende - regeringer, hospitalsledere med flere
- Plejepersonalet som behandler patienterne og som typisk er den person der introducerer produktet for patienten.
- Brugere af produkterne, det vil sige patienterne.

Antallet af kunder vil variere fra marked til marked og således er der på nogle markeder få store kunder, i de tilfælde hvor der afsættes på nationalt plan til sundhedssystemer, mens der på andre markeder vil der være flere mellemstore kunder, hvor der afsættes på kommunalt eller regionsplan til hospitaler og institutioner, og til sidste vil der på nogle markeder være mange små kunder i form af forbrugere hvor der afsættes direkte til slutbrugeren. Set i forholdet til producenterne kan der derfor, på markeder hvor der er få store kunder, blive rift om kunderne, mens afsætningen på andre markeder afhænger af den enkelte producents markedsføring.

Der er som sagt tale om produkter som sælges med statstilskud, hvilket betyder at der kan være indgået overordnede aftaler med særlige leverandører som medfører at slutbrugeren ikke har fuld valgfrihed mellem producenterne. Da det er kritisk for producenterne at have sådanne aftaler, idet aftalerne er medvirkende til at sikre en stabil plads på et marked, kan kunderne ofte presse producenterne, og i disse tilfælde har de indkøbsansvarlige således stor forhandlingsstyrke i forhold til producenterne i branchen.

I nogle sundhedssystemer er indgåelse af sådanne kontrakter bundet af nationale økonomiske regler og skal derfor sendes i udbud og den enkelte producent kan dermed miste en hel kundegruppe på en gang, hvis aftalen går til en anden producent end tidligere.

Det personlige forhold mellem producent og plejepersonale/slutbruger betyder meget i denne branche og det vurderes dermed at også plejepersonalet har en relativt stor styrke overfor producenterne. Hvis producenten har et godt forhold til plejepersonalet på et hospital, og personalet i øvrigt synes godt om denne producents produkter, kan det være

afgørende for valget af leverandør i tilfælde hvor priserne er ensartede. I det tilfælde er det hospitalet/plejepersonalet som på slutbrugerens vegne tager beslutning om hvilken producent og dermed hvilket produkt der skal anvendes.

Typisk vil det, med produkter i medicobranschen være sådan at en slutbruger vil fortsætte med at benytte det produkt som er blevet introduceret af fagfolk. Det betyder at hvis Coloplast har vundet en udbudsrunde på et givet hospital, og dette hospitals personale introducerer Coloplasts produkter for slutbrugeren, vil denne alt andet lige, fortsætte med at benytte Coloplasts produkter så længe denne er tilfreds med dem. Således skabes der en form for loyalitet fra slutbrugerens side, som følge af brugerens fortrolighed med produkterne.

Da omkostningen til produkterne i mange lande bliver fuldt refunderet af det offentlige, har prisen som regel ingen betydning for slutbrugeren.

Brugerne af produkterne har umiddelbart mulighed for at skifte producent som det passer dem, dog kan der være forhold som gør at de er "bundet" til en speciel producent. Hvis en kommune eksempelvis har indgået aftale om at en producent skal levere til alle kommunens brugere, betyder det at brugeren måske kun kan få fuld refusion såfremt brugeren vælger den pågældende producents produkter⁵³. Også her har det stor betydning at slutbrugeren har et godt forhold til den "sælger" som producenten benytter som "hjemmeplejer". Coloplast har blandt andet oplevet at en tysk konkurrent hvervede ca. halvdelen af deres salgsmedarbejdere i homecare-divisionen hvilket medførte en væsentlig nedgang i omsætningen idet slutbrugeren fulgte med salgsmedarbejderen til dennes nye arbejdsgiver og dermed skiftede producent.⁵⁴

Omkostningerne for kunderne ved at skifte leverandør er som oftest meget små medmindre der er tale om et brud på en fast aftale. Derfor er producenterne meget afhængige af deres relation til kunderne hvilket derfor er et vigtigt fokusområde.

På baggrund af dette vurderes det at kundernes forhandlingsstyrke er høj.

⁵³ Serviceloven § 112

⁵⁴ www.Berlingske.dk, "Coloplasts kur mod kriser", Beile Grünbaum, 2.3.2008

5.1.2.3 Leverandørernes styrkeforhold

Leverandører til producenter i medicobranschen er i høj grad leverandører af plastik, kemikalier, olie, naturgas og lignende til produktionen hvorfor leverandørerne ikke vurderes at være specielt stærke i forhold til branchen. Dette understøttes ved kig på Coloplast hjemmeside, hvoraf det fremgår at leverandørerne skal leve op til en række miljø og personalemæssige krav fra Coloplasts side for at kunne levere til Coloplast⁵⁵, hvilket indikerer at leverandørerne ikke har så meget at skulle have sagt, og må rette ind efter branchens krav og vilkår.

Forhandlingsstyrken er derved på producenternes side, som til gengæld ofte køber store mængder og har mulighed for at lave langvarige faste aftaler med leverandørerne til fordelagtige priser. Omkostninger ved at skifte leverandør vurderes lav, medmindre en producent er bundet af en kontrakt til en leverandør, og der må derfor forventes hovedsageligt at forhandles på pris.

Dertil kommer at der er mange udbydere af plastik, kemikalier med mere og producenterne har derfor mange muligheder for at skifte hvis de skulle blive utilfredse med den nuværende leverandør. Leverandørerne er dog heller ikke afhængige af branchen, da de fleste af deres produkter formentlig kan finde anvendelse i andre brancher.

Det vurderes dermed at leverandørernes styrkeforhold er lav.

5.1.2.4 Substitutter

I takt med den teknologiske udvikling, søges det hele tiden at forbedre eksisterende produkter, hvorfor medicobranschen er præget af en vis grad af substitution på grund af produktinnovation. Ifølge Datamonitor karakteriseres udviklingen således: *"Markedet er karakteriseret af hurtige skift på grund af teknologiske og forskningsmæssige fremskridt. Producenter må være omstillingsparate for at kunne konkurrere."*⁵⁶

⁵⁵ www.coloplast.com

⁵⁶ Datamonitor, "global health care supplies – industry profile", March 2009, s. 14, Frit oversat

Som nævnt i PESTEL analysen i forbindelse med den demografiske udvikling i afsnit 5.1.1.2 og de sociokulturelle faktorer i afsnit 5.1.1.3, er der en stigning i antallet af ældre og antallet af mennesker med livsstils sygdomme, og dermed også en naturlig stigning i antallet af mennesker som har behov for den type produkter som producenterne i branchen udbyder. Samtidig er den nye generation af brugere mere bevidste om at de vil fortsætte med den livsstil de havde før stomien eller kateteret. Behovet for at kunne fortsætte livet som tidligere og ikke blot sætte sig hen i lænestolen resten af livet, er følgelig med til at skabe et behov for at markedets aktører løbende forbedrer og udvikler produkterne.

Brugerne er samtidig kræsne, og vil ikke nøjes med det næstbedste hvis de kan se der er et andet bedre produkt på markedet, hvilket medfører en høj grad af konkurrence udbyderne imellem. Dette ses især ved lancering af nye produkter, hvor de enkelte udbydere selvfølgelig prøver at komme først med det bedste produkt til den bedste pris.

Samtidig er der også substitutter for de forskellige produktgrupper. På Stomi-området vurderes der ikke at være substitutter, hvilket understøttes af bemærkningerne under de teknologiske faktorer i ovenstående PESTEL-analyse, afsnit 5.1.1.4. Der findes ikke et alternativ produkt for en stomipose. På de andre produktområder vurderes det at der findes alternativer til såvel katetre (bind, uridomer, medicin med mere) som sårhelende plastre (bandager og piller, medicinske igler med mere).

Det vurderes derfor at der er en høj grad af konkurrence fra substituerende produkter.

5.1.2.5 Konkurrenceintensitet

Lars Rasmussen, adm. direktør udtaler til Børsen: *"Selv om der er finanskrise, er konkurrencen jo ikke forsvundet. Det gælder faktisk tværtimod. Vi sælger til det offentlige, og det offentlige er en af de skrappeste indkøbere, der findes. De går benhårdt efter at spare penge, og det betyder, at der er pres på vores priser. Så hvis vi skal være*

konkurrencedygtige, så skal priserne ned, og der er ikke andet at gøre end at få omkostningerne til at følge med”.⁵⁷

Dette synspunkt deles af C.R. Bard som i deres tillæg til årsrapporten 2009 skriver: ”at udviklingen blandt indkøbere af sundhedsplejemidler går imod at man samler indkøbene hos enkelte udbydere for dermed at kunne øge prispresset”⁵⁸.

Ifølge Datamonitor går udviklingen ligeledes mod at kunderne køber produkter med lavere dækningsbidrag, hvilket medfører et øget pres på producenterne⁵⁹. Dette har endvidere medført at producenterne har øget omkostningerne til markedsføring af deres brand for på den måde at vinde markedsandele.

Ligeledes er der som nævnt forventninger om at miljømæssige tiltag som miljøvenlig emballage, phthalatfrie produkter med mere som nævnt under PESTEL-analysen, afsnit 5.1.1.5, vil blive vigtige konkurrenceparametre i fremtiden.

Der er en global vækst i branchen på 4-9 %⁶⁰ hvilket umiddelbart bør lette presset lidt på branchens aktører. Dog er der et stort pres på at være markedsførende og som tidligere nævnt har det personlige forhold til forbrugerne stor betydning for valg af leverandør.

Da der ikke er nogen konkurrenter med de samme forretningsområder som Coloplast, laves en opdeling på de enkelte forretningsområder.

5.1.2.5.1 Stomi

På dette marked er der få store udbydere og få mindre. Coloplast er global markedsleder og de største konkurrenter er Hollister og ConvaTec⁶¹. Markedet forventes som tidligere nævnt at vokse med 4-5 % om året. Et af de største markedsområder er USA, men også

⁵⁷ www.Borsen.dk, ”Coloplast sløjfer 400-500 danske arbejdspladser”, 14.8.2009

⁵⁸ C.R. Bard, Form 10-K til fondsbørsen, s. I-4, frit oversat

⁵⁹ Datamonitor, ”global health care supplies – industry profile”, March 2009, s. 13

⁶⁰ Coloplast A/S årsrapport 2007-08, s. 7

⁶¹ www.coloplast.dk, Investor-materiale brugt ved Capital Market Day 2009, ”CMD-Chronic Care”, s. 7

resten af verden vurderes at blive et stort vækstområde i takt med at der indføres sundhedsreformer i de forskellige lande.

Det vurderes at der er nogen men ikke intens rivalisering om kunderne, idet der kun er få store udbydere. ConvaTec som hidtil har været anden størst i Europa efter Coloplast, har dog bebudet at de vil gå efter førstepladsen. Det vil de gøre ved at intensivere markedsføring og innovation, samt ved at have en bedre kundeservice end Coloplast⁶².

5.1.2.5.2 Urologi & Kontinens

På dette marked er der mange udbydere og markedet er derfor præget af en høj grad af rivalisering, da produkterne endvidere er homogene. Coloplast er markedsleder på dette marked i USA og førende i Europa og nogle af de mest kendte konkurrenter er American Medical Systems, C.R. Bard, Hollister, Ferring og Medline⁶³.

Markedet vokster med 7-9 % om året, en udvikling som forventes at have en positiv virkning på rivaliseringen selskaberne imellem, da de ikke behøver kæmpe så indædt om markedsandelene

5.1.2.5.3 Hud- & Sårpleje

På dette marked er der mange konkurrenter som blandt andre tæller, 3M, ConvaTec, Smith & Nephew med flere⁶⁴. Dette betyder at der er intens rivalisering på markedet. Produkterne anses endvidere for homogene og en relativt begrænset vækst i markedet på 5-7 % om året er medvirkende til at øge konkurrencen.

Væksten er ifølge Smith & Nephew drevet af øget levealder og den teknologiske udvikling. Derudover forventes det at fremtidens produkter er mere effektive og billigere end de nuværende produkter⁶⁵. Ydermere beskriver Smith & Nephew hud- og sårpleje markedet

⁶² www.borsen.dk , "ConvaTec går efter Coloplasts førertrøje", 23.9.2008

⁶³ www.coloplast.dk, Investor-materiale brugt ved Capital Market Day 2009, "CMD-Chronic Care" ,s. 13

⁶⁴ www.coloplast.dk, Investor-materiale brugt ved Capital Market Day 2009, "CMD-Chronic Care" ,s. 21

⁶⁵ Smith & Nephew årsrapport 2008, s. 9

som relativt uudforsket og forventer at det potentielle marked er væsentligt større end det nuværende⁶⁶, som følge af såvel den teknologiske som den produktmæssige udvikling⁶⁷.

Ifølge ConvaTec er "Topical negative pressure"⁶⁸ (sårheling ved hjælp af undertryk) det største og hurtigst voksende segment indenfor sårpleje⁶⁹, et segment som Coloplast slet ikke beskæftiger sig med. Smith & Nephew derimod deltager som producent indenfor dette segment, hvilket kan være en af grundene til at de har oplevet større vækst end konkurrenterne på markedet for hud og sårpleje⁷⁰.

Coloplast har efter flere år med skuffende resultater på hud- & sårpleje markedet, valgt at satse på et nyt segment indenfor sårpleje i form af silikone. Der er på nuværende tidspunkt kun to konkurrenter på dette område og markedet vokser med 20 %⁷¹.

I takt med at flere og flere får behandlet sår i eget hjem har Coloplast endvidere fundet det nødvendigt at udvide hjemmeplejeforretningen (den har hidtil kun været fungerende i Tyskland og England), således det salg som tidligere fandt sted på hospitalerne kan overføres til hjemmeplejen⁷².

5.1.2.6 Delkonklusion

Brancheanalysen har afdækket en række forhold i branchen som skal medtages i vurderingen af værdiansættelse af Coloplast. Det er specielt vigtigt at se på selskabets kundesammensætning og vurdere selskabets afhængighed af enkelte kunder, idet kunderne har en høj forhandlingsstyrke. Modsat er selskabet ikke afhængig af enkelte leverandører hvilket er med til at sikre at omkostningerne til produktionen minimeres.

⁶⁶ Smith & Nephew årsrapport 2008, s. 30

⁶⁷ Smith & Nephew årsrapport 2008, s. 48

⁶⁸ Oversat ifølge Månedsskrift for Praktisk Lægegerning efter "Negative Pressure Wound Therapy"

⁶⁹ www.gale.cengage.com, Business & Company Ressource Center, "ConvaTec and Boehringer Technologies Announce License Agreement", 18. 12. 2008

⁷⁰ www.borsen.dk, "Coloplast konkurrent overgår markedsvækst", 6.11.2008

⁷¹ www.borsen.dk, "Coloplast satser på nye guldfugle", 28.01.2010

⁷² www.borsen.dk, "Coloplast satser på nye guldfugle", 28.01.2010

Grundet de høje adgangsbarrierer som branchen vurderes at have, behøver Coloplast ikke umiddelbart at frygte nye konkurrenter der overtager markedsandele. Til gengæld gør den teknologiske udvikling det muligt for plejepersonalet og brugerne hele tiden at finde nye og/eller forbedrede produkter på markedet, hvorfor det er vigtigt for Coloplast at have fokus på udvikling af produkter for ikke at blive overhalet af eksisterende konkurrenter. Herunder skal Coloplast også have vedvarende fokus på miljørigtig produktion, miljøvenlig emballage, phthalatfrie produkter med mere, da det forventes at dette vil være vigtige konkurrenceparametre i kommende år.

Derudover skal Coloplast være opmærksom på god personalepleje, da medarbejdere der flytter til en konkurrent kan tage kunder med hvilket medfører tab for Coloplast.

Ligeledes er der tale om produkter med offentlige tilskud, hvorfor prisen på produkterne er mere eller mindre ensartet i branchen. Det betyder at producenterne er nødt til at differentiere sig på produkterne, og være omkostningsbevidste for at skabe overskud til investorerne og hvis en offentlig institution skifter leverandør kan det medføre en stor omsætningsnedgang for en enkelt producent.

5.2 Intern analyse

5.2.1 Porters Værdikæde⁷³

En vigtig del i forbindelse med en værdiansættelse er at identificere de værdiskabende enheder i et selskab. I det følgende identificeres og beskrives de værdiskabende enheder hos Coloplast ved hjælp af Porters Værdikæde.

5.2.1.1 Primære aktiviteter

5.2.1.1.1 Forskning og udvikling

Dette anses i den klassiske værdikæde-analyse som en støtteaktivitet, men området vurderes at være en væsentlig del af Coloplast forretningen, hvis ikke den vigtigste faktor i

⁷³ Nedenstående analyse er udledt fra Coloplast A/S årsrapporter, www.coloplast.dk samt diverse avisartikler

værdiskabelsen og det har da også tidligere været Coloplasts mission at være førende indenfor forskning og udvikling.

Coloplast udvikler nye produkter i samarbejde med brugerne, det være sig såvel plejepersonale som slutbrugeren. På denne måde sikres det at de produkter som udvikles og sættes i produktion, er tilpasset mest muligt til de behov og ønsker som brugerne måtte have. Denne fremgangsmåde har Coloplast benyttet siden den første stomipose blev udviklet i samarbejde mellem Elise Sørensen og Aage Louis-Hansen.

Coloplast anvender "Lean" i innovationsprocessen, hvilket er med til at mindske udviklingstiden, således Coloplast kan være de første til at introducere nye produkter på markedet. Det medfører endvidere at de kan øge samarbejdet med plejepersonale, slutbrugere med flere, uden at konkurrenterne kan nå at udnytte den viden som Coloplast indhenter på denne måde. Blandt andet gør Coloplast brug af internettet og åben innovationsproces i denne forbindelse⁷⁴.

Denne metode for udvikling af produkter ses også hos konkurrenterne, eksempelvis i samarbejdet mellem ConvaTec⁷⁵ og Vision Critical⁷⁶. Ifølge offentliggjort artikel⁷⁷ skal plejepersonalet i fremtiden deltage i undersøgelser og meningsmålinger på internettet, udover de allerede kendte "workshops" hvor plejepersonalet mødes med producenten og diskuterer forskellige løsningsmodeller. Med det nye tiltag håber ConvaTec at dialogen med plejepersonalet bliver endnu bedre og mere opdateret idet meninger og oplysninger hurtigere når frem til producenten. Tiltaget er dermed også med til at mindske tabet af erfaringer idet plejepersonalet ikke skal gå og huske på eventuelle bemærkninger indtil næste møde. De kan forholdsvis hurtigt informere om de erfaringer de gør sig med produkterne.

⁷⁴ Coloplast årsrapport 2008/09, s. 9

⁷⁵ Konkurrent til Coloplast på stomi og sårpleje

⁷⁶ Analyse firma som specialiserer sig i at gennemføre undersøgelser via internettet

⁷⁷ www.gale.cengage.com, Business & Company Ressource Center, "ConvaTec and Vision Critical Announce Exciting New Partnership", 22. 2.10

Coloplast har endvidere fastholdt forsknings- og udviklingsafdelingen i Danmark således at de tilbageværende fabrikker i Thisted og Mørdrup skal fungere som pilotfabrikker. Først når produktionen af nye produkter er testet og det er vurderet om den kan sættes i masseproduktion uden at det giver en masse problemer, vil den blive sendt til USA, Ungarn eller Kina. Dette betyder også at produktudviklerne og de personer som skal udvikle produktionsprocesserne skal blive i Danmark⁷⁸, mens en stor del af den øvrige virksomhed flytter til lavtløns lande, mere herom i næste afsnit.

5.2.1.1.2 Produktion

På grund af den intense konkurrence i branchen, er fokus i produktionsleddet at optimere og effektivisere, således omkostningerne bliver reduceret så meget som muligt. Coloplast arbejder derfor med vedvarende forbedring af processer og procedurer med henblik på at omkostningsminimere og forbedre kvalitet og service. Dette kommer blandt andet til udtryk ved at ca. 85 % af produktionen i 2008 og 2009 blev flyttet til USA, Kina og Ungarn.⁷⁹

Ifølge Allan Rasmussen, direktør for Global Operations⁸⁰ kan man ansætte 5 medarbejdere i Ungarn for hver medarbejder i Danmark.⁸¹

Ved at flytte produktionen til lavtløns-lande som Kina og Ungarn opnår Coloplast såvel en produktion tættere på de lande de afsætter deres produkter på, men også en mulighed for at fastholde et mere fleksibelt produktionsapparat. Som Allan Rasmussen endvidere udtaler: *"hvis man holdt fast på en stor andel af produktionen i Danmark, så ville det kræve et meget højt automationsniveau for at spare lønkroner, hvilket kan være en hæmsko for konkurrencedygtigheden"*⁸².

Der er imidlertid også risici ved at flytte produktionen og der er mange forhold der skal tages i betragtning når det skal vurderes om produktionen skal flyttes. Vigtige forhold der skal vurderes i forbindelse med udflytning af produktion fra Danmark er udflytningens

⁷⁸ Ingeniøren, "Coloplast har fundet balancen mellem verden og Danmark", Bjørn Godske, 13.11.2009

⁷⁹ www.borsen.dk, "Dansk produktion uundværlig i Coloplast", Jens Nymark, 14.8.2009

⁸⁰ Global Operations er en division i Coloplast

⁸¹ www.borsen.dk, "Krisen har ramt Ungarn ekstra hårdt", Jimmy Hansen, 9.11.2009

⁸² Ingeniøren, "Coloplast har fundet balancen mellem verden og Danmark", Bjørn Godske, 13.11.2009

påvirkning på produktudformning og kvalitet, fleksibilitet i forhold til kunder, organiseringen af produktionen, forskelle i kvalifikationer hos de danske og udenlandske produktionsmedarbejdere og produktionsteknologi.

Coloplast har udelukkende flyttet produktionsleddet af virksomheden og således er forsknings- og udviklingsdelen af virksomheden, som tidligere nævnt, fortsat placeret i Danmark. Dermed vil udformning af produkter og indledende produktionstilpasning kunne styres fra Danmark, og kvaliteten og anvendeligheden af produkterne kan kontrolleres inden endelig produktion igangsættes.

Coloplasts produkter er ikke kundespecifikke hvormed de egner sig til masseproduktion, men det er et stort projekt at opstarte et nyt produktionsanlæg i et land med en anden kultur. Det bør overvejes hvor afhængig produktionen er af medarbejdernes evne til at tilrette produktionen, herunder deres fleksibilitet og moral samt erfaring og uddannelsesniveau.

Det kan således være uhensigtsmæssigt at flytte produktionen fra Danmark, hvis medarbejderne har stor indflydelse på den løbende tilpasning af produktionen og vi i Danmark har et højere uddannelsesniveau end medarbejdere i Kina og Ungarn. Dermed kan man risikere en situation, hvor det forventes at medarbejderne er bedre og mere villige til at sætte sig ind i produktionsprocessen og hjælpe med optimering og tilpasning, end tilfældet eventuelt er i udflytningslandet. Dette forventes dog ikke at blive et problem for Coloplast, da produkterne er standardiserede og produktionen ikke kræver væsentlig løbende tilpasning.

Foruden forhold vedrørende selve produktionen må Coloplast desuden have fokus på fleksibiliteten i forhold til kunderne og have fokus på lagerniveauer og distributionstider.

Coloplasts beslutning og forventning om positivt resultat af udflytningen understøttes af at de ikke er det eneste selskab i medicobranschen, som har besluttet at flytte produktionen.

Også medicoselskabet AMBU flytter produktionen til lavtløns-lande over perioden 2009 til 2012 med håb om bedre indtjening⁸³.

5.2.1.1.3 Markedsføring & salg

Coloplast har egne salgsselskaber på væsentlige markeder og benytter sig endvidere af selskabets gode relationer til plejepersonale for på den måde at bruge plejepersonalet som "ambassadører" for Coloplast ved at anbefale og benytte deres produkter.

5.2.1.1.4 Service

Coloplast producerer og sælger som nævnt meget personlige plejeprodukter. Coloplasts service består i at oplære plejepersonale i brugen af produkter så disse kan undervise slutbrugeren. Endvidere kan man på Coloplasts hjemmeside se og høre om hvorledes produkterne anvendes effektivt, idet der er indlagt videosekvenser med vejledninger til slutbrugerne.

5.2.1.2 Støtteaktiviteter

5.2.1.2.1 Infrastruktur

Det er vigtigt for Coloplast at være tæt på brugerne af produkterne. Der er derfor oprettet salgsselskaber i flere lande samt informative hjemmesider med vejledning i brug af produkterne.

Det meste af produktionen er flyttet til USA, Kina og Ungarn, hvilket gør det nemmere for Coloplast at nå de amerikanske, europæiske og asiatiske markeder, og der er oprettet et central-lager i Hamborg i 2005 til erstatning for flere europæiske lagre. Dette er gjort for at øge leveringsstabiliteten og reducere lager- og distributionsomkostningerne.

Selskabets informationssystem er en afgørende faktor for at de gode idéer som opstår i forsknings- og udviklingsafdelingen også bliver videreformidlet til produktions- og

⁸³ www.fyens.dk, "Ambu/CEO: Svært at fastholde produktion i Danmark", RB Børsen, 1.10.09

indkøbsafdelinger således produktion kan blive igangsat og efterfølgende information til salgs- og marketingsafdelingerne således produkterne også når ud til brugerne. Ligeledes gælder det selvfølgelig også den anden vej, at de informationer som indsamles i salgs- og marketingsafdelingerne omkring erfaringer med produkterne og eventuelle forbedringsmuligheder også skal nå tilbage til forsknings- og udviklingsafdelingen. Coloplast har indset vigtigheden af informationssystemet, og har investeret mange ressourcer i et ERP-system til styring af selskabets drift.⁸⁴

5.2.1.2.2 Direktion

Efter 13 år som administrerende direktør hos Coloplast blev Sten Scheibye i oktober 2008 udskiftet med den daværende leder af Coloplasts marketing og produktudvikling, Lars Rasmussen. Udskiftning skete som led i selskabets ændrede strategi om øget fokus på indtjeningen. Sten Scheibye udtalte i den forbindelse: *"Indtjeningen i Coloplast skal forbedres, bl.a. skal de økonomiske gevinster ved udflytningen til Ungarn realiseres. Det er en stor opgave. Derfor er bestyrelsen og jeg blevet enige om, at det er tid til et skifte på den øverste post. I Lars Rasmussen får Coloplast en administrerende direktør med stor indsigt i virksomheden og betydelig kompetence og energi"*⁸⁵.

Sten Scheibye havde i mange år ledet Coloplast på en stabil og sikker måde og blev blandt andet beskrevet således i erhvervsbladet. *"Han er blevet fremhævet som en af landets mest succesfulde ledere, og Coloplast har i en årrække været duksen i klassen. Et flagskip for dansk industri. En innovativ virksomhed, der har kunnet præstere vækstregnskab på vækstregnskab."*⁸⁶

Ikke desto mindre formåede han ikke at levere de resultater som skulle til og gennemføre de forbedringer som bestyrelsen krævede for at kunne følge med konkurrenterne. Problemer i Tyskland med medarbejderflugt og manglende resultater i form af

⁸⁴ Version 2 profil 2009, (tillæg til ingeniøren 13. november 2009) "Radikal oprydning i Coloplast sender image mod skyerne", s. 30

⁸⁵ www.finans.tv2.dk, "Ny direktør i Coloplast", Line Flensborg, 1.9.2008

⁸⁶ www.erhvervsbladet.dk, "Mr. Coloplast er i knibe", Vibeke Lyngklip Svansø, 21.8.2008

omkostningsbesparelser ved udflytning af produktionen, var heller ikke med til øge tilliden til hans evner.

Det vurderes som en strategisk god beslutning at udskifte direktøren i forbindelse med ændring af strategien, da det ofte kan være svært for ledelsen at skifte stil uden der bliver foretaget udskiftninger i de øverste poster. Selskaber styres af mennesker og risikoen er at ledelsens falder tilbage i "de gamle folder" hvis ikke der sker drastiske ændringer.

Lars Rasmussen har da også indtil videre vist at han er en mand der formår at skabe resultater, og tør tage de beslutninger der skal til for at opnå de mål som sættes.

*"Fra at være et hensunket selskab med en spinkel bundlinje, har direktør Lars Rasmussen på kort tid fået forvandlet den danske medico-gigant til et selskab i overhalingsbanen"*⁸⁷

5.2.1.2.3 Personaleledelse og medarbejdere

Som tidligere nævnt bygger Coloplasts succes på det gode forhold mellem plejepersonale/brugere og selskabets produktionsafdeling, herunder i særdeleshed forsknings- og udviklingsafdelingen. Dette medfører også at selskabet er afhængig af at skabe en virksomhedskultur som udvikler og fastholder medarbejdere, således samarbejdspartnerne oplever kontinuitet i forbindelse med kontakten til selskabet. Hvis plejepersonalet og slutbrugerne altid oplever at de skal forklare en ny person hvordan tingene hænger sammen vil de formentlig holde op med at dele deres erfaringer og i værste fald, vælge en anden leverandør hvor medarbejderne er mere stabile.

Som det er nævnt i Coloplasts mission, tilstræber selskabet da også at have en virksomhedskultur som tiltrækker og udvikler mennesker der trives i et aktivt miljø hvor personligt engagement er afgørende. Selskabet har endvidere fokus på at udvikle medarbejdere og ledere blandt andet ved at teste kandidater i forbindelse med rekruttering af nye medarbejdere, afholdelse af introduktionsprogram for medarbejdere og ledere samt træning af ledere og et særligt program for ledere med særligt potentiale.

⁸⁷ www.business.dk, "Coloplast arbejder mod et opkøb", Morten Johnsen, 29.4.2010

”Coloplast er konstant på forkant. Her er gode kollegaer og fælles ambitioner, og det motiverer mig, siger Søren Hvidberg Nielsen, der er udvalgt til Coloplasts globale talentprogram”⁸⁸

Grundet finanskrisen har danskerne dog ikke været lige så jobsøgende som tidligere. Dette har medført at den forventede naturlige afgang på 20 %, som er nødvendig for at gennemføre den outsourcing plan som selskabet påbegyndte ved at flytte produktionen til Ungarn og Kina, ikke var tilstede i 2008/2009. Selskabet var derfor nødt til at afskedige mange medarbejdere i produktionsleddet for at være konkurrencedygtige.⁸⁹

Coloplast har en udfordring i forbindelse med planlægning af produktionen således de medarbejdere som arbejder ved samlebåndet og i pakkeriet ikke får varige skader af at udføre de samme arbejdsopgaver igen og igen. Dette er et fokusområde for selskabet og de har i 2008 vundet Arbejdsmiljøprisen under Arbejdsmiljørådet for deres indsats med at nedbringe ensidigt gentaget arbejde.⁹⁰

5.2.1.2.4 Logistik

Såvel indgående som udgående logistik vil normalvis være at betragte som primæraktiviteter. Det vurderes at disse to områder er mindre væsentlige for værdiskabelsen hos Coloplast.

Indgående logistik

Indgående logistik for et selskab som Coloplast består primært af viden, arbejdskraft og råvarer. Viden er et resultat af erfaring som følge af mange års produktion og produktudvikling, samt kvalificerede medarbejdere. Arbejdskraften kommer fra de ansatte medarbejdere og råvarer består af almindelig indkøb fra leverandører.

⁸⁸ www.business.dk, ”Talent100: Forretningsudvikling”, Kirsten Hansen, 13.3.2009

⁸⁹ www.Borsen.dk, ”Danskerne klamrer sig til jobbet”, 23.6.2009

⁹⁰ www.amr.dk, ”Arbejdsmiljø er en international udfordring”

Udgående logistik

De færdige produkter opdeles som tidligere nævnt i 3 produktgrupper: Stomi, Urologi & Kontinens samt Hud- & Sårpleje. Varerne tilpasses til de markeder de skal afsættes på ved tilpasning af indpakning og instruktioner på forskellige sprog.

5.2.1.3 Delkonklusion

Gennemgang af de værdiskabende enheder internt i Coloplast har vist at de vigtigste elementer i Coloplast forretning er det nære samarbejde og de gode relationer til brugerne af deres produkter, herunder i særdeleshed i forbindelse med forskning og udvikling af nye produkter.

Et godt forhold til plejepersonale er essentielt for værdiskabelsen, idet det er dette forhold som er medvirkende til at brugerne vælger Coloplasts produkter. Også selskabets medarbejdere er en vigtig faktor, for at sikre det tætte samarbejde med plejepersonale og slutbrugere.

Reduktion af produktionsomkostninger er vigtigt i forhold til værdiskabelsen, en proces som Coloplast er i fuld gang med at gennemføre, blandt andet ved gennemførsel af LEAN i innovationsprocessen og udflytningen af produktionen til lavtlønslande. I produktionen er det også vigtigt at have fokus på arbejdsmiljøet således medarbejderne ikke bliver nedslidte af gentagne arbejdsopgaver og arbejdsstillinger.

Sidst men ikke mindst har udskiftningen af selskabets direktør også været en medvirkende årsag til at selskabet i de seneste år har forbedret sin indtjening.

5.2.2 Produkternes livscyklus⁹¹

Som en del af den strategiske analyse vil vi gennemgå Coloplasts 3 produktgrupper og vurdere hver enkelt gruppe i forhold til Boston modellens klassifikationer af forretningsområder. Boston modellen er typisk set brugt på produkter for at se hvilke

⁹¹ Følgende oplysninger er indhentet fra Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 7

produkter som genererer omsætning og indtjening for virksomheden. Grundet manglende indsigt i Coloplasts forskellige produkter og deres status (questionmark, star, cash cow, dog), er modellen i denne afhandling benyttet på produktgrupper og ikke på enkeltprodukter.

5.2.2.1 Stomi

Stomi produkterne udgør 41 % af Coloplast samlede koncernomsætning (2008/09) og er dermed en af Coloplasts største produktgrupper med en stabil andel af omsætningen. Coloplast har en global markedsandel for stomi produkter på 35-40 %, hvilket betragtes som en stor andel. Ifølge Coloplast udgør stomi-markedet ca. 10 mia. kr. globalt set og vokster ca. 4 % om året⁹².

På baggrund heraf vurderes stomisegmentet hos Coloplast som en Cash Cow ifølge Boston modellen. Coloplast bør fortsat udnytte den markedsposition de har til at bevare en stabil afsætning. Coloplast skal dog hele tiden sørge for at have nye produkter i pipeline, således de ikke pludselig står i en situation hvor konkurrenterne udvikler nye og forbedrede stomi-produkter og dermed tager markedsandele fra Coloplast. Selskabet er fuldt opmærksomt på dette og har øget omkostninger til forskning og udvikling over de seneste år og har tidligere haft en målsætning om at være markedsleder indenfor forskning og udvikling. Selvom dette ikke længere fremgår direkte af strategien, se afsnit 5.2.3, må det stadig forventes at være et af deres fokusområder.

5.2.2.2 Urologi og Kontinens

Urologi og Kontinens produkterne udgør næsten den samme andel af koncernomsætningen som stomi produkterne, nemlig 42 % (2008/09). Omsætningen er stabil og den globale markedsandel udgør 5-10 % for Urologi og 30-35 % for Kontinens, hvilket ligeledes vurderes som en stor markedsandel. Muligheden for vækst på det amerikanske marked blev øget i april 2008, da tilskuddet til katetre blev sat op fra 4 katetre til 200 katetre om måneden⁹³.

⁹² Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 6

⁹³ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 8

Det globale marked for Kontinens er vurderet til ca. 10 mia. kr. med en forventet vækst på 5-7 %, mens det globale marked for Urologi, på den del som Coloplast er repræsenteret på, er vurderet til 10 mia. kr. med en forventet vækst på 7-9 %⁹⁴.

På baggrund af disse overvejelser vurderes det at også dette segment er en Cash Cow, og Coloplast bør for disse produkter, ligesom for stomiprodukterne, fortsat udnytte den markedsposition de har til at bevare en stabil afsætning. Igen skal man dog også for dette segment være opmærksom på at have nye produkter i pipeline.

5.2.2.3 Hud- & Sårpleje

Hud- og sårpleje produkterne udgør de sidste 17 % af koncernomsætningen, og den globale markedsandel er på 5-10 %. Denne markedsandel vurderes som lav og på baggrund af en lavere andel af omsætningen må dette segment betragtes som et Questionmark. Det globale marked, på den del som Coloplast er repræsenteret på, vurderes til ca. 14. mia. kr. med en forventet vækst på 5-7%⁹⁵.

Coloplast bør overveje hvorledes de i fremtiden vil behandle segmentet og forsøge at øge markedsandelene og således forsøge at lave segmentet til et Star segment. Alternativt risikeres det at markedsvæksten falder og segmentet i stedet må betragtes som et Dog segment. Dette understøttes af aktieanalytikere i artiklen "Julekalender: Nu skal Coloplasts væksttempo op"⁹⁶ hvor analytikerne hælder mest til at dette marked bliver solgt fra i fremtiden hvis ikke de seneste tiltag kan få markedsandelen op.

Som nævnt i afsnit 5.1.2.5.3 er der flere nye tiltag som Coloplast forventer sig meget af indenfor Hud- og Sårpleje: Silikone samt salg af bandager i hjemmeplejen frem for på hospitalerne. Ydermere er der også mulighed for at positionere sig yderligere på området ved at udvikle produkter indenfor "Topical negative pressure".

⁹⁴ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 6

⁹⁵ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 6

⁹⁶ www.borsen.dk, "Nu skal Coloplasts væksttempo op", 28.11.2009

5.2.2.4 Delkonklusion

Efter en vurdering af de 3 produktgrupper kan det konkluderes at langt størstedelen af Coloplast omsætning generes af segmenter som er stabile og har en høj markedsandel. Denne fordeling er vigtig i forhold til at vurdere stabiliteten af selskabets forretningsgrundlag som jo er selskabets produkter.

Lave markedsandele og lav vækst for produkter kan være et tegn på at et selskab er på vej mod nedgang, hvilket dog ikke er tilfældet hos Coloplast som jo netop har produkter med høje markedsandele og høje vækstrater. Selskabet skal dog være opmærksom på produktudvikling så de hele tiden kan forny sig og leve op til brugernes krav og behov. Ligeledes skal der være fokus på segmentet for Hud- & Sårpleje samt mulighederne for fornyelse indenfor dette område.

5.2.3 Analyse af Coloplasts strategi

Coloplast har som nævnt en mission om at *"gøre livet lettere for mennesker med behov inden for intim sundhedspleje"*⁹⁷. Dette udmønter sig i en strategi som ændrer sig løbende, men siden begyndelsen af 2009 har den været baseret på profitabel vækst. I årsrapporten 2008/09 er det formuleret således:

"Helt konkret vil Coloplast fokusere på:

Stomi og Kontinens

- *Styrke såvel væksten som indtjeningen på de europæiske kernemarkeder*
- *Investere selektivt i landene uden for Europa*

Urologi, Hud- og Sårpleje

- *Forbedre indtjeningen markant gennem effektiviseringer og besparelser og derefter investere i vækst*

⁹⁷ [www.coloplast .dk](http://www.coloplast.dk)

*Koncernen vil generelt reducere omkostningerne, bl.a. gennem fortsat udflytning af produktion til lavtlønslande og et stærkt fokus på en vedvarende omkostningsbevidst adfærd.*⁹⁸

Dette er en ændring af den tidligere strategi formuleret i 2005 som skulle være gældende til 2012. Ifølge denne var strategien at:

- *”Coloplast skal blive markedsleder indenfor de 3 produktgrupper*
- *Coloplast skal blive markedsleder indenfor innovation*
- *Coloplast skal vokse med 2-cifrede organiske vækstrater*
- *Coloplast skal have en højere værdiskabelse end andre sammenlignelige selskaber.*⁹⁹

Den nye strategi er lidt blødere. Der er stadig tale om at selskabet skal skabe vækst og styrke indtjeningen, men der er ikke længere ”krav” om at selskabet skal være markedsleder eller vokse med 2-cifrede vækstrater. Dette kan tolkes som en svaghed, selskabet har ikke været i stand til at leve op til strategien og vælger derfor at formulere en mere vag strategi; eller som en styrke, selskabet har indset at den tidligere formulerede strategi har været for optimistisk set i lyset af den generelle markedsudvikling og har i stedet reformuleret strategien således at det rent faktisk er muligt at opnå de forventede resultater. En anden vinkel kan være at den nye direktør nu har fået foretaget de strategiske ændringer han og bestyrelsen ønskede, og i den forbindelse har udarbejdet en ny strategi som er tilpasset de nye forhold i selskabet.

Der er under alle omstændigheder tale om en strategi som umiddelbart ikke virker helt så optimistisk som den gamle, som desuden kunne virke lidt for ambitiøs da konkurrencen på de markeder Coloplast befinder sig på i den foregående analyse er defineret til at være relativt intens. Endvidere har Coloplast hidtil befundet sig lavt på rangstigen på markedet for Hud- og Sårpleje og det har været behæftet med en vis usikkerhed om man skulle forsøge at øge markedsandelene eller skille sig helt af med dette segment.

⁹⁸ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 4

⁹⁹ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 4

I det følgende foretages en analyse af den nye strategi, der bedst beskrives som en intensivering, idet der satses på såvel eksisterende markeder som eksisterende produkter. Ifølge Anshoff's 4 vækststrategier¹⁰⁰ satses der dermed på såvel markedsudvikling som produktudvikling og i visse tilfælde også markedspenetrering, hvilket passer fint med ordlyden i den nye strategi.

I forbindelse med analysen ses også på muligheden for at opfylde målene ud fra de betragtninger som er fremkommet i den eksterne og interne analyse.

5.2.3.1 Stomi og Kontinens

- *Styrke såvel væksten som indtjeningen på de europæiske kernemarkeder*
- *Investere selektivt i landene uden for Europa*

Det vurderes at Coloplast står stærkt til at styrke såvel vækst som indtjening på de europæiske kernemarkeder. Efterhånden er der styr på det tyske marked efter en del turbulens som følge af tidligere problemer, se afsnit 5.1.2.2. Der skal dog i den forbindelse gøres opmærksom på at Coloplast allerede er førende på det europæiske marked indenfor såvel Stomi som Kontinens og Urologi¹⁰¹. Der kan derfor forventes intens konkurrence om markedsandelene. Væksten i Europa styrkes dog af at blandt andet Rusland er i gang med at etablere sundhedssystemer¹⁰².

Coloplast har kun en mindre markedsandel i USA hvor der umiddelbart må forventes at vækstpotentialet er størst som følge af den nye amerikanske sundhedsreform, se også afsnit 5.1.1.1. Ifølge koncerndirektør Lene Skole bliver det da især også USA som bliver et vigtigt marked for Coloplast¹⁰³. Ydermere har amerikanerne fået ændret tilskudsordningen således de nu kan få tilskud til 200 katetre om måneden mod tidligere 4.

¹⁰⁰ Elling & Sørensen, s. 99

¹⁰¹ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 8

¹⁰² Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 6

¹⁰³ www.borsen.dk, "Coloplast har meget at leve op til", 28.01.2010

Coloplast har endvidere introduceret nogle produkter til genopretning af bækkenbund samt katetre til børn i 2. kvartal af 2009¹⁰⁴, hvilket betyder at de ikke har slået fuldt igennem på regnskabet for 2008/09, men først får fuld effekt i 2009/10.

Som nævnt i afsnit 5.1.2.5 vurderes der at være vækstpotentiale på markedet for Stomi på 4-5 % og med kun få store udbydere, hvorfor det vurderes muligt for Coloplast at opfylde strategien om styrket vækst og indtjening.

På området for Kontinens er der større konkurrenceintensitet, men også her vurderes det muligt at styrke såvel vækst som indtjening som følge af nye produktintroduktioner samt udvikling af potentielle markeder.

Strategien siger ikke umiddelbart noget om hvilke lande det er som der skal investeres i, men det må formodes at være lande i blandt andet Asien og Sydamerika der er interessante for Coloplast at investere i som nævnt i afsnit 5.1.1.2. I forvejen er en del af produktionen jo flyttet til Kina og det må formodes at man også forventer en vis afsætning i den del af verden.

5.2.3.2 Urologi, Hud- og Sårpleje

- *Forbedre indtjeningen markant gennem effektiviseringer og besparelser og derefter investere i vækst*

På dette område søger Coloplast selv at styrke indtjeningen gennem effektiviseringer og besparelser. Dette kan umiddelbart virke som en svær opgave idet selskabet allerede har "slanket" omkostningssiden ved blandt andet at flytte produktionen til udlandet. Selskabet mener dog stadig at de kan finde besparelse på disse områder. Det er af Coloplasts årsrapport ikke muligt at se en opgørelse af omkostninger fordelt på de tre markedsområder, hvorfor det ikke umiddelbart er muligt at vurdere om der er mulighed for yderlige besparelser.

¹⁰⁴ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 6

For Urologi segmentet er der tale om produkter som benyttes ved kirurgiske indgreb, hvorfor den primære samarbejdspartner er personalet på hospitaler. Her er det yderst vigtigt at Coloplast plejer det gode forhold, og er fremme i skoene med hensyn til at produktudvikle og introducere nye produkter. Det betyder at det er et område hvor det kan være farligt at skære for meget i omkostningerne til salgs- og udviklings personale, da det er dem som skal bære den fremtidige indtjening på området.

For Hud- og Sårpleje er der tale om forholdsvis homogene produkter, men som nævnt i afsnit 5.1.2.5.3 har Coloplast flere muligheder for fremtidige satsninger hvor de kan nå at vinde markedsandele før konkurrenterne. En af ulemperne på dette område er dog at Coloplast ikke er markedsledere og derfor ikke kan udnytte de samme stordriftsfordele som indenfor de 2 andre markedsområder. Som Lars Rasmussen udtaler: *"Vi står i en rigtig gunstig situation med et godt cash flow og stort set ingen gæld. Derfor kan vi sagtens finansiere et opkøb. Her har vi et stort potentiale og er interesserede i køb inden for sårpleje. Men fokus i første omgang er at forbedre den nuværende indtjening og herefter er vi meget åbne for et opkøb"*¹⁰⁵

5.2.3.3 Koncernen generelt

- *Reducere omkostningerne, bl.a. gennem fortsat udflytning af produktion til lavtlønslande og et stærkt fokus på en vedvarende omkostningsbevidst adfærd.*

Det kan umiddelbart være svært at se hvilke omkostningstyper der kan skæres yderligere i, da Coloplast allerede har flyttet ca. 85 % af produktionen til lavtlønslande, se afsnit 5.2.1.1.2.

Coloplast har dog i første kvartal af regnskabsåret 2009/10 reduceret omkostningerne til administrationen ved at reducere direktionen fra 5 til 3 personer. Dette er en medvirkende faktor til at selskabet har revurderet sine forventninger til dette regnskabsår, således de

¹⁰⁵ www.business.dk, "Coloplast arbejder mod et opkøb", Morten Johnsen, 29.4.2010

forventer at få en overskudsgrad på 19 % i regnskabsåret 2009/10, og nå de 20 % som har været deres målsætning over de sidste år, allerede i regnskabsåret 2010/11¹⁰⁶.

På baggrund heraf virker det ikke urealistisk at selskabet kan reducere omkostningerne i forhold til årsregnskabet for 2008/09. Der er dog tale om relativt kortsigtede besparelser, idet man kun kan reducere direktionen en gang, hvilket betyder at det kan blive svært at finde nye områder til besparelser i fremtiden. Men en konstant fokus på at holde omkostningerne nede er selvfølgelig et vedvarende tiltag.

Selskabet skal dog passe på ikke at blive for fokuseret på at mindske omkostningerne. Hvis en af metoderne til fremtidige besparelser bliver at skære i den tilbageværende medarbejderstab i Danmark eller skære nogle af medarbejdernes goder væk, således de tilbageværende begynder at opleve at deres hverdag bliver mere presset og det måske begynder at blive mindre motiverende at gå på arbejde, er der en risiko for at medarbejderne vil søge væk fra selskabet. Dette kan blive et stort problem for Coloplast, idet selskabet, som tidligere nævnt, er afhængig af de menneskelige ressourcer og den viden de besidder, samt det gode forhold til plejepersonale, brugere og indkøbere af deres produkter.

5.2.3.4 Delkonklusion

Den nye strategi virker umiddelbart mere realistisk end den tidligere fra 2005. Det vurderes at selskabet har mulighed for at opfylde den nye strategi. Det er ikke umiddelbart at se, hvilke områder der kan sættes ind på i forhold til effektiviseringer og besparelser, men som nævnt vurderes det at der er gode vækstmuligheder såvel i Europa og Asien, som i USA.

Endvidere vurderes det at det er muligt at reducere det generelle omkostningsniveau, men det er i den forbindelse vigtigt for selskabet, hele tiden at have fokus på produktudvikling og personalepleje. Hvis der skæres for meget på disse områder, risikeres det at give bagslag, i form af dårligere arbejdsmiljø, flere sygedage, flere opsigelser med mere, som

¹⁰⁶ www.borsen.dk, "Coloplast på strategisk slankekur", 30.01.2010

vil være med til at forringe det gode samarbejde med plejepersonale og brugere af Coloplasts produkter.

Strategien kan bedst beskrives som intensivering, idet der primært satses på nuværende produkter på nuværende markeder. Selskabet har ved at frasælge de produktgrupper som ligger udenfor deres kompetence områder, eksempelvis frasalget af brystprotese- og brachyterapi-forretningerne i 2006/07, samt tilkøbet af Mentor Corporations urologiforretning i samme regnskabsår, tydeligt vist at de vil satse på kernekompetencerne og dermed skabe vækst gennem forøgelse af markedsandele.

Selskabet har endvidere de bedste muligheder for at være på forkant med udviklingen på grund af det nære samarbejde med plejepersonale og slutbrugere og har dermed skabt en god platform for vækst gennem produktudvikling. Som nævnt i afsnit 5.1.1.2 ligger der også en vækstmulighed i produktion af genanvendeligt udstyr, idet hospitalerne flere steder i verden genbruger engangsudstyr med store omkostninger til følge. Den fremtidige udvikling indenfor miljømæssige tiltag, afsnit 5.1.1.5, giver også gode muligheder for vækst i form af udstyr uden phthalater og lignende.

Ved at satse på besparelser og effektiviseringer, blandt andet i form af indførsel af LEAN i forsknings- og udviklingsafdelingen og udflytning af produktionen til lavtlønslande, har Coloplast også vist at de også ønsker at satse på øget vækst på eksisterende markeder, det vil sige markedspenetrering. Ved denne strategi er det vigtigt at holde omkostningsniveauet nede, idet kunderne allerede kender de forskellige udbydere og deres produkter, og der i overvejende grad konkurreres på priserne.

5.3 SWOT

Som konklusion på den strategiske analyse, udarbejdes en SWOT analyse for Coloplast, for således at samle op på alle de værdiskabende faktorer og muligheder og trusler for selskabet både internt og eksternt. Da alle punkterne er beskrevet i det foregående er denne analyse kun sat op i punktform.

5.3.1.1 Styrker

- *"Coloplast er verdens førende leverandør af hjælpemidler og service inden for intim sundhedspleje."*¹⁰⁷
- Coloplast har en stor markedsandel af Stomi markedet, ca. 1/3 af det globale marked, og er veletableret på alle geografiske markeder. Coloplast har ca. 1/5 af det globale Urologi og Kontinens marked og er også her meget veletableret.
- Branded Coloplast er meget stærkt
- Coloplast har en god tilpasningsevne, og er meget omkostningsbevidst og har konstant fokus på muligheden for at reducere omkostningerne og dermed skabe et bedre resultat.
- Coloplast har et meget tæt samarbejde med kunderne, både hospitaler, plejepersonale og slutbrugere som led i udvikling af nye produkter samt afsætning af eksisterende produkter.
- Coloplast har stor fokus på fastholdelse og rekruttering af medarbejdere.
- Coloplast har fortsat mulighed for at udvikle sig selv, øge effektiviteten, forhandle sig til bedre kontrakter med kunder og leverandører og dermed opnå en øget organisk vækst indenfor selskabets egne rammer.
- Coloplast har mulighed for at udvide selskabet ved opkøb af mindre selskaber¹⁰⁸. Muligheden herfor vurderes hovedsageligt at være tilstede for Hud- og Sårpleje segmentet hvor Coloplast på nuværende tidspunkt har en markedsandel på ca. 10 % af det globale marked¹⁰⁹, og dels også på Urologi og Kontinens markedet hvor Coloplast har en markedsandel på ca. 20 % af det globale marked¹¹⁰.
- Coloplast har mulighed for at udvide kontrakten med Johnson & Johnson som udløber i oktober 2012.
- Coloplast har store muligheder for udvidelse af markedsandele i USA¹¹¹ hvor de på nuværende tidspunkt ikke er markedsleder.

¹⁰⁷ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 4

¹⁰⁸ www.Business.dk, "Coloplasts kur mod krise", Beile Grünbaum, 2.3.2008

¹⁰⁹ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 7

¹¹⁰ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 7

¹¹¹ www.Business.dk, "Coloplasts kur mod krise", Beile Grünbaum, 2.3.2008 samt www.iyskebank.dk, "Coloplast (akkumuler): Kapitalmarkedsdag bekræfter casen, 30.09.2009

- Coloplast har en fordel i allerede at være etableret på flere markeder med hjemmepleje, som kan blive et større segment i fremtiden.
- Ny direktør som formår at skabe resultater og genskabe tilliden.

5.3.1.2 Svagheder

- Coloplast tætte samarbejde med kunderne varetages og plejes af Coloplast salgsmedarbejdere, hvilket gør Coloplast meget afhængige af kompetente og loyale medarbejdere.
- Coloplast har ikke mulighed for at vokse på Stomi markedet ved opkøb da selskabet allerede er for stort¹¹² og allerede har en markedsandel på ca. 30 % del af det globale marked.
- Coloplast risikerer at miste kontrakten med Johnson & Johnson som udløber i oktober 2012.
- Coloplast oplevede på det tyske marked en stor medarbejderafgang hvilket påvirkede omsætningen på markedet væsentligt da medarbejderne tog kunderne med sig. Coloplast er således meget afhængige af medarbejderne.
- Ny direktør, kan han leve op til forventningerne og genskabe tilliden.

5.3.1.3 Muligheder

- Branchens aktører har mulighed for at vinde markedsandele i forbindelse med licitation af kontrakter fra sundhedssystemer eller regioner som gerne vil have en fast aftale med en bestemt leverandør eller gerne vil skifte leverandør.
- Branchens aktører har mulighed for at vinde markedsandele i forbindelse med sundhedsreformer. Sundhedsreformer sker hele tiden og i mange lande er der stadig ikke klare retningslinjer for sundhedssystemet og der er derfor mulighed for at sundhedsreformer falder ud til fordel for aktørerne i medicobranschen.
- Den demografiske udvikling giver mulighed for at øge afsætningen indenfor branchen. En stor målgruppe for branchen er ældre mennesker og mennesker med

¹¹² www.Business.dk, "Coloplasts kur mod kriser", Beile Grünbaum, 2.3.2008

livsstilssygdomme, så i takt med at gennemsnits levealderen stiger øges denne målgruppe, hvilket giver mulighed for øget omsætning.

- Branchens aktører har mulighed for at lave langvarige faste og fordelagtige kontrakter med leverandører, da forhandlingsstyrken er på medicoselskabernes side.
- Branchens aktører har mulighed for at udvikle nye innovative produkter der efterkommer brugernes skiftende behov i takt med den teknologiske udvikling.
- Der er mulighed for øget afsætning hvis hospitaler kan overbevises om at genanvendelse af engangsprodukter ikke er en optimal løsning på lang sigt.
- Der er mulighed for at vinde markedsandele ved at profilere sig som miljøvenlig producent.

5.3.1.4 Trusler

- Branchens aktører risikerer i forbindelse med sundhedsreformer at miste omsætning som følge af reducerede tilskudsordninger og lignende.
- Branchens aktører risikerer at miste kontrakter i forbindelse med licitation af kontrakter.
- Branchens aktører risikere store tab som følge af udvikling i valutakurser på det internationale marked. Risikoen omfatter specielt omsætningen i GBP og USD.
- Grundet økonomisk krise er der risiko for at investorerne ikke er så villige til at låne branchens aktører penge til brug for opkøb og udvidelse.
- Der er risiko for øgede produktionsomkostninger som følge af øgede grønne afgifter og krav til mere miljørigtig produktion.
- Der er risiko for øgede produktionsomkostninger hvis sundhedssystemerne udvider godkendelsesprocedurerne, således at kravet til dokumentation og efterprøvning af produkterne øges.
- Medicinske fremskridt og nye innovative produkter kan resultere i at behovet for branchens eksisterende produkter falder, hvilket vil medføre lavere afsætning for medicoselskaberne.
- På grund af varernes frie bevægelighed er der risiko for parallelimport af produkter men til en lavere pris.

- Der er risiko for at konkurrenterne kommer med bedre og/eller billigere produkter.
- Der findes substitutter for de fleste produkter (dog ikke stomi), og der er dermed risiko for at substitutterne bliver mere populære og vinder markedsandele.
- Intens konkurrence på nogle markeder øger risikoen for at tabe markedsandele.
- Der er risiko for reduceret afsætning som følge af hospitalers genanvendelse af engangsprodukter.
- Der er risiko for begrænsninger i vækst som følge af international monopolregulering, eller nationale import begrænsninger, herunder øgede told og afgifter.
- Den demografiske udvikling kan medføre et øget pres på priserne idet der bliver færre skatteydere (befolkning i aldersgruppen 20-50) mens der bliver flere ældre.
- Da det på markeder hvor der afsættes til regeringer og hospitaler er køberne der har forhandlingsstyrken, er der risiko for at medicoselskaberne bliver presset på prisen.

6 Regnskabsanalyse

6.1 Reformulering af årsregnskab

I dette kapitel vurderes det, hvorvidt man kan bruge det klassiske årsregnskab når man som investor skal vurdere om man vil investere i aktier i et givet selskab. Der foretages en gennemgang af Coloplast anvendte regnskabspraksis med henblik på at vurdere indholdet i de forskellige regnskabsposter. Gennemgangen af regnskabspraksis anvendes til reformulering af Coloplast årsregnskab for analyseperioden således at den kan benyttes til rentabilitetsanalysen i afsnit 6.2.

6.1.1 Det klassiske årsregnskabs egnethed til analysebrug

Alle investorer har forskellige forventninger til afkast. Deres forventninger er især påvirket af den risiko der er forbundet med den virksomhed de investerer i, men også af hvor lang – eller kort tid – pengene er bundet i investeringen. Tager investor udgangspunkt i det klassiske årsregnskab og dets nøgletal, tages der ikke hensyn til de forventninger. Ydermere er der flere forhold som ikke fremgår af årsregnskabet, eksempelvis medarbejdernes viden og knowhow, synergieffekter, varemærker m.m. Typisk vil det klassiske årsregnskab også måle aktivernes værdi til historisk kostpris frem for kapitalværdi.

Et selskab har både drifts- og finansieringsaktiviteter. Det klassiske årsregnskab tager ikke hensyn til dette, og regnskabet bør derfor opdeles i disse 2 aktivitetstyper til brug for analysen. Det skyldes at driftsaktiviteterne ofte kan være påvirket af poster vedrørende finansieringsaktiviteterne i årsregnskabet.

I forbindelse med budgetlægningen til brug for værdiansættelsen, er det ligeledes vigtigt at der er foretaget opdeling i såvel drifts- som finansieringsaktivitet. Hvis ikke, udarbejdes budgettet på et forkert grundlag, hvilket kan medføre katastrofale følger for investorer hvis virksomheden dermed ikke kan leve op til de forventninger og afkastkrav som investorerne måtte have.

6.1.2 Regnskabsmanipulation

Et vigtigt aspekt set fra et investor-synspunkt, er risikoen for regnskabsmanipulation. Det er væsentligt at vide om der er risiko for at selskabets ledelse kan have manipuleret med tallene for at fremstå bedre overfor selskabets interessenter. Her er det nødvendigt at foretage en vurdering af den regnskabspraksis som selskabet følger og hvorvidt den er konsistent med tidligere år, samt risikoen for at den bliver manipuleret.

Idet Coloplast er underlagt revisionspligt, og dermed bliver gransket af et af verdens førende revisionsfirmaer, opnås en vis grad af sikkerhed. Dette giver dog kun en begrænset sikkerhed, idet revisionsfirmaet kun skriver under på: "at der er opnået en høj grad af sikkerhed for at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation".

Revisionspåtegningen giver dermed ikke 100 % sikkerhed, idet revisionsfirmaet ikke undersøger alle poster og bilag. En blank revisionspåtegning giver dog en højere grad af sikkerhed, end hvis revisor har taget forbehold eller anført supplerende bemærkninger i forbindelse med påtegningen. Investor er derfor nød til selv at vurdere hvorvidt der er områder som kunne tyde på at der er foretaget regnskabsmanipulation.

I Coloplasts tilfælde kunne det være på området for bonus aflønning. Selskabets ledelse er delvis bonusaflønnet, og får endvidere tildelt et antal aktieoptioner. Bonusmål udgøres blandt andet af selskabets overskud og EBIT-margin, mens optionerne tildeles uanset det opnåede resultat.¹¹³ Ledelsen kunne dermed have et incitament til at manipulere regnskabstallene, således det viste et bedre resultat, men da bestyrelsen ikke er med i ordningen, og det i sidste ende er den der har ansvaret for aflæggelsen af årsrapport, vurderes det at den også vil vurdere den opnåede bonus og dermed også kigge ekstra grundigt på resultatet.

Ydermere er der ingen bestyrelsesmedlemmer som er tidligere direktionsmedlemmer, og der er ingen personer som både er medlem af bestyrelse og direktion, og Coloplast mindsker endvidere risikoen for regnskabsmanipulation ved at følge de anbefalinger om selskabsledelse i Danmark som fondsbørsen offentliggjorde i 2005.¹¹⁴

¹¹³ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 12

¹¹⁴ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s. 17

6.1.3 Regnskabspraksis¹¹⁵

Formålet med reformulering af årsregnskabet er at få et grundlag der er sammenligneligt over hele analyseperioden, og regnskabspraksis gennemgås derfor, for at sikre kontinuitet i udviklingen i de enkelte regnskabsposter.

Coloplast er et internationalt børsnoteret selskab i regnskabsklasse D og skal derfor overholde en lang række forskellige selskabs- og regnskabslovgivninger samt standarder og krav fra fondsbørsen. Coloplast har med virkning fra regnskabsåret 2005/06 aflagt årsrapporten efter IFRS, hvorefter aktiebaserede aflønninger måles til dagsværdi og indgår i resultatopgørelsen, mod tidligere indregning på egenkapitalen¹¹⁶.

Af hensyn til ovenstående anvendes der ved analyse af de historiske regnskabstal og reformulering af årsrapporten til anvendelse for budgettet kun en analyseperiode på 4 år, 2005/06 – 2008/09. Det vurderes at en analyseperiode på 4 år vil give et retvisende billede af Coloplasts historiske økonomiske udvikling og indtjeningsevne, som er tilstrækkelig som grundlag for udarbejdelse af budget til værdiansættelse.

Coloplast har i årsrapporten 2006/07 solgt aktier i selskaberne Mills Biopharmaceuticals LLC i USA og AMOENA Medizin-Orthopädie-Technik GmbH i Tyskland og for at opnå sammenlignelighed i årsrapporten er resultatet af disse datterselskaber udskilt fra den øvrige resultatopgørelse for såvel regnskabsåret 2006/07 og sammenligningsperioden 2005/06. Det betyder at sammenligningstallene i årsrapporten 2006/07 ikke stemmer til årsrapporten for 2005/06. I forbindelse med reformuleringen og regnskabsanalysen anvendes sammenligningstallene i årsrapporten 2006/07 for perioden 2005/06 da disse er rensat for ophørende aktiviteter og dermed vurderes mere sammenlignelige.

6.1.4 Reformuleret årsregnskab

Ved reformulering af årsregnskaberne for Coloplast er der foretaget en opdeling af aktiviteterne i henholdsvis driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Formål hermed er at få et

¹¹⁵ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 30-35

¹¹⁶ Coloplast A/S årsrapport 2005/06, s. 33

klart billede af selskabets kerneaktivitet, og dermed få mulighed for at analysere herpå. De officielle årsregnskabsresultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og relevante noter, for årene 2005/06 – 2008/09 kan rekvireres på Coloplast hjemmeside. Ændringer foretaget ved reformulering er beskrevet i det følgende fordelt på balance, egenkapital og resultatopgørelse.

6.1.4.1 Balance

Balancen opdeles i driftsaktiver og forpligtelser, finansielle aktiver og forpligtelser, minoritetsinteresser og egenkapital.

Til driftsaktiver henføres alle anlægsaktiver, idet det forudsættes at finansielle aktiver er anskaffet med afkast for øje, og ikke blot som pengeplacering. Ydermere henføres varebeholdninger og tilgodehavender til driftsaktiver, mens værdipapirer og likvide beholdninger henføres til finansielle aktiver.

Til driftsforpligtelser henføres alle gældsposter med undtagelse af gæld til kreditinstitutter som henføres til finansielle forpligtelser, da finansielle forpligtelser og desuden også finansielle aktiver omfatter poster der medvirker til at tilvejebringe den nødvendige kapital til driften.

I nedenstående oversigt afsættes de finansielle aktiver mod de finansielle forpligtelser, idet det forudsættes at de finansielle aktiver forholdsvis simpelt kan anvendes til at indfri de finansielle forpligtelser. Driftsforpligtelserne afsættes tilsvarende mod driftsaktiverne, hvilket giver et reelt billede af de netto driftsaktiver som vedrører driften.

Figur 9: Reformuleret balance

	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Driftsaktiver	7.333	7.787	7.477	7.833
Driftsforpligtelser	2.624	2.420	2.253	2.187
Netto driftsaktiver	4.709	5.367	5.224	5.646
Finansielle aktiver	630	194	273	149
Finansielle forpligtelser	2.489	3.270	3.097	2.990
Netto rentebærende gæld	1.859	3.076	2.824	2.841
Egenkapital	2.850	2.290	2.398	2.804
Minoritetsinteresser	-	1	2	1
NRG + EK + MIN	4.709	5.367	5.224	5.646

Kilde: Egen tilvirkning

Egenkapitalen kan herefter opgøres som:

$$\text{Egenkapitalen (EK)} = \text{Nettodriftsaktiver (NDA)} - \text{Nettorentebærende gæld (NGR)} - \text{Minoritetsinteresser (MIN)}.$$

6.1.4.2 Egenkapitaloppgørelse

Af den klassiske balance er det svært at se hvor stor en del af nettooverskuddet som er et resultat af selskabets drift og hvor stor en del der kommer fra værdiforøgelser og andre aktiviteter som ikke vedrører den primære drift, og derfor er det nødvendigt at reformulerer egenkapitalen. Reformulering gøres ved at opdele året transaktioner på egenkapitalen i to grupper, transaktioner med ejere og totalindkomst. Transaktioner med ejere omfatter transaktioner som udbetaling af udbytte, tilbagekøb af aktier og kapitalindskud fra ejere, mens poster i totalindkomsten omfatter alle værdistigninger og forringelser der er indregnet direkte på egenkapitalen som følge af regnskabslovgivningen.

Egenkapitalen kan således også opgøres som:

$$\text{Egenkapital (EK)} = \text{EK primo} + \text{transaktioner med ejere} + \text{totalindkomst}$$

Coloplast opdeler egenkapitalen i den officielle egenkapitaloppgørelse i grupper der meget ligner de grupper vi skal bruge i analysesammenhæng, og den regnskabsmæssige egenkapitaloppgørelse giver derfor også et forholdsvis retvisende billede af hvilke

transaktioner der skaber reel værdi for ejerne og hvilke transaktioner der kommer fra driften. Dette er imidlertid ikke altid tilfældet og det er derfor vigtigt at vurdere alle egenkapitalopgørelser i analyseperioden inden de anvendes til analyse.

Egenkapitalopgørelsen kan således reformuleres til følgende:

Figur 10: Reformuleret egenkapitalopgørelse

	2008/09		2007/08		2006/07		2005/06	
Egenkapital primo		2.290		2.398		2.804		2.512
Transaktioner med ejere								
Køb af egne aktier	-		-510		-1.024		-98	
Salg af egne aktier	24		26		-		-	
Kurstab ved udnyttelse af optioner	-5		-		-		-	
Aktiebaseret vederlæggelse	26		20		7		-	
Udbetaling af udbytte	-257	-212	-396	-860	-184	-1.201	-162	-260
Totalindkomst								
Sikring af rente risici	-		-		102		57	
Skatteeffekt af sikring af rente risici	-		-		-29		-16	
Sikring af valutakursrisici	-57		3		-6		4	
Skatteeffekt af sikring af valutakursrisici	-		-		2		-1	
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta	-16		-8		-108		-75	
Ændring af primoværdier og øvrige reg. vedr. datterselskaber	-38		41		-3		-31	
Årets resultat	883	772	715	751	837	795	614	552
Egenkapital ultimo		2.850		2.290		2.398		2.804

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.4.3 Resultatopgørelse

Resultatopgørelsen opdeles ved reformulering i driftsoverskud fra salg, som omfatter alle indtægter og udgifter som kan henføres til den primære aktivitet, andet driftsoverskud, som er alle øvrige poster i driften med undtagelse af renter samt totalindkomstposterne fra egenkapitalen, og finansielle poster, som omfatter selskabet renter.

Coloplast anvender en funktionsopdelt resultatopgørelse, hvilket betyder at afskrivningerne er fordelt på de regnskabsposter som de vedrører. I den reformulerede resultatopgørelse er afskrivningerne rensat ud af disse regnskabsposter og indeholdt i en regnskabslinje for sig selv. Afskrivninger indgår i regnskabslinjerne produktions-, distributions-, administrations- samt forsknings- og udviklingsomkostninger, andre driftsomkostninger og særlige poster. Regnskabsposterne renses for afskrivningerne da afskrivningerne i forbindelse med budgettet skal behandles separat, mere herom under budgettet.

Øvrige poster som ikke åbenlyst indgår i driftsresultat før salg er behandlet som følger:

- Andre drifts- indtægter og omkostninger forudsættes at vedrøre den sekundære drift da intet andet er oplyst.
- Særlige poster er i alle årene medtaget som andre driftsposter med undtagelse af nedskrivning af forretning i Tyskland i 2006/07 som er indregnet som afskrivning.
- Værdireguleringer under finansielle poster er medtaget under andre driftsposter således det kun er faktiske renter der indgår i reformulerede resultatopgørelse som renter.
- Alle ikke-resultatførte poster fra egenkapitalopgørelsen, de poster der ved reformulering af egenkapitalen blev klassificeret som totalindkomstposter, inkluderes i anden driftsoverskud for således at skabe en opgørelse på totalindkomstbasis af både overskuddet fra driften og fra finansieringsaktiviteten.

For samtlige ovenstående poster, med undtagelse af posterne fra egenkapitalen, gælder det at de påvirker selskabets skatteberegning. I den klassiske resultatopgørelse vises skatteomkostningerne som en samlet post, men da vi ved reformulering gerne vil vise effekten af grupperne, driftsaktivitet, finansieringsaktivitet og øvrige er det nødvendigt at opdele skatteposten og fordele den mellem grupperne. Opdeling af skatten er foretaget med udgangspunkt i det opgjorte resultater ved reformuleringen som følger:

- Driftsresultat fra salg før skat belastes med 25 % af driftsresultatet, netto finansielle poster belastes med 25 % af resultatet af netto finansielle poster og andet driftsresultat uden transaktioner fra egenkapitalen belastes med forskellen mellem beregnet skat på driftsresultatet og de netto finansielle poster og den faktiske omkostning til skat ifølge de officielle årsrapporter.

Der er ved beregning af skatten således ikke taget højde for forskellen mellem regnskabsmæssige og skattemæssige afskrivninger eller andre poster som skal eller ikke skal indgår i skatteberegningen, idet vi ikke har indblik i hvordan den faktiske skat for selskabet er opgjort.

Resultatopgørelsen kan på baggrund af ovenstående forudsætninger reformuleres til følgende:

Figur 11: Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse

	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Nettoomsætning	8.820	8.463	8.042	7.227
Produktionsomkostninger	-3.285	-3.049	-2.812	-2.588
Bruttoresultat	5.535	5.414	5.230	4.639
Distributionsomkostninger	-2.633	-2.549	-2.476	-2.172
Administrationsomkostninger	-575	-830	-931	-774
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-363	-386	-287	-237
Af- og nedskrivninger	-549	-4.120	-537	-4.302
	-841	-4.535	-474	-3.657
Driftsoverskud fra salg før skat	1.415	1.112	695	982
Skat af driftsoverskud	-369	-347	-251	-259
Driftsoverskud fra salg efter skat	1.046	766	445	723

Reformuleret resultatopgørelse, fortsat

	2008/09		2007/08		2006/07		2005/06	
Andre driftsindtægter	89		71		81		32	
Andre driftsomkostninger	-29		-29		2		1	
Flytning af afdelinger i USA	-		-		-		-60	
Jubilæumsgratiale	-		-		-29		-	
Omstrukturering af org. struktur forretningsprocesser	-80		-160		-		-	
Driftsresultat for ophørte aktiviteter	-		-		8		-5	
	-20		-118		62		-32	
Skat på andet driftsresultat	5		30		-16		9	
Gevinst ved salg af virksomhed efter skat	-		-		460		107	
Netto valutakursreguleringer	-56		35		32		-37	
Netto dagsværdiregulering på aktieoptioner	-9		75		-27		-64	
Netto dagsværdiregulering på terminkontrakter overført fra EK	40		63		15		5	
Netto andre fin. indtægter/omk. og gebyrer	-15		-15		-10		-	
Sikring af rente risici	-		-		102		57	
Skatteeffekt af sikring af rente risici	-		-		-29		-16	
Sikring af valutakursrisici	-57		3		-6		4	
Skatteeffekt af sikring af valutakursrisici	-		-		2		-1	
Kursregulering af aktiver i fremmed valuta	-16		-8		-108		-75	
Ændring af primo værdier og øvrige reguleringer vedr. datterselskaber	-38		41		-3		-31	
Skatteværdi af kurstab på medarbejder aktier	-	-166	-	106	-	475	-	-74
Totalindkomst fra driften		880		871		919		649
Renteindtægter	16		25		20		26	
Renteomkostninger	-160	-144	-185	-160	-184	-164	-159	-133
Skatteeffekt (skattefordel)		36		40		41		37
Netto finansielle omkostninger efter skat		-108		-120		-123		-96
Koncernresultat		772		751		796		553
Minoritetsinteresser		-		-		-1		-1
Totalindkomst		772		751		795		552

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.4.4 Pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelsens formål er at identificere hvorledes selskabets værditilvækst realiseres i pengestrømme, og ligesom balancen og resultatopgørelsen er det nødvendigt at reformulere pengestrømsopgørelsen. Resultatet af resultatopgørelsen og pengestrømsopgørelsen afviger som oftest, hvilket skyldes at reglerne for opgørelse af de to er forskellige.

Resultatopgørelsen opgøres på baggrund af faktiske transaktioner samt forventede transaktioner i form af hensættelser med videre, og således indgår der flere skønsmæssige forhold i resultatopgørelsen. Pengestrømsopgørelsen derimod inddeler pengestrømmene i drifts-, investerings- og finansieringsaktivitet på baggrund af faktiske finansielle transaktioner. Således kan man udlede at jo tættere sammenhæng der er mellem overskuddet og pengestrømmene, jo mindre er overskuddet baseret på subjektive, kalkulatoriske poster og tillægges derfor en højere kvalitet.¹¹⁷

Pengestrømsopgørelsen reformuleres for at kunne beregne det reelle frie cash flow som skal anvendes i forbindelse med værdiansættelse ved anvendelse af FCF modellen. Ved reformulering opdeles pengestrømmene i pengestrømme fra driftsaktivitet og pengestrømme fra finansieringsaktivitet, og der er således ingen pengestrømme fra investeringsaktivitet som der er i den officielle pengestrømsopgørelse. Ved reformulering tages der udgangspunkt i den officielle pengestrømsopgørelse og den tidligere reformulerede balance og resultatopgørelse.

Den reformulerede pengestrømsopgørelse kan beskrives således:¹¹⁸

$$\text{Pengestrøm fra drift} - \text{investering i driften} = \text{netto renteomkostninger} - \text{ændring i} \\ \text{netto finansielle forpligtelser} + \text{nettodividende}$$

eller:

$$C - I = NR - \Delta NFF + d$$

¹¹⁷ Elling og Sørensen, s. 151

¹¹⁸ Elling og Sørensen, s. 152-153

I den reformulerede pengestrømsopgørelse henføres pengestrømme fra investeringsaktivitet til driftsaktiviteten, da foretagne investeringer antages at understøtte driften. Der foretages ingen regulering af driftsaktiviteterne til finansieringsaktiviteten idet Coloplast i regnskabsåret 2007/08 som er grundlaget for reformuleringen ikke har foretaget investeringer i finansielle aktiver og tidligere kun har gjort dette i et meget lille omfang. Ligeledes er der ikke foretaget korrektion af eventuelle aktiverede renter idet disse oplysninger ikke fremgår af årsrapporten og størrelsen af eventuelle aktiverede renter derfor er ukendt.

Der er i den reformulerede pengestrømsopgørelse ikke foretaget korrektion af effekter fra køb og salg af virksomheder da effekten heraf vurderes at være meget lille og derfor ikke forventes at have væsentlig indflydelse på reformuleringen og opgørelse af FCF.

I den reformulerede pengestrømsopgørelse er nettorentebetalinger reklassificeret fra driftsaktiviteten til finansieringsaktiviteten da renterne er et afkast af finansieringsaktiviteten og i forbindelse med opgørelse af FCF ikke har noget at gøre med driftsaktiviteten. Nettorenterne er korrigeret efter skat som de er opgjort tidligere i forbindelse med reformulering af resultatopgørelsen med TDKK 120.

Da vi, i forbindelse med reformulering af balancen ikke har tillagt driftsaktiviteten en del af ændringerne i den likvide beholdning, som følge af en forudsætning om at driftsaktivitetens likviditetsbehov er uændret, henføres hele ændringen i den likvide beholdning til finansieringsaktiviteten.

Den officielle pengestrømsopgørelse er desuden gennemgået med henblik på at identificere ikke-likvide transaktioner som bør udskilles fra den reformulerede pengestrømsopgørelse, men ingen sådanne poster er identificeret og denne gennemgang har derfor ikke resulteret i nogen korrektioner.

På baggrund af ovenstående forudsætninger og korrektioner kan den reformulerede pengestrømsopgørelse opgøres som følgende:

Figur 12: Reformuleret pengestrømsopgørelse**Reformuleret pengestrømsopgørelse**

	2008/09	
Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet	1.830	
Netto rentebetalinger efter skat	108	
		1.938
Rapporteret pengestrømme fra investeringsaktivitet	-402	
FCF		1.536
Ændringer i finansielle passiver	485	
Netto rentebetalinger efter skat	108	
Ændringer i finansielle aktiver	705	1.298
Salg af egne aktier, netto	-19	
Betalt udbytte	257	238
FCF		1.536

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående reformulerede pengestrømsopgørelse viser et FCF på TDKK 1.536, hvilket kan anvendes i den senere værdiansættelse efter FCF modellen.

6.1.5 Delkonklusion

Som det ses af ovenstående giver det reformulerede regnskab et andet resultat end det officielle. Det skyldes at det klassiske årsregnskab er opstillet efter årsregnskabslovens skemakrav, og da skemakravene ikke tager hensyn til om indtægter og udgifter samt aktiver og passiver stammer fra drifts- eller finansieringsaktivitet er denne opstilling ikke særlig velegnet til analysebrug. Den klassiske egenkapitalopgørelse tager heller ikke hensyn til de bevægelser der vedrører reelle værdistigninger for investorerne.

For at investor kan udarbejde en velegnet analyse og fremskrivning efter egne forventninger, skal årsregnskabet derfor renses og reformuleres således størrelsen af henholdsvis driftsaktiviteterne og finansieringsaktiviteterne fremgår.

For Coloplast vedkommende betyder det at investor bør foretage sin vurdering af selskabets rentabilitet på baggrund af en totalindkomst på 772 mio. kr. i 2008/09 i modsætning til årsrapportens 883 mio. kr. Da den reformulerede totalindkomst er mindre

end resultatet af årsrapporten bør investor være opmærksom på skjulte risici, og tab der ikke indregnes over resultatet. Den optimale situation for investor er således når den reformulerede totalindkomst er større end resultatet af årsrapporten, da selskabet således alt andet lige har en bedre indtjening end der kommer til udtryk i årsrapporten.

6.2 Rentabilitetsanalyse

Egenkapitalens forrentning (ROE) er det vigtigste nøgletal set fra investors synspunkt, da det er egenkapitalens forrentning der fortæller investor hvor meget investeringen er værd, altså hvor meget han kan forvente at tjene på investeringen. Nøgletallet ROE er sammensat af selskabets resultat, selskabets evne til at udnytte fremmedkapital, aktiver osv. og kan opgøres som følger:

$$\text{ROE} = \text{Totalindkomst} / \text{Gennemsnitlig egenkapital}$$

eller

$$\text{ROE} = \text{ROIC} + \text{finansiel gearing}^{119}$$

De nøgletal som beregnes på baggrund af det klassiske regnskab er afhængige af klassificeringskravene til årsrapporten som beskrevet i det foregående kapitel. Det betyder at der medtages poster som for investor er irrelevante og endog kan være medvirkende til at give et misvisende billede af et selskabs evne til at skabe værdi for investor. Investor må derfor beregne nye nøgletal på baggrund af det reformulerede regnskab således han har et retvisende grundlag for vurderingen af det fremtidige afkast.

Investor kan dog ikke nøjes med at kigge på de historiske data, men må også tage hensyn til de ikke-finansielle værdiskabende enheder der er i selskabet, da disse også kan have stor indflydelse på værdiansættelsen af et selskab. De forhold i selskabet som ikke kommer til udtryk i historiske regnskabstal, er en del af den strategiske analyse, se kapitel 5 i nærværende afhandling. Således er der et samspil mellem de finansielle og de ikke-finansielle værdidrivere som investor bør tage i betragtning ved vurdering af et selskab.

¹¹⁹ Elling og Sørensen, s. 171 og 173

Egenkapitalens forrentning (ROE) beregnes som totalindkomsten over egenkapitalen, hvor egenkapitalen repræsenterer den kapital som ejerne har investeret i selskabet i perioden og totalindkomsten repræsenterer den fremgang i egenkapitalværdi (efter skat) som er opnået i perioden som resultat af de værdiskabende aktiviteter i selskabet.¹²⁰ Dette nøgletal er grundlag for rentabilitetsanalysen.

6.2.1 Beregnede nøgletal

Følgende nøgletal er beregnet på baggrund af den reformulerede balance, resultatopgørelse og egenkapitalopgørelse beskrevet i afsnit 6.1.4.

Figur 13: Nøgletal og formler

		2008/09	2007/08	2006/07	2005/06	
Egenkapitalens forrentning	ROE	30,04	32,04	30,56	20,76	$\frac{\text{Totalindkomst} \cdot 100}{\text{gns. EK}}$
Afkast på driftsaktiver	ROOA	11,64	11,41	12,01	10,26	$\frac{(\text{DO} + \text{ir}) \cdot 100}{\text{gns. DA}}$
Afkast på netto driftsaktiver	ROIC	17,47	16,45	16,91	14,65	$\frac{\text{DO} \cdot 100}{\text{gns. NDA}}$
Arbejdskapitalens oms. hastighed		26,29	14,81	14,43	14,61	$\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{gns. arbejds-kap.}}$
Anlægs kapitalens oms. hastighed		1,88	1,79	1,65	1,84	$\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{gns. anlægs-kap.}}$
Aktivernes omsætningshastighed	AOH	1,75	1,60	1,48	1,63	$\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{gns. NDA}}$
Overskudsgrad fra driftsoverskud	OG	9,98	10,29	11,43	8,98	$\frac{\text{DO} \cdot 100}{\text{nettoomsætning}}$
Overskudsgrad fra salg	Ogsalg	11,86	9,05	5,53	10,00	$\frac{\text{DOsalg} \cdot 100}{\text{nettoomsætning}}$
Overskudsgrad fra andre poster	Ogandre	-1,88	1,25	5,90	-1,02	$\frac{\text{DOandre} \cdot 100}{\text{Nettoomsætning}}$
Gearing fra driftsgæld	DGEAR	0,50	0,44	0,41	0,43	$\frac{\text{gns. DF}}{\text{gns. NDA}}$
Finansiel gearing	FGEAR	0,96	1,26	1,09	0,67	$\frac{\text{gns. NFF}}{\text{gns. EK}}$
Spread	SPREAD	21,84	20,52	21,25	20,06	AGNDA-r
Netto renteomkostninger i %	R	-4,38	-4,07	-4,34	-5,41	$\frac{\text{NFO} \cdot 100}{\text{gns. NFF}}$

Kilde: Egen tilvirkning

¹²⁰ Elling og Sørensen, s. 171

De beregnede nøgletal analyseres og vurderes individuelt i det følgende.

6.2.1.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)¹²¹

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Egenkapitalens forrentning	30	32	30	21
EKF ifl. Årsrapport 2008/09	34	31	30	23
Eks.: $880 \cdot 100 / (2850 + 2290) / 2 = 30$				

Som det ses er de beregnede forrentninger nogenlunde på niveau med de afkastgrader som fremgår af den officielle årsrapport 2008/09. Dette betyder at investor med rimelighed kan anvende de officielle regnskaber til analysegrundlag for den forventede egenkapitalforrentning. Det betyder også at skemaopstillingen i årsrapporten nogenlunde følger de skemakrav som benyttes til reformulering for så vidt angår egenkapital som beregning af totalindkomst. Dette er da også bekræftet i forbindelse med reformuleringen afsnit 6.1

6.2.1.2 Afkast på driftsaktiver (ROOA)

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Afkast på driftsaktiver	11,64	11,41	12,01	10,26
Eks.: $880 \cdot 100 / (7.333 + 7.787) / 2 = 11,64$				

Afkast på driftsaktiver er relativt uændret i perioden, hvilket betyder at selskabet opretholder sine driftsaktiver på et niveau der svarer til den aktivitet selskabet har. Dette skyldes at selskabet foretager investeringer i nye aktiver i det omfang det er nødvendigt for at imødekomme det aktivitetsniveau som omsætningen genererer i produktion, administration med mere. Selskabet har endvidere investeret i nye produktionsanlæg i Ungarn, USA og Kina indenfor de seneste år, hvilket er med til at holde driftsaktiverne på et konstant niveau. Nu hvor udflytningsmålet er ved at være nået, vil man formentlig se en nedgang i investeringerne over de næste par år.

¹²¹ Der er ved beregning af nøgletallet ikke taget hensyn til minoritetsinteressernes påvirkning. Det skyldes at minoritetsinteresserne er så små at de ikke vurderes at påvirke nøgletallet nævneværdigt.

6.2.1.3 Afkast på netto driftsaktiver (ROIC)

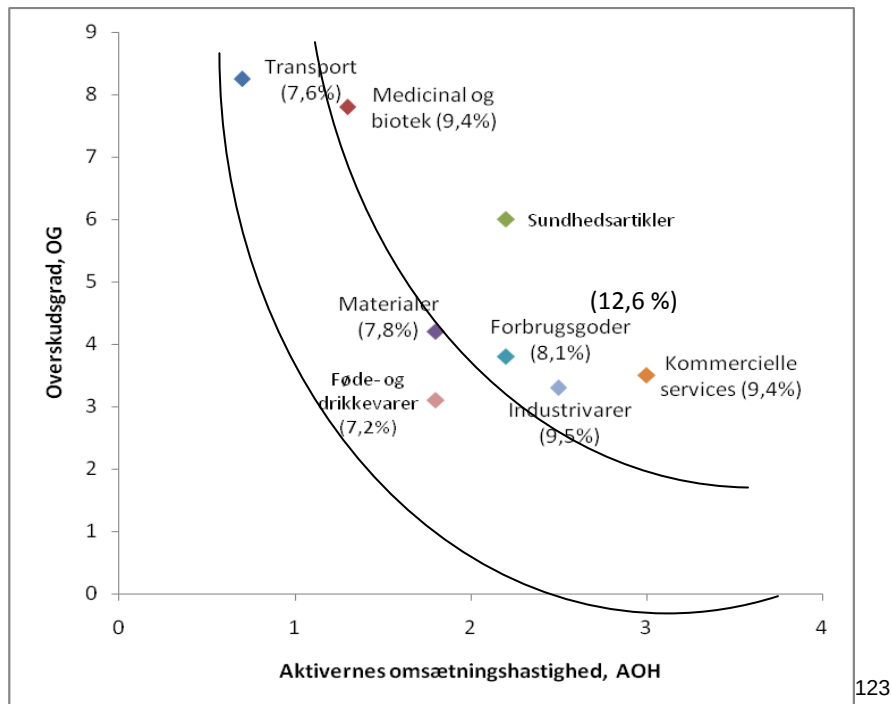
Netto driftsaktiver består af driftsaktiver – driftsgæld, og nøgletallet er derfor påvirket af de samme faktorer som er beskrevet ovenfor for nøgletallet ROOA.

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Afkast på netto driftsaktiver	17,47	16,45	16,91	14,65
Eks.: $880 \cdot 100 / (4.709 + 5.367) / 2 = 17,47$				

I modsætning til afkastet på driftsaktiver som beregnet ovenfor, er ændringen i nettodriftsaktiver lidt svingende over perioden. Dette skyldes at andelen af driftsgæld er stigende over perioden, mens andelen af driftsaktiver svinger lidt. Se endvidere trendanalysen i kapitel 6.3.

I bogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" beskrives en metode for industriklassificering, som illustreres med grafisk fremstilling af sammenhængen mellem AOH og OG¹²² i forskellige brancher, blandt andet branchen for sundhedsartikler og branchen for medicinal og biotek. Grafen er fra 2001, men det vurderes ikke umiddelbart at der har været store ændringer på brancheniveau for hvordan OG og AOH hænger sammen fra 2001 til nu, og grafen vurderes derfor at kunne give et fingerpraj om hvor Coloplasts OG og AOH bør befinde sig i forhold til branchen. Nedenfor er figuren afbilledet fra bogen:

¹²² Elling og Sørensen, s. 187

Figur 14: Overskudsgrader og omsætningshastigheder for udvalgte brancher 1985-2001

Kilde: Elling og Sørensen, s. 187

Det kan diskuteres om Coloplast skal sammenholdes med branchen for sundhedsartikler eller branchen for medicinal og biotek, men da selskabet skaber sin primære indtjening på Stomi og Urologi & Kontinens forretningen, vurderes det at det i højere grad skal sammenholdes med branchen for sundhedsartikler end med medicinal og biotek branchen.

Ifølge grafen har branchen for sundhedsartikler et ROIC på 12,6 %. Coloplast ligger dermed pænt over gennemsnittet hvilket skyldes at selskabet har en for branchen høj overskudsgrad, se nedenfor. Gennemsnittet af Coloplasts ROIC over hele analyse perioden er 16,37 % så også over en længere periode har Coloplast en bedre ROIC end branchen.

¹²³ Elling og Sørensen, s. 187 - Egen tilvirkning

6.2.1.4 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed er et udtryk for hvor mange gange netto driftsaktiverne bliver omsat eller med andre ord, omsætning i forhold til investeret kapital.

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Aktivernes omsætningshastighed	1,75	1,60	1,48	1,63
Eks.: $8.820/(4.709+5.367)/2 = 1,58$				

Som det ses er tallet svingende over perioden, hvilket både skyldes at omsætningen har været støt stigende over perioden, fra ca. 7,2 mia. kr. i 2005/06 til ca. 8,8 mia. kr. i 2008/09 (se afsnit 6.1.4.3), men også at nettodriftsaktiverne har svinget fra år til år over perioden, se ovenfor.

Ifølge industriklassificeringsgrafen nævnt i afsnit **Fejl! Henvisningskilde ikke fundet.** har branchen for sundhedsartikler en AOH på ca. 2 mens branchen for medicinal og biotek har en AOH på ca. 1, 5. Coloplast ligger med en AOH på gennemsnitligt 1,62 i analyseperioden på niveau med gennemsnittet for de to brancher.

6.2.1.5 Overskudsgrad fra driftsoverskud (OG)

Nøgletallet overskudsgrad fra driftsoverskud er et udtryk for hvor stort driftsoverskud (efter skat) som generes på baggrund af omsætningen. Med andre ord udtrykker nøgletallet hvor god selskabet er til at omkostningseffektivisere. Tallet kan for det enkelte selskab give et præj om hvorvidt forskellige tiltag bærer frugt, men er specielt brugbart ved sammenligning med andre selskaber i samme branche.

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Overskudsgrad fra driftsoverskud	9,98	10,29	11,43	8,98
Eks.: $880*100/8.820 = 9,98$				

Overskudsgrad fra driftsoverskud er et forholdsvis stabilt nøgletal og beregnes på baggrund af totalindkomst fra driften. Som det fremgår af den reformulerede resultatopgørelse i afsnit 6.1.4.3, er totalindkomsten i 2006/07 påvirket af en gevinst fra salget af brystplejeforretningen på 460 mia. kr. Ses der bort fra denne gevinst bliver totalindkomsten

reduceret til 465 mia. kr. hvilket giver en overskudsgrad i året på 5,7 %. Denne revurderede overskudsgrad er mere realistisk for året, idet der i samme år også blev foretaget ekstraordinær nedskrivning af Homecare forretningen i Tyskland grundet krisen på det tyske marked som nævnt tidligere i afhandlingen.

Renses overskudsgraden yderligere for nedskrivningen af Homecare ender overskudsgraden i 2006/07 på 9,2 %, hvilket betyder at en støt stigende tendens viser sig frem til og med år 2007/08 efter år med nedgang i overskudsgraden. Dette er i tråd med Coloplasts egne udmeldinger om at de med frasal, udflytninger til USA, Kina og Ungarn samt øvrige omkostningsreduktioner er på rette vej og nærmer sig de mål de har sat sig, som vi har beskrevet yderligere i den strategiske analyse. Billedet forplumres dog lidt af resultatet i 2008/09, hvor overskudsgraden er faldende igen. Som det vil ses af de kommende nøgletal, er overskudsgraden fra salg dog stigende, mens det er overskudsgraden fra andre poster som er negativ i 2008/09 og dermed formindsker den samlede overskudsgrad.

Overskudsgraden for 2007/08 er endvidere påvirket af omstrukturingsomkostninger på 160 mio. kr. Uden denne omkostning ville overskudsgraden være på 12,15 %. Ifølge industriklassificeringsgrafen nævnt i afsnit 6.2.1.3, har branchen for sundhedsartikler typisk en OG på ca. 6 %, mens medicinal og biotek branchen typisk har en OG på ca. 8 %. Coloplast ligger med gennemsnitlig OG for analyseperioden på 10,2 % dermed pænt over gennemsnittet for begge disse brancher.

Som det ses af de forestående to nøgletal, AOH og OG, opfører Coloplast sig helt som teorien foreskriver, jævnfør industriklassificeringsgrafen fra bogen¹²⁴. Heraf fremgår at kapitalintensive selskaber med høje faste omkostninger og høje omstillingstider har relativt lave omsætningshastigheder. Det skyldes at en udvidelse af kapaciteten, eller omstilling af maskiner er tidskrævende og medfører længere produktionsstop. Denne type selskaber må derfor have høje overskudsgrader for at kunne tiltrække investorer, hvilket, som set, også er tilfældet for Coloplast.

¹²⁴ Elling og Sørensen, s. 188

6.2.1.6 Overskudsgrad fra salg (OGsalg)

Udover at analysere den samlede overskudsgrad fra driftsoverskuddet er der også relevant at foretage en opdeling af overskudsgraden på salg og andre poster således man sikrer sig at OG fra driftsoverskuddet ikke er uhensigtsmæssigt meget påvirket af overskud på andre aktiviteter end salget som jo er selskabets kerneaktivitet.

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Overskudsgrad fra salg	11,86	9,05	5,53	10,00
Eks.: $1.046 \cdot 100 / 8.820 = 11,86$				

Overskudsgraden fra salget er påvirket af den tidligere nævnte ekstraordinære nedskrivning i Tyskland i 2006/07. Renses for denne, ligger nøgletallet på 9,05 og er dermed på niveau med de andre år i perioden.

Nøgletallet OGsalg indeholder afskrivninger, hvilket er helt korrekt da aktiverne jo er anskaffet til brug for den daglige drift af selskabet. For investor giver det dog ikke mening at sammenligne forskellige selskabers overskudsgrad hvis ikke man renser for afskrivningerne, da forskelle i selskabernes afskrivningshorisonter er med til at forplumre billedet. Hvis afskrivningerne fjernes fra driftsoverskuddet, bliver nøgletallet som følger:

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Overskudsgrad fra salg, uden afskrivninger	18,08	15,39	15,98	16,56
Eks.: $1.046 + 549 \cdot 100 / 8.820 = 18.08$				

Som det ses er nøgletallet faldende frem til perioden 2007/08, hvilket betyder at Coloplasts omkostninger er steget forholdsmeæssigt mere end omsætningen. Dette stemmer fint med deres egne observationer og er til grund for deres strategi om at flytte mere af selskabet til udlandet for på den måde at kunne mindske omkostningerne, hvilket er omtalt yderligere under den strategiske analyse. Som det også ses, kan man begynde at se en effekt af de omkostningsbesparende tiltag selskabet har foretaget i de seneste år.

Nedenfor er OGsalg som rapporteret i årsrapporten 2009/09 fra Coloplast sammenholdt med OGsalg beregnet på baggrund de reformulerede opgørelser i afsnit 6.1.4.3:

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
OGsalg jf. årsrapporten 2008/09	16	12	9	13
Beregnet OGsalg uden afskrivninger på baggrund af reformuleret balance m.v.	18	15	16	17

Som det fremgår af ovenstående er de beregnede overskudsgrader fra salg væsentligt højere end de rapporterede nøgletal. Dette er endnu en grund til at investor bør foretage reformulering af årsrapporten før der foretages analyse af et selskab da afskrivninger og andre forhold som nævnt spiller ind i den klassiske årsrapport.

6.2.1.7 Overskudsgrad fra andre poster (OGandetdo)

Nøgletallet overskudsgrad fra andre poster er af ringe værdi for investor, men medtages da det giver mening at rense salget fra de øvrige omkostninger. Nøgletallet er dog påvirket af alle de forhold som ikke vedrører den ordinære drift. Nøgletallet svinger meget og er ikke rigtigt sammenligneligt da det er påvirket af såvel interne faktorer (restruktureringsomkostninger, tab og gevinst ved salg af anlægsaktiver, virksomhedsopkøb/salg, m.m.) som eksterne faktorer (renter, valutakurser m.m.).

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Overskudsgrad fra andre poster	-1,88	1,25	5,90	-1,02
Eks.: $880 - 1.046 \cdot 100 / 8.820 = -1,88$				

Igen er det overskuddet fra salget af brystplejeforretningen som påvirker nøgletallet i 2006/07. Renses for denne post bliver overskudsgraden 0,25, hvilket viser en stigende tendens til at tjene penge på resultatopgørelsens øvrige poster, som igen er faldet i 2008/09. Dette skyldes primært fald i valutakurser som har givet øgede omkostninger til sikringsinstrumenter og negative kursreguleringer.

6.2.1.8 Gearing fra driftsgæld (DGEAR)

Nøgletallet gearing fra driftsgæld er et udtryk for størrelsen af driftsgælden i forhold til netto driftsaktiverne, eller med andre ord, hvor stor en del af nettodriftsaktiverne (driftsaktiver – driftsgæld) som finansieres af lavt forrentet leverandørgæld.

Nøgletallet er påvirket af blandt andet kredittider hos leverandører. Længere kredittider er dog ikke altid et positivt parameter, hvis leverandøren får de længere kredittider finansieret ved at sælge varerne til en højere pris.

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Gearing fra driftsgæld	0,50	0,44	0,41	0,43
Eks.: $(2.624+2.420)/2/(7.333+7.787)/2 = 0,50$				

Som det ses af ovenstående er Coloplasts driftsmæssige gearing forholdsvis lav, hvilket skyldes at driftsgælden er lavere end driftsaktiverne og selskabet har dermed stadig "plads" til at finansiere en større del af driften med leverandørgæld.

Nøgletallet ligger på niveau med gennemsnittet for branchen for sundhedsartikler som afbildet i figur 7.10 i Elling og Sørensen s. 190. Heraf fremgår det at DGEAR for branchen ligger på 0,477, mens DGEAR for branchen for medicinal og biotek ligger på 0,327. Dette betyder at Coloplast er bedre end medicinal og biotek branchen som helhed til at benytte leverandørkreditter til finansiering af driftsaktiverne, og er lige gode til udnyttelse som branchen for sundhedsartikler.

6.2.1.9 Finansiell gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing er et udtryk for hvor stor en del af selskabets driftsaktiver som er finansieret ved henholdsvis nettorentebærende gæld og egenkapital. Jo højere gearing, des større er netto rentebærende gæld i forhold til egenkapital.

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Finansiell gearing	0,96	1,26	1,09	0,67
Eks.: $(1.859+3.076)/2/(2.850+2.290)/2 = 0,96$				

Hos Elling og Sørensen s. 190 er FGEAR for branchen for sundhedsartikler beregnet til -0,101, mens medicinal og biotek branchen er beregnet til -0,051, hvilket begrundes med at disse brancher typisk har flere finansielle aktiver end forpligtelser. Dette er dog ikke tilfældet for Coloplast som har større finansielle forpligtelser end aktiver.

6.2.1.10 SPREAD

Lige som den finansielle gearing, påvirker nøgletallet SPREAD også egenkapitalens forrentning, og beregnes som forskellen mellem afkastgraden på nettodriftsaktiver og netto renteomkostninger i procent.

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Spread	21,84	20,52	21,25	20,06
Eks.: $17,47 + 4,38 = 21,84$				

Som det ses er Coloplasts SPREAD positiv, hvilket betyder at selskabet har en positiv gearing. Det er dermed muligt at genere et højere ROE på baggrund af ROIC.

6.2.1.11 Netto renteomkostninger i procent (r)

Nøgletal	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Netto renteomkostninger i procent	-4,38	-4,07	-4,34	-5,41
Eks. $-108 \cdot 100 / (1.859 + 3.076) / 2 = -4.38$				

Coloplasts nettorenteomkostninger ligger pænt på niveau med markedsrenten på omkring 4 %.

6.3 Trendanalyse

Nøgletalsanalysen i det foregående kapitel viste udviklingen indenfor udvalgte nøgletal, mens nedenstående trendanalyse viser udviklingen indenfor udvalgte regnskabsposter. År 2005/06 er benyttet som basisår, og efterfølgende år er beregnet som indekstal. For basisåret er det faktiske beløb (i mio. kr.) anført, for at give et billede af udviklingen og talstørrelserne.

En trendanalyse giver investor mulighed for at fokusere mere på de faktiske regnskabsposter og på den måde identificere om et selskab over analyseperioden er blevet dårligere/bedre til at optimere omkostningerne/indtægterne på de forskellige regnskabsposter.

6.3.1 Beregnede indekstal

Figur 15: Indekstal
Resultatopgørelse

	2008/09	2007/08	2006/07	Basisår 2005/06
Nettoomsætning	122	117	111	7.227
Produktionsomkostninger	127	118	109	-2.588
Bruttoresultat	119	117	113	4.639
Distributionsomkostninger	121	117	114	-2.172
Administrationsomkostninger	74	107	120	-774
Forsknings- og udviklingsomkostninger	153	163	121	-237
Af- og nedskrivninger	116	113	177	-474
Driftsoverskud fra salg før skat	144	113	71	982
Skat af driftsoverskud	142	134	97	-259
Driftsoverskud fra salg efter skat	145	106	61	723
Andre driftsindtægter	278	222	253	32
Andre driftsomkostninger	-2.900	-2.900	200	1
Andre poster	211	-59	-366	-107
Totalindkomst fra driften	136	134	142	649
Netto finansielle poster	113	125	128	-96
Minoritetsinteresser	0	0	100	-1
Totalindkomst	140	136	144	552

Balance

	2008/09	2007/08	2006/07	Basisår 2005/06
Immaterielle anlægsaktiver	67	71	76	2705
Materielle anlægsaktiver	116	120	106	2.276
Finansielle anlægsaktiver	110	109	115	137
Varebeholdninger	117	145	111	844
Tilgodehavender fra salg	96	98	101	1.598
Andre tilgodehavender	82	69	103	273
Driftsaktiver	94	99	95	7.833
Andre hensættelser	83	90	84	-149
Leverandørgæld	109	102	118	-391
Driftsgæld	119	110	106	-1.352
Hensættelser til udskudt skat	158	136	80	-295
Driftsgæld	120	111	103	-2.187
Netto driftsaktiver	83	95	93	5.646
Finansielle aktiver	423	130	183	149
Rentebærende gæld	83	109	104	-2.990
Netto rentebærende gæld	-65	-108	-99	-2.841
Egenkapital	102	82	85	-2.805

Kilde: Egen tilvirkning

6.3.1.1 Resultatopgørelsen

Som det ses af ovenstående indekstal, viser trenden samme resultat som de i afsnit 6.2.1 beregnede nøgletal. Coloplast er et selskab i vækst med en stigende omsætning og stigende driftsoverskud (indeks 71 for 2006/07 skal ses i lyset af at der i dette år er medtaget ekstraordinære nedskrivninger i Tyskland som tidligere omtalt).

Indekstal for produktionsomkostningerne er dog også stigende hvilket medfører at Coloplast på sigt vil miste indtjening hvis omkostningerne bliver ved med at stige i samme takt som omsætningen. Dette er et problem som Coloplast har søgt afhjulpet ved at flytte ca. 85 % af produktionen til USA, Ungarn og Kina. Den fulde effekt heraf, vil dog først slå igennem i de kommende år, idet udflytningen ikke er endelig gennemført på nuværende tidspunkt.

Som det ses er distributionsomkostningerne også støt stigende. Det vurderes ikke at udflytningen vil have den store effekt herpå, idet produkterne under alle omstændigheder skal distribueres videre til markederne i især USA og Europa. Se også afsnit 7.1.

Fald i administrationsomkostningerne skyldes at besparelser og effektiviseringen på dette område er begyndt at slå igennem på regnskabsposten.

Stigningen i Forsknings- og udviklingsomkostninger er også helt i tråd med strategien om at man vil være førende indenfor dette felt. Coloplast har øget investeringer på dette område og det forventes at omkostningerne hertil fortsat vil være stigende i de kommende år.

6.3.1.2 Balancen

Balancen viser også et selskab i vækst. Driftsaktiverne er samlet set faldet med 6 %, hvilket skyldes at der har været et stort fald i patenter, varemærker og goodwill på ca. 0,9 mio. kr. over perioden, mens anlægsaktiver derimod er steget ca. 350.000 kr.

Tilgodehavender fra salg er forholdsvis uændret over perioden, hvilket tyder på at selskabet er blevet bedre til at inddrive betaling fra debitorer, eller at de har skærpet betalingsbetingelserne.

Varelageret er faldet, særligt i 2008/09, hvilket vurderes rimeligt i betragtning af at produktionen er flyttet og man i lighed med mange andre virksomheder har forsøgt at nedbringe lagrene på grund af den globale økonomiske krise.

Driftsforpligtelser er steget med ca. 20 %. Her er det primært anden gæld som er steget, formentlig som følge af en medarbejdertilgang på ca. 1.000 medarbejdere i forbindelse med købet af Mentor Corporations¹²⁵, hvilket stiller krav til yderligere personalerelaterede forpligtelser som for eksempel feriepengeforpligtelser.

De finansielle aktiver er steget ca. 425 % i perioden, mens den rentebærende gæld er faldet med ca. 17 %. Denne ændring skyldes at selskabet har udnyttet sine likvide midler og lånemuligheder til såvel opkøb og udflytning af produktion, samt til udbetaling af udbytte til aktionærerne.

6.4 Benchmark analyse

De forgående analyser i dette kapitel er alle baseret på Coloplasts regnskabstal, og er analyser der giver investor mulighed for at se udviklinger og tendenser i selskabet, samt identificere væsentlige poster og vurdere indtjeningsevnen med mere. Det er imidlertid også interessant for investor at sammenholde selskabets resultater med konkurrenternes, da dette kan hjælpe med at identificere poster i regnskabet som afviger fra standarden i branchen.

Som tidligere nævnt producerer de fleste konkurrenter ikke de samme produkter som Coloplast, og er derfor kun konkurrent på et af de tre produktgrupper. Ligeledes har konkurrenterne ofte andre aktiviteter som Coloplast ikke har og selskabernes regnskaber omfatter dermed resultater af aktiviteter som de andre selskaber ikke har. Da alle

¹²⁵ Coloplast A/S årsrapport 2005/06

konkurrenterne imidlertid opererer i samme branche som Coloplast vurderes det at selskaberne bør give et rimeligt ensartet billede af hvordan forholdene er mellem omkostninger og omsætning samt balance poster og balance sum, og på den baggrund udarbejdes en common-size analyse.

6.4.1 Forudsætninger for common-size analyse

Valget af konkurrenter der medtages i common-size analysen er påvirket af muligheden for at indhente de ønskede oplysninger. Således er følgende selskaber medtaget i common-size analysen ud over Coloplast: American Medical Systems og C.R. Bard som begge er konkurrenter på Urology og Kontinens segmentet, samt Smith & Nephew som konkurrerer med Coloplast på Hud- og Sårpleje segmentet. Der er ikke medtaget selskaber som konkurrerer med Coloplast på Stomi segmentet da det ikke har været muligt at skaffe oplysninger herom.

Da selskabernes regnskaber er stærkt påvirket af de krav der er til regnskabsudarbejdelsen i det land de opererer fra, er specifikationsniveauet i regnskaberne meget forskelligt, og analysen er derfor foretaget på et relativt lavt specifikationsniveau, hvilket især kommer til udtryk i resultatopgørelsesdelen af analysen, hvor en mere detaljeret analyse kunne ønskes.

Der er i analysen anvendt oplysninger fra det seneste regnskabsår, hvilket for alle selskaberne er 2009.

For Coloplast er der taget udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse og balance, dog er afskrivninger indregnet i driftsposterne i resultatopgørelsen i lighed med den officielle årsrapport, da det ikke er alle konkurrenter der oplyser hvor meget og hvordan afskrivningerne er indregnet i de forskellige driftsposter, og for disse selskaber kan afskrivningerne ikke udskilles af resultatopgørelsens poster. Det er derfor valgt at bibeholde afskrivningerne i analysen og separat oplyse omfanget af afskrivninger under analysen.

For American Medical Systems og Smith & Nephew er der taget udgangspunkt i de offentliggjorte årsrapporter for 2009 fra selskabernes hjemmesider og for C.R. Bard er der taget udgangspunkt i selskabets K-10 indrapportering til de amerikanske myndigheder for 2009 hentet fra selskabets hjemmeside.

Alle regnskabsoplysninger er groft reformuleret for således at fremme sammenligneligheden mellem selskaberne. Det vurderes ikke at en mere detaljeret reformulering af konkurrenternes regnskabsoplysninger er nødvendig, da en sådan ikke vil kunne påvirke resultatet væsentligt. Reformuleringen består således i klassificering af balanceposter efter grupperne driftsaktiver, driftsforpligtelser og netto finansielle forpligtelser, samt konvertering af resultatet til totalindkomst ved at flytte poster som ikke er transaktioner med ejere fra egenkapitalen til resultatopgørelsen, samt lave en opdeling af skatten mellem skat af driftsoverskud fra salg, skat af netto finansielle forpligtelser, samt skat af andet driftsresultat.

Selskaberne fordeler ligledes omkostninger forskelligt mellem grupperne, således nogen selskaber har distributionsomkostningerne med som produktionsomkostninger og salgsomkostninger med som administrationsomkostninger. På baggrund af denne ikke sammenlignelige opdeling mellem regnskabslinierne vil der kun blive analyseret på resultatopgørelsens samlede omkostninger og driftsresultat samt øvrige poster.

Ovenstående forhold vurderes dog ikke at have væsentlig betydning for common-size analysen, idet der med denne type analyse, er tale om en relativt overordnet analyse, som har til formål på det overordnede plan at give et indblik i hvorledes branchens selskaber klarer sig i forhold til hinanden.

6.4.2 Common-size analyse

I det følgende er selskaberne sammenholdt på common-size niveau og der er kommenteret på væsentlige afvigelser mellem selskaberne.

6.4.2.1 Resultatopgørelse

Figur 16: Common-size analyse - resultatopgørelse

	Coloplast	S&N	AMS	C.R.Bard
Resultatopgørelse				
Nettoomsætning	100%	100%	100%	100%
Driftsomkostninger	-84%	-81%	-73%	-72%
Driftsoverskud fra salg før skat	16%	19%	27%	28%
Skat af driftsoverskud	4%	5%	10%	9%
Driftsoverskud fra salg efter skat	12%	14%	17%	19%
Resultat af kapitalandele	0%	0%	0%	0%
Andet driftsresultat efter skat	2%	0%	-2%	-2%
Totalindkomst fra driften	10%	14%	19%	21%
Netto finansielle omk. efter skat	1%	-1%	2%	0%
Minoritetsinteresser	0%	0%	0%	0%
Totalindkomst	9%	15%	17%	21%
Af- og nedskrivninger	6%	5%	3%	2%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af analysen realiserer Coloplast faktisk den laveste overskudsgrad fra driftsaktiviteten af alle selskaberne i analysen, og det på trods af en stor forbedring af Coloplast overskudsgrad over de seneste år som omtalt i regnskabsanalysen. Dette underbygger udtalelser fra ledelsen hos Coloplast om af overskudsgraden skal forbedres for fortsat at være konkurrencedygtige i fremtiden.

For alle selskaberne i analysen gælder det at andet driftsresultat efter skat og netto finansielle omkostninger udgør en meget lille andel af omsætningen og derfor ikke har væsentlig indflydelse på resultatet.

Coloplast har de største afskrivninger i forhold til omsætningen af alle selskaberne, hvilket hænger sammen med de høje investeringer i anlægsaktiver, hvilket fremgår af den efterfølgende analyse af balancen.

6.4.2.2 Balance

Figur 17: Common-size analyse – balance

	Coloplast	S&N	AMS	C.R.Bard
Driftsaktiver				
Goodwill	9%	25%	69%	23%
Andre immaterielle anlægsaktiver	16%	9%	11%	18%
Grunde og bygninger	17%	0%	0%	0%
Produktionsanlæg og maskiner	14%	17%	4%	15%
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	3%	0%	0%	3%
Forudbet. og anlægsaktiver under udførelse	2%	0%	0%	0%
Udskudt skatteaktiv	2%	5%	1%	6%
Varebeholdninger	13%	21%	3%	13%
Tilgodehavender fra salg	21%	22%	10%	20%
Andre tilgodehavender	2%	0%	1%	1%
Periodeafgrænsningsposter	1%	0%	0%	0%
Driftsaktiver i alt	-100%	100%	100%	100%
Driftsforpligtelser				
Hensættelser til pensioner og lign. forpligtelser	3%	26%	2%	0%
Hensættelser til udskudt skat	9%	2%	52%	4%
Andre hensatte forpligtelser	1%	6%	0%	45%
Anden gæld	57%	4%	37%	39%
Periodeafgrænsningsposter	4%	0%	0%	0%
Leverandører af varer og tjenesteydelser	16%	48%	6%	9%
Selskabsskat	9%	13%	3%	3%
Driftsforpligtelser i alt	100%	100%	100%	100%
Netto finansielle forpligtelser				
Gæld til realkreditinstitutter	25%	116%	117%	-29%
Kreditinstitutter i øvrigt	108%	5%	0%	0%
Værdipapirer	0%	0%	-7%	0%
Likvide beholdninger	-34%	-20%	-10%	129%
Netto finansielle forpligtelser i alt	100%	100%	100%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

I balancen er der en del poster der skiller sig ud selskaberne imellem. Alle selskaberne har en del immaterielle anlægsaktiver, og her skiller især American Medical Systems sig ud med goodwill på 69 % af de samlede driftsaktiver. Coloplast har en middel andel immaterielle anlægsaktiver i forhold til konkurrenterne. Tilsvarende er der stor variation mellem hvor meget der er investeret i materielle anlægsaktiver, her har Coloplast placeret en væsentlige større andel af de samlede driftsaktiver end de øvrige selskaber. Det ser således ud til at selskaber med store investeringer i immaterielle anlægsaktiver investerer

mindre i materielle aktiver, og kan være et udtryk for den måde hvorpå produktionen er sammensat på. Selskaber der i højere grad køber færdige delkomponenter til produktionen behøver således mindre produktionsanlæg, maskiner og bygninger end selskaber der i højere grad producerer alt selv. Coloplast er et selskab der varetager en meget stor del af produktionen selv og derfor har relativt store investeringer i materialle anlægsaktiver, hvilket ligeledes medfører større omkostninger til afskrivninger, hvilket fremgik af den foregående analyse af resultatopgørelsen.

For omsætningsaktiverne ser det umiddelbart positivt ud for Coloplast som kun binder 13% af de samlede anlægsaktiver i varebeholdninger, hvilket er midt imellem Smith & Nephew og American Medical Systems med henholdsvis 21 % og 3 % lagerbinding og på niveau med C.R.Bard.

Coloplast har i lighed med de øvrige selskaber en rimelig høj andel af driftsaktiverne som tilgodehavender fra salg. Dette kunne være et område hvor der kunne være mulighed for at forbedre likviditeten ved at nedbringe kredittiden til kunderne.

Coloplast har i forhold til de øvrige selskaber en meget stor andel af de samlede driftsforpligtelser som anden gæld, hvilket skyldes selskabets store omkostninger til låneomlægning af SWAPS og afledte instrumenter i forbindelse med hedging. Dette resulterer desuden i at selskabets leverandørgæld udgør en væsentlig mindre andel af de samlede driftsforpligtelser end de øvrige selskaber, ses der dog bort fra påvirkningen af omkostninger til låneomlægning af SWAPS og afledte instrumenter i forbindelse med hedging under anden gæld udgør leverandørgæld 25 % af de samlede driftsforpligtelser hvilket vurderes mere retvisende og desuden i højere grad svarer til niveauet for de øvrige selskaber.

En anden måde at se hvordan selskaberne investerer deres kapital, udover ovenstående opdelingen i driftsaktiver- og forpligtelser og nettofinansielle forpligtelser, er ved at opdele balancen efter anlægs- og netto arbejdskapital mod samlede investeringer.

Figur 18: Balance opdelt i anlægs og netto arbejdskapital

	Coloplast	S&N	AMS	C.R.Bard
Immaterielle anlægsaktiver	34%	45%	90%	39%
Materielle anlægsaktiver	49%	23%	5%	17%
Finansielle anlægsaktiver	0%	1%	0%	0%
Anlægsaktiver i alt	83%	69%	95%	56%
Varebeholdninger	18%	28%	3%	13%
Tilgodehavender	33%	29%	12%	20%
Likvider	12%	6%	6%	29%
Leverandør gæld	-8%	-18%	-1%	-2%
Hensættelser	-4%	-7%	-8%	-5%
Anden gæld	-30%	-2%	-6%	-9%
Selskabsskat	-5%	-5%	-1%	-1%
Netto arbejdskapital	17%	31%	5%	44%
Investeret kapital	100%	100%	100%	100%

Egen tilvirkning

Af ovenstående fremgår det at alle selskaberne har positiv netto arbejdskapital hvilket betyder at selskaberne selv finansierer driftsaktiverne, hvilket desuden fremgår af analysen af likviditetsgraden i afsnit 6.4.2.3. Ligeledes bekræfter ovenstående at Coloplast har investeret væsentligt mere i materielle anlægsaktiver end de øvrige selskaber.

6.4.2.3 Nøgletal

Udover at sammenholde fordelingen af balance og resultatopgørelse kan det også være meget oplysende at sammenholde forskellige nøgletal mellem selskaber i samme branche. På den måde kan man få et indtryk af om nogle af selskaberne er bedre til at skabe overskud, eller eksempelvis er bedre finansieret end andre.

Figur 19: Egenkapitalens forrentning

	Coloplast	S&N	AMS	C.R.Bard
Egenkapitalens forrentning	30%	29%	18%	25%

Egen tilvirkning

Egenkapitalens forrentning for Coloplast svarer til den beregnede i den tidligere nøgletalsanalyse. Sammenholdt med konkurrenternes nøgletal for egenkapitalens forrentning er Coloplast størst med de 30% stærkt fuldt af Hud- og Sårpleje konkurrenten Smith & Nephew. Det betyder at Coloplasts investorer får et større afkast af deres

investeringer end investorerne i de konkurrerende selskaber. Når investorerne sammenligner forskellige selskaber, vil Coloplast dermed fremstå som et investeringsalternativ med højere afkast end konkurrenterne.

Soliditetsgraden er beregnet som ultimo egenkapital divideret med samlede aktiver, og beskriver således hvor meget egenkapitalen udgør af selskabets samlede balance.

Figur 20: Soliditetsgrad

	Coloplast	S&N	AMS	C.R.Bard
Soliditetsgrad	36%	48%	52%	75%
Egen tilvirkning				

Jo mere et selskab finansierer sine aktiver med lånt kapital i modsætningen til egenkapital, desto lavere er soliditetsgraden. En højere soliditetsgrad er derfor at foretrække da det betyder at selskabet i højeregrad har finansieret sine aktiver selv. Coloplast har den laveste soliditetsgrad af selskaberne i analysen og har dermed finansieret en større del af aktiverne med lån. Dette kan dels forklares ved Coloplasts store investeringer i anlægsaktiver i forhold til de øvrige selskaber i analysen.

Figur 21: Likviditetsgrad

	Coloplast	S&N	AMS	C.R.Bard
Likviditetsgrad	170%	240%	266%	513%
Egen tilvirkning				

Likviditetsgraden kan være behjælpelig til at identificere umiddelbare likviditetsvanskeligheder et selskab måtte have, da likviditetsgraden viser selskabernes evne til at imødekomme umiddelbare gældsforpligtelser, og er beregnet som kortfristet gæld divideret med omsætningsaktiver. En likviditetsgrad på 100% vil således betyde at et selskabs omsætningsaktiver er lig med den kortfristede gæld og kan anvendes til at indfri den kortfristede gæld. Alle selskaberne har likviditetgrader på mere end 100% og har derfor ingen umiddelbare likviditetsproblemer.

6.5 Delkonklusion

Som det ses af ovenstående nøgletal og trendanalyse er Coloplast umiddelbart et velfungerende selskab som er inde i en god udvikling. Det fremgår at forrentningen er stigende i perioden, hvilket er et udtryk for at Coloplast er blevet bedre til at skabe indtjening på baggrund af den investerede kapital. Gennemsnitligt ROIC ligger i analyseperioden på 16,37 % hvilket betyder at selskabet har et bedre afkast end branchen som helhed.

Den gennemsnitlige overskudsgrad ligger på 10,2 % hvilket også er højere end branchen som helhed og overskudsgraden er stigende hvilket er med til at underbygge at selskabet er inde i en positiv udvikling.

Overskudsgraden fra salg er derimod faldende i analyseperioden hvilket betyder at Coloplasts omkostninger stiger forholdsmæssigt mere end omsætningen. Dette stemmer fint med deres egne observationer og er til grund for deres strategi om at flytte mere af selskabet til udlandet for på den måde at kunne mindske omkostningerne, hvilket er omtalt yderligere under den strategiske analyse.

Den driftsmæssige gearing er forholdsvis lav, hvilket skyldes at driftsgælden er lavere end driftsaktiverne og selskabet har dermed stadig "plads" til at finansiere en større del af driften med leverandørgæld. Som det ses er SPREAD positiv, hvilket betyder at selskabet har en positiv gearing. Det er dermed muligt at genere et højere ROE på baggrund af ROIC.

Når Coloplast sammenholdes i en common-size analyse med konkurrenter i medicobranschen, fremgår det at Coloplast har investeret mere i materialle anlægsaktiver end konkurrenterne og at de har samme forholdsmæssige lagerbindinger og udestående hos kunder, og på den måde ikke udskiller sig væsentligt fra konkurrenterne. Til gengæld har Coloplast den laveste overskudsgrad af de fire selskaber som indgik i analysen, hvilket dog opvejes af at Coloplast har den største forrentning af egenkapitalen, hvilket vurderes at være et af de væsentligste nøgletal for investorer.

7 Budget til analysebrug

En analytiker benytter typisk de historiske tal til at vurdere et selskabs rentabilitet på et givent tidspunkt. Som investor er man mere interesseret i at vide noget om selskabets fremtid, da selskabets fremtidige rentabilitet og indtjeningsevne er med til at fastsætte selskabets værdi på børsen. Det kan være svært at forudsige fremtidige resultater og udvikling, men på baggrund af selskabets evne til at klare sig historisk set, samt de identificerede fremtidstrends i den strategiske analyse, kan investor danne sig en forventning om det fremtidige afkast i et selskab.

I dette kapitel udarbejdes et budget på baggrund af den strategiske analyse, samt de i nøgletals- og trendanalysen identificerede tendenser. Ydermere indarbejdes de identificerede forventninger til selskabets økonomiske fremtid. Vi har valgt at udarbejde et 5-årigt budget, fra regnskabsåret 2009/10 til og med 2013/14, da vi ikke mener det er muligt at budgettere selskabets økonomiske resultater pålideligt efter denne periode. Vi forventer således en konstant vækst i frit cash flow efter regnskabsåret 2013/14 på 2 %. Perioden 2014/15 bliver således terminalperiode og afspejler den forventede fremtidige konstante vækst, en konstant OG, AOH og FGEAR¹²⁶.

I budgettet tages der højde for forventninger udtrykt i artikler og pressemeddelelser fra Coloplasts ledelse og aktieanalytikere, samt forhold identificeret i forbindelse med den strategiske analyse. Budgettet er udarbejdet under forudsætning af uændret prisniveau og uden hensyn til påvirkning fra valutakursudsving.

7.1 Forudsætninger

7.1.1 Omsætning

På baggrund af den strategiske analyse vurderes det at Coloplast står stærkt på især det europæiske og amerikanske marked. Branded Coloplast er velkendt og det vurderes at selskabet har gode vækstmuligheder som følge af den demografiske udvikling.

¹²⁶ Elling og Sørensen, s. 234

Den budgetterede omsætning tager udgangspunkt i Coloplasts egne forventninger til fremtiden for de tre forretningsområder. Ifølge årsrapporten 2008/09 havde selskabet i denne regnskabsperiode en organisk vækst på 4 % for Stomi, 9 % for Urologi & Kontinens og 3 % for Hud- & Sårpleje¹²⁷. Det vurderes at denne vækstrate også vil være gældende i fremtiden, idet Coloplast er markedsleder på Stomi-området og førende på Urologi & Kontinens området. Endvidere forventes det at vækstraten vil være stigende på grund af længere levetid samt øget antal mennesker med livsstilssygdomme.

I ledelsesberetningen i årsrapporten 2008/09 udtrykker Coloplast en samlet forventning til omsætningsvæksten på 6-7 %. På baggrund af den Coloplast egen forventning til udvikling i omsætningen samt forhold identificeret i den strategiske analyse budgetteres med følgende vækstrater i omsætningen:

Figur 22: Omsætningsforventninger

Forretningsområde	2009/10	2010/11-2011/12	2012/13-2013/14	Terminalperiode
Stomi	5,0 %	6,0 %	7,0 %	2,0 %
Urologi & Kontinens	9,0 %	9,0 %	10,0 %	2,0 %
Hud- & Sårpleje	3,0 %	4,0 %	5,0 %	2,0 %
Samlet vækst i omsætning	5,7 %	6,3 %	7,3 %	2,0 %

Kilde: Egen tilvirkning

Vækstraten i terminalperioden svarer til den forventede vækst i frit-cash-flow, og er taget fra årsrapporten 2008/09. Det er den sats selskabet selv benytter som terminalværdi for omsætningsvækst ved værdiforringelsestest af goodwill¹²⁸.

De benyttede vækstrater ligger over markedsvæksten, som i årsrapporten 2008/09 er opgjort af Coloplast til ca. 5 % for de markeder hvor selskabet opererer. Dette kan umiddelbart synes lidt optimistisk, men på baggrund af den strategiske analyse, herunder vurdering af selskabets strategi samt vurdering af markedet, vurderes det ikke urealistisk at Coloplast kan opnå de nævnte vækstrater.

¹²⁷ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 5

¹²⁸ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s. 40

Udover de overordnede forventninger til udviklingen i omsætningen er der i budgettet desuden indarbejdet de forventede konsekvenser for Coloplast af den britiske og amerikanske sundhedsreform.

Sundhedsreformer påvirker sjældent Coloplast positivt¹²⁹, hvilket heller ikke er tilfældet ved den britiske sundhedsreform, hvor det største punkt for Coloplast er en reduceret tilskudsrefusion på 2 %. Reformen endte dog bedre end forventet for Coloplast, og den forventede påvirkning er således at omsætningen i Storbritannien fra år 2010 vil falde med kr. 25-30 mio. som følge af reformen.¹³⁰ På baggrund heraf er der i budgettet indregnet et fald i omsætningen på kr. 27,5 mio. i budget år 2010/11.

Den amerikanske sundhedsreform forventes som beskrevet i den strategiske analyse at have en positiv effekt på afsætningen på det amerikanske marked, men som følge af det prispres der forventes at komme i forbindelse med reformen vil den positive udvikling først så småt begynde at komme til udtryk i resultaterne over en årrække. På den baggrund er der for budgetperioden 2012/13 tillagt ovenstående vækstkvoter en mindre stigning på 0,5 % og for de efterfølgende perioder en stigning på 1 %.

7.1.2 Omkostninger

Coloplast arbejder med en funktionsopdelt årsrapport og omkostninger opdeles derfor i følgende grupper som i forbindelse med udarbejdelse er vurderet individuelt:

- Produktionsomkostninger
- Distributionsomkostninger
- Administrationsomkostninger
- Forsknings- og udviklingsomkostninger

¹²⁹ www.borsen.dk , "Coloplast jubler over USA's sundhedsreform", Nyhedsbureauet Direkt, 3.6.2009

¹³⁰ www.borsen.dk , "Presset letter på Coloplast - slap nådigt med reform", Karina B. Larsen, 2.4.2009

I årsrapporten er afskrivninger fordelt og indeholdt i de forskellige omkostningsgrupper, men da afskrivninger følger mængden af anlægsaktiver er disse udskilt fra de øvrige omkostningsgrupper og budgetteret separat.

Alle omkostningsgrupperne forventes som udgangspunkt at følge udviklingen i omsætningen, men som følge af Coloplast konstante fokus på omkostningsbesparelser og deres gennemførelse af flere omkostningsbesparende tiltag¹³¹ vurderes det at omkostningerne vil udgøre en mindre del af omsætningen end det er tilfældet på nuværende tidspunkt.

I budgettet tages udgangspunkt i omkostningernes andel af omsætningen i 2008/09¹³² som er på niveau med tidligere perioder og tilpasser denne over budget perioden som vist nedenfor:

Figur 23: Omkostningsfordeling

Omkostningstype	Andel af omsætning 2008/09	Andel af omsætning 2013/14	Andel af omsætning terminal periode
Produktionsomkostninger	37 %	35 %	34 %
Distributionsomkostninger	30 %	30 %	30 %
Administrationsomkostninger	7 %	7 %	7 %
Forsknings- og udviklingsomkostninger	4 %	5 %	5 %

Kilde: Egen tilvirkning

Udviklingen af de forskellige omkostningers andel af omsætningen skal forklares af en række forskellige faktorer der påvirker omkostningsgrupperne forskelligt. Disse faktorer er uddybet for de grupper de påvirker herunder.

¹³¹ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s.9

¹³² %-del af omsætningen

Omkostningstype	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06	2004/05
Produktionsomkostninger	37 %	36 %	35 %	36 %	36 %
Distributionsomkostninger	30 %	30 %	31 %	30 %	29 %
Administrationsomkostninger	7 %	10 %	12 %	11 %	10 %
Forsknings- og Udviklingsomkostninger	4 %	5 %	4 %	3 %	3 %

7.1.2.1 Produktionsomkostninger

Coloplast har stor fokus på at reducere omkostningerne i produktionsleddet, og i den forbindelse er en stor del af produktionen flyttet til USA, Ungarn og Kina hvor arbejdskraften er billigere og der dermed kan realiseres lavere produktionsomkostninger. Det er planlagt at flytte yderligere 450 produktionsarbejdspladser over 18 måneder i regnskabsårene 2010/11 og 2011/12¹³³, svarende til en estimeret omkostningsreduktion på kr. 260.000 pr. arbejdsplads¹³⁴, hvilket svarer til en samlet besparelse på kr. 117 mio. over de næste fem år.

Størstedelen af den samlede forventede besparelse vurderes at blive realiseret i budgetåret 2010/11, hvor 75 % af den forventede besparelse er indregnet og de sidste 25 % er indregnet i budgetåret 2011/12.

Ydermere forventer Coloplast ifølge årsrapporten for 2007/08 en årlig besparelse på 200 mio. kr. som følge af den udflytning af produktion som allerede på det tidspunkt havde fundet sted. Denne besparelse har endnu ikke vist sig, men de forventer at den er opnået inden udgangen af 2010/11.

Det vurderes på baggrund af ovenstående, at produktionsomkostningerne i forhold til omsætningen vil falde med 0,5 % om året de kommende år, således at der opnås en samlet besparelse ved udflytning på ca. 3 % i forhold til nuværende niveau. Andelen i Terminalperioden vurderes til 34 % mod nuværende 37 %.

7.1.2.2 Distributionsomkostninger

Det vurderes ikke at gøre den store forskel om produkterne skal distribueres fra Danmark eller fra de nye produktionssteder i Kina og Ungarn. Det er klart at det er billigere at distribuere til det asiatiske marked fra Kina end fra Danmark, men da afsætningen på det asiatiske marked stadig er relativt lille (øvrige verden, hvori Asien indgår, udgør 8 % af omsætningen i 2008/09), vurderes det ikke at der bliver den store effekt for så vidt angår

¹³³ www.Coloplast.dk, Coloplast pressemeddelelse – 20. oktober, 20/10 2009

¹³⁴ www.borsen.dk, "Coloplast sløjfer 400-500 danske arbejdspladser", Nyhedsbureauet Direkt, 14.8.2009

distributionsomkostningerne. Med Coloplasts generelle fokus på omkostningsminimering må det dog forventes at Coloplast vil forsøge at reducere omkostningerne. Effekten heraf vurderes dog at blive elimineret af de stadig stigende oliepriser, som især påvirker distributionsomkostningerne.

Distributionsomkostningerne vurderes på baggrund af ovenstående at udgøre en fast andel af omsætningen på de 30 %, hvilket betyder at andelen i terminalperioden ligeledes forbliver på 30 % som de øvrige perioder.

7.1.2.3 Administrationsomkostninger

Administrationsomkostningerne vurderes at forblive uændrede i forhold til tidligere år, som følge af at effekten af en række omkostningsreducerende tiltag allerede blev opnået i regnskabsåret 2008/09.¹³⁵ Coloplast forventes fortsat at have fokus på omkostningsminimering, hvilket også omfatter administrationsomkostningerne, og vurderes derfor at kunne fastholde administrationsomkostninger på samme andel af omsætningen. Dermed forventes administrationsomkostningernes andel at være fast på et niveau svarende til niveauet i 2008/09 på 7 % af omsætningen. Andelen i Terminalperioden vurderes ligeledes til 7 %.

7.1.2.4 Forsknings- og Udviklingsomkostninger

Coloplast havde i den gamle strategi en formulering om at blive markedsleder indenfor innovation¹³⁶, se også afsnit 5.2.3. Som tidligere nævnt er medicobranschen en branche hvor der hele tiden udvikles nye og forbedrede produkter i takt med brugernes behov. For at være markedsleder på denne front, kræver det at man er villig til at investere mange ressourcer (arbejdskraft, viden, penge med mere). Selskabet har da også med den nye strategi helt fjernet denne ambition.

Coloplast har løbende øget omkostningerne til forskning og udvikling, således at der i 2007/08 blev investeret dobbelt så meget i dette område som i 2003/04. Væksten i denne

¹³⁵ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s.7

¹³⁶ Coloplast A/S årsrapport 2007/08, s.4

type omkostninger har de seneste år ligget på 20-30 %. Andelen af omsætningen i 2008/09 udgjorde 4 % ¹³⁷.

Ifølge selskabet selv, har de en forventning om at forsknings- og udviklingsomkostningerne skal ligge på en 4-5 % af omsætningen¹³⁸.

Da det må forventes at selskabet stadig har en ambition om at vokse gennem produktudvikling, selvom den ikke er formuleret i strategien, er omkostningerne hertil budgetteret med 5 % af omsætningen.

7.1.3 Afskrivninger

De budgetterede afskrivninger er beregnet som en fast procent af anlægskapitalen. Der er anvendt en afskrivningsprocent på 13 %, svarende til den gennemsnitlige afskrivningsprocent for anlægskapitalen for de fire år som indgår i regnskabsanalysen.

7.1.4 Andet resultat

Det er ikke muligt at foretage en kvalificeret vurdering af postens størrelse på det grundlag vi har til rådighed.

Posten indeholder omkostninger til omstrukturering af produktionsenheden. Det vurderes at de største omkostninger i forbindelse hermed er afholdt, men i forbindelse med lukning af Espergærde og Thisted må det forventes at der vil komme følge omkostninger i fremtiden. Det vurderes at disse omkostninger ikke kan opgøres pålideligt.

Regnskabslinjen for andet resultat er derfor medtaget med 40 mio. kr. i hele budgetperioden og vurderes i øvrigt uvæsentlig for det samlede resultat

¹³⁷ Coloplast A/S årsrapport 2008/09, s.7

¹³⁸ www.coloplast.dk, "full year conference call 2008/09 – transcript", s. 14

7.1.5 Nettorente

På baggrund af den nuværende obligationsrente på 4 % ifølge nationalbanken¹³⁹ er der i budgettet anvendt en rentesats på 4 %.

7.1.6 Aktivernes omsætningshastighed

Udviklingen i aktiverne er opgjort på baggrund af aktivernes historiske omsætningshastighed, som er opdelt i henholdsvis arbejdskapitalens - og anlægskapitalens omsætningshastighed, hvor anlægskapitalen omfatter alle anlægsaktiver og arbejdskapitalen omfatter alle øvrige driftsaktiver og driftsforpligtelser.

Begge omsætningshastigheder er estimeret i budgettet svarende til den gennemsnitlige omsætningshastighed de seneste fire år på henholdsvis 17,5 (arbejdskapitalen) og 1,8 (anlægskapitalen).

7.1.7 Nettodividende

Coloplast har offentliggjort at der i perioden frem til regnskabsåret 2010/11 tilbagekøbes aktier for op til 1 mia. kr., ligesom der forventes et afkast på kr. 7 pr. aktie¹⁴⁰. På baggrund af disse forudsætninger udgør afkastet 33 % af resultatet efter skat i 2008/09, hvilket er anvendt som den forventede dividende for hele budgetperioden.

7.1.8 Overskudsgrad

Administrerende direktør for Coloplast, Lars Rasmussen, har udtalt at selskabets langsigtede strategi har fokus på at opnå en overskudsgrad på 20 % mod de nuværende 16 % i regnskabsåret 2008/09: *"Jeg synes ikke, at 20 pct. er et meget højt niveau. Vi skal derop og ligge for at være konkurrencedygtige. I dag er vores overskudsgrad for lav, så vi skal længere endnu."*¹⁴¹

¹³⁹ www.nationalbanken.dk

¹⁴⁰ Coloplast A/S årsraport 2008/09, s. 8

¹⁴¹ www.borsen.dk, "Coloplast-chef: Lønsomheden er for lav", Jens Nymark, 14.8.2009

Et synspunkt som deles af Jyske Bank som i deres vurdering skriver: *"Coloplast har gode muligheder for at løfte rentabiliteten til 20,6 % i forbindelse med omkostningsbesparelser og udflytning af produktion til Ungarn og Kina."*¹⁴²

I april 2010 uddyber direktør Lars Rasmussen i forbindelse med det, på det tidspunkt kommende halvårsregnskab for 2009/10 at: *"Derfor er vi meget komfortable med, at vi, som verden ser ud nu, godt kan levere 20 pct. inden for to år"*¹⁴³.

Når de tidligere beskrevne forventninger indregnes i budgettet, opnås en overskudsgrad på 16 % i år 2012/13. Dette ligger langt fra målet på de 20 % som Coloplast selv forventer på sigt. Dette skyldes såvel at vi ikke har fuld indsigt i selskabets fremtidige dispositioner og dermed kan have givet et noget konservativt bud på de forventninger som indregnes i budgettet, men også at de 20 % som selskabet forventer måske er urealistisk højt. Det bør dog nævnes at de 20 % er beregnet på baggrund af den klassiske årsrapport, mens nedenstående beregning er foretaget på baggrund af den reklassificerede resultatopgørelse.

7.2 Budget

Budgettet tager udgangspunkt i år 2008/09 og fremskrives til år 2012/13 + terminalperiode. På baggrund af de ovenfor beskrevne forudsætninger og vurderinger er følgende budget udarbejdet for Coloplast:

¹⁴² www.jyskebank.dk, Fundamental vurdering af Coloplast under deres aktiesektion

¹⁴³ www.borsen.dk, "Coloplast holder finansielle mål", Nyhedsbureauet Direkt, 29.4.2010

Figur 24: Budget

	Nu-værende periode	Budgetperiode					Terminal periode
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
RESULTATOPGØRELSE							
Nettoomsætning	8.820	9.379	10.004	10.704	11.621	12.620	12.873
Produktionsomkostninger	-3.285	-3.338	-3.572	-3.800	-4.067	-4.354	-4.377
Bruttoresultat	5.535	6.041	6.432	6.904	7.554	8.266	8.496
Distributionsomkostninger	-2.633	-2.814	-3.001	-3.211	-3.486	-3.786	-3.862
Administrationsomkostninger	-575	-657	-700	-749	-813	-883	-901
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-363	-469	-500	-535	-581	-631	-644
Afskrivninger	-549	-677	-723	-773	-839	-911	-930
Driftsresultat af salg før skat	1.415	1.425	1.508	1.635	1.834	2.054	2.160
Skat af driftsresultat	-369	-356	-377	-409	-458	-514	-540
Driftsresultat af salg efter skat	1.046	1.069	1.131	1.226	1.375	1.541	1.620
Andet resultat	-15	-40	-40	-40	-40	-40	-40
Usædvanlige poster	-151	-	-	-	-	-	-
Resultat før finansielle poster	880	1.029	1.091	1.186	1.335	1.501	1.580
Netto finansielle poster	-108	-74	-114	-122	-131	-142	-154
Resultat	772	954	976	1.065	1.205	1.359	1.426
Driftsresultat af salg før skat uden afskr.	1.964	2.102	2.230	2.408	2.673	2.966	3.089

	Nu-værende periode		Budgetperiode				Terminal periode
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Balance							
Arbejdskapital	115	536	572	612	664	721	736
Anlægskapital	4.594	5.211	5.558	5.947	6.456	7.011	7.152
Netto driftsaktiver	4.709	5.746	6.130	6.558	7.120	7.732	7.887
Netto finansielle forpligtelser	1.859	2.859	3.049	3.263	3.542	3.847	3.924
Egenkapital	2.850	2.888	3.080	3.296	3.578	3.886	3.963
Pengestrømsopgørelse							
Driftsoverskud	880	1.029	1.091	1.186	1.335	1.501	1.580
Ændring i netto driftsaktiver	-658	1.037	383	429	562	612	155
FCF (C-I)	1.538	-9	708	758	773	888	1.425
Nettodividende	300	315	322	351	398	448	471
Gældsfinansiering	1.238	-324	385	406	376	440	955
Samlet finansiering	1.538	-9	708	758	773	888	1.425
Overskudsgrad inkl. afskrivninger	16%	15%	15%	15%	16%	16%	17%
Overskudsgrad ekskl. afskrivninger	22%	22%	22%	23%	23%	24%	24%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående beregnes der i budgettet ovenfor et FCF på TDKK 1.538 for basisåret, mens vi i forbindelse med reformulering af pengestrømsopgørelsen kom frem til et FCF på TDKK 1.536. Differencen skyldes formentlig afrunding, men kan også forklares med at der på trods af en dybdegående gennemgang fortsat er mange forhold som ikke er kendte og ikke kan opdeles korrekt i henholdsvis drifts og finansieringsaktiviteter. Her kan nævnes poster under andre tilgodehavender og anden gæld hvor der kan indgå tilgodehavender og forpligtelser i form af renter som vedrører finansieringsaktiviteten samt lønposter som vil være en del af driftsaktiviteten¹⁴⁴.

Dertil kommer at regnskabstallene er konsoliderede tal for hele koncernen omregnet til danske kroner, hvor der i balancen anvendes henholdsvis primo og ultimo kurser og i

¹⁴⁴ www.tidsskrift.dk, "Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash-flow model?", Thomas Plenborg

pengestrømsopgørelsen omregnes til gennemsnitskurser, hvilket er medvirkende til at de to metoder for opgørelse af FCF ikke giver samme resultat.

I budgettet har vi valgt at anvende følgende metode til opgørelse af FCF:

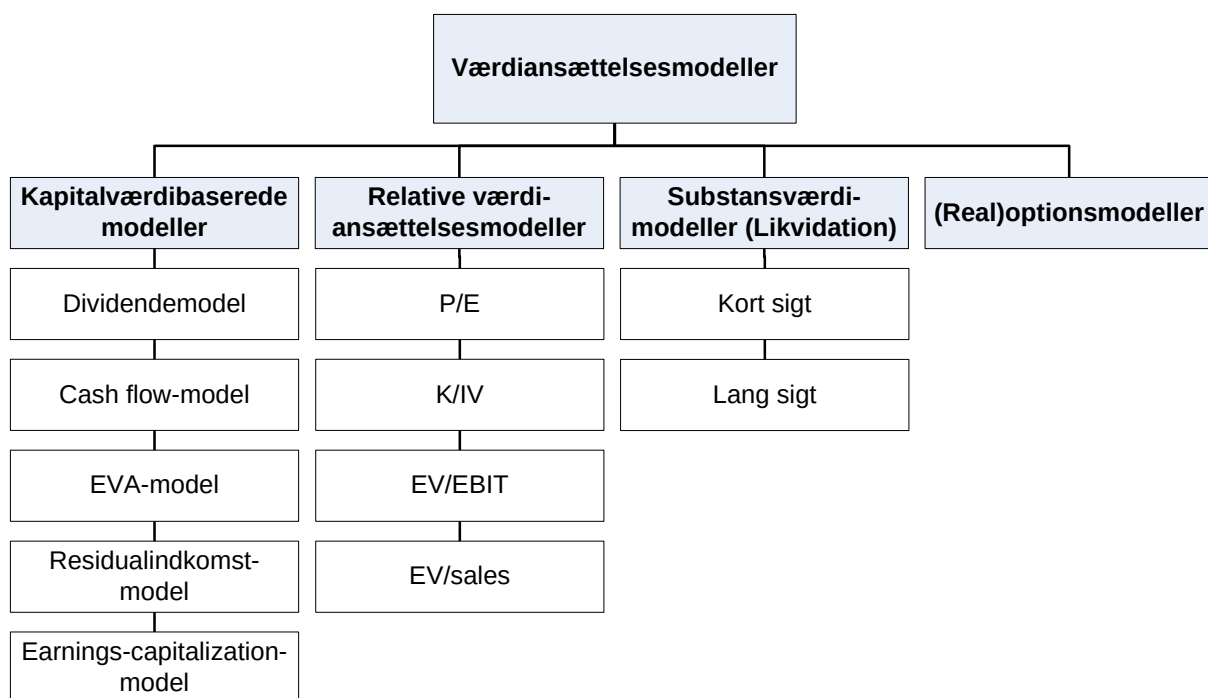
$$\text{FCF} = \text{Driftsoverskud før finansielle poster} - \text{ændring i netto driftsaktiver}^{145}.$$

¹⁴⁵ Elling og Sørensen, s. 152 og 238

8 Værdiansættelse

Teorien har flere forskellige metoder til værdiansættelse af selskaber. I den sidste ende er det ligegyldigt hvilken værdiansættelsesmodel man benytter, idet slutresultatet i teorien bliver det samme. Grunden til at analytikere, investorer m.fl. alligevel benytter forskellige metoder, skyldes at de parametre der måles på er forskellige, hvilket betyder at de giver forskelligt informationsniveau og bygger på forskellige forudsætninger.

Figur 25: Værdiansættelsesmodeller



Kilde: Plenborg og Gruelund, s. 16

Et selskabs værdi kan vurderes ud fra såvel den direkte som den indirekte metode.

Ved den **direkte** metode estimeres egenkapitalens kapitalværdi ved at tilbagediskontere fremtidige ejerafkast, ved hjælp af ejerafkastkravet.

Ved den **indirekte** metode estimeres kapitalværdien af netto driftsaktiverne, markedsværdien af netto rentebærende gæld fratrækkes, og residualen udgør egenkapitalens kapitalværdi.¹⁴⁶

"De fleste analytikere foretrækker den indirekte metode, fordi den fokuserer på driftsaktiviteten som eneste værdidriver og ser bort fra finansieringsaktiviteten som potentiel værdidriver".¹⁴⁷

Ydermere kræver den indirekte metode ikke indgående kendskab til ejerafkastkravet, hvilket er forskelligt for den enkelte investor, alt efter hvor risikovillig denne er.

Risikoen ved værdiansættelse af selskaber kan opdeles i en markedsrisiko og en specifik risiko, hvilket udtrykkes i nøgletallet Capital Assets Pricing Modellen (CAPM). Af denne følger det at markedsrisikoen er ens for hele branchen og upåvirkelig for den enkelte investor, mens den specifikke risiko er gældende for det specifikke selskab.

Investor kan eliminere eller mindske den specifikke risiko, ved at sprede sine investeringer til forskellige selskaber og brancher.¹⁴⁸ En af de simpleste metoder er at investere i investeringsforeninger hvor man investerer i en portefølje. Investor behøver dermed ikke sætte sig ind i forskellige selskaber og brancher, men overlader dette til investeringsforeningen som spreder investeringerne til flere brancher og selskaber for på den måde at nedsætte risikoen. Afkastet ved investering i investeringsforeninger er typisk lavere end ved investering i aktier men til gengæld er det ikke så usikkert, idet risikoen som nævnt er formindsket.

Vælger investor alligevel selv at investere pengene for at have indflydelse på hvilke selskaber der investeres i, må han påregne en større risiko, men også muligheden for et større afkast. Investor bør selv sætte sig ind i de forskellige selskaber og ligeledes sprede

¹⁴⁶ Elling og Sørensen, s. 33

¹⁴⁷ Elling og Sørensen, s. 35 – det bør nævnes at den indirekte metode kan udvides med indregning af kapitalværdi, (APV-metoden) i de tilfælde hvor finansieringsaktiviteten er værdidriver

¹⁴⁸ Hansen, s. 69

investeringen på flere selskaber og brancher for at mindske den samlede investeringsrisiko.

I det følgende foretages en vurdering af om Coloplast bør værdiansættes ud fra den direkte eller den indirekte metode. Herefter beregnes selskabets kapitalomkostninger og der foretages en værdiansættelse af Coloplast ved hjælp af RID og FCF modellerne. Slutteligt diskuteres de faktorer som har indflydelse på aktieværdien.

8.1 Direkte eller indirekte metode

Som nævnt tager den indirekte metode udgangspunkt i selskabets driftsaktiver, og beregner kapitalomkostningerne som en residual af netto driftsaktiver – netto rentebærende gæld. Den direkte metode derimod, kræver indgående kendskab til ejerafkastkravet, hvilket benyttes som faktor ved tilbagediskontering af de fremtidige ejerafkastkrav. Som ekstern analytiker vil det dermed være det simpleste at benytte den indirekte metode til værdiansættelse, hvilket også vil være tilfældet for denne analyse.

8.2 Kapitalstruktur

Et grundlæggende problem ved fastlæggelse af et selskabs kapitalstruktur, er at man til dette er nødt til at kende selskabets markedsværdier for egenkapital og finansielle forpligtelser. Dette er i sig selv et problem, da det jo er markedsværdien der findes ved selve værdiansættelsen. Mange selskaber benytter derfor en struktur der hedder 50/50, betydende at de har en målsætning om at egenkapital og fremmedkapital hver skal udgøre 50 % af selskabets kapitalbehov¹⁴⁹.

PricewaterhouseCoopers har i 2004 gennemført en undersøgelse blandt førende aktører på aktiemarkedet, for at klarlægge hvilke forudsætninger der lægges til grund for en værdiansættelse af et selskab. Ifølge denne undersøgelse er der ca. 77 % som benytter en target kapitalstruktur, det vil sige, en målsætning som de forventer selskabet går imod,

¹⁴⁹ Elling og Sørensen, s. 55-56

som 50/50 nævnt ovenfor. Omkring 15 % benytter selskabets nuværende struktur mens 8 % anvender en variabel struktur¹⁵⁰.

Coloplast har en kapitalstruktur som varierer fra år til år som følge af investeringer i nye aktiver, indfrielse af gæld, aktie tilbagekøb med mere, se nedenstående tabel.

Figur 26: Kapitalstruktur

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09
Aktiekurs ultimo	378	473	497	388	426
Udestående aktier	47	46	46	44	43
Markedsværdi ultimo	17.766	21.758	22.862	17.072	18.318
Rentebærende gæld ultimo	867	3.069	3.181	3.428	2.297
Gældsandel markedsværdi	5%	14%	14%	20%	13%
Egenkapital andel markedsværdi	95%	86%	86%	80%	87%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af tabellen, ligger strukturen omkring de 20/80. Værdiansættelsesmodellerne tager dog højde for denne struktur, idet den Beta-værdi som benyttes til beregning af wacc'en fremkommer ved en common-sense betragtning og dermed ikke gør brug af kapitalstrukturen.

8.3 Kapitalomkostninger

8.3.1 Forudsætninger

- Den risikofrie rente, r_f vurderes til 4 %, hvilket svarer til en 10-årig statsobligation¹⁵¹.
- Det selskabsspecifikke risikotillæg, r_s , sættes til 1 %, da Coloplast vurderes at være en stabil og sikker investeringsvirksomhed. Se også nedenfor under vurdering af Beta¹⁵².

¹⁵⁰ PricewaterhouseCoopers, "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", 2005, s. 4

¹⁵¹ www.nationalbanken.dk

- Beta vurderes på baggrund af "commonsense" til 0,7. Dette gøres idet det har været muligt at finde betaværdier mellem 0,6 og 0,8 på forskellige investeringssider¹⁵³. Det vurderes endvidere at den driftsmæssige risiko er lav mens den finansielle risiko er neutral idet Coloplast benytter sig af finansielle instrumenter til at afdække valutarisici med mere. Jf. Plenborg og Gruelund betyder det at Coloplasts betaværdi ligger i intervallet 0,6 - 0,85¹⁵⁴. Sidst men ikke mindst vurderer Dun & Bradstreet at Coloplast har en insolvensrisiko (sandsynligheden for indenfor de næste 12 måneder at gå konkurs, i betalingsstandsning eller lignende) på 0,04 % mens branchen som helhed har en risiko på 0,91 %¹⁵⁵.
- Selskabsskatteprocenten, t , sættes til 25 %, svarende til den nuværende selskabsskattesats.
- Markedets risikopræmie sættes til 4 %. I en analyse foretaget af PricewaterhouseCoopers i 2005, blev det fastlagt at investorerne i gennemsnit forventede 4,4 % i risikopræmie¹⁵⁶. Da Coloplast som nævnt vurderes at være et yderst stabilt og investeringssikkert selskab, vurderes det at risikopræmien ligger under gennemsnittet.
- Likviditetstillæg r_1 vurderes grundet Coloplasts størrelse som udgangspunkt til 0.¹⁵⁷ Grundet den økonomiske krise vurderes det dog at investorerne er lidt mindre risikovillige, hvorfor der tilføjes et likviditetstillæg på 1 % til afkastkravet.

¹⁵² Betaværdien er et udtryk for hvor risikofyldt en investering er i forhold til markedsporteføljen, se eventuelt Elling og Sørensen s. 53

¹⁵³ Ved opslag d. 10/5.2010 er fundet følgende betaværdier: Bloomberg.com: 0,664, JyskeBank.dk: vurderer risikoen som lav, hvilket for dem betyder $< 0,8$, FT.com: 0,56

¹⁵⁴ Plenborg og Gruelund, s. 59

¹⁵⁵ D&B rapport hentet på www.borsen.dk pr. 16.11.2009

¹⁵⁶ PricewaterhouseCoopers, "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", 2005, s. 2

¹⁵⁷ Plenborg og Gruelund, s. 61

8.3.2 Beregning af kwacc

Kwacc beregnes på baggrund af reformulerede regnskabstal for 2008/09.

$$k_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} k_e + \frac{V_0^{NGR}}{V_0^{NDA}} k_g$$

$$K_g = (0,04 + 0,01) * (1 - 0,25) = 0,0375 = 3,75 \%$$

$$k_e = 0,04 + (0,7 * 0,04) + 0,01 = 0,078 = 7,8 \%$$

$$k_{wacc} = (2.850 / 4.709) * 0,0375 + (1.859 / 4.709) * 0,078 = 0,062 = 6,2 \%$$

Som det fremgår af ovenstående beregninger opgøres k_{wacc} for Coloplast til 6,2 % på baggrund af det reformulerede regnskab.

8.4 Værdiansættelse

Det er valgt at værdiansætte Coloplast ved hjælp af RID og FCF.

RID -modellen bygger på kendte begreber fra regnskabsanalysen og tager udgangspunkt i driftsoverskuddet og netto driftsaktiverne¹⁵⁸. Den giver dermed et billede af selskabets driftsaktiver og rentebærende gæld. Fordelene ved at bruge denne model er at der fokuseres på investeringers rentabilitet og vækst, hvilket medvirker til at der anlægges et strategisk fokus på disse drivere. Endvidere fokuseres der på resultatopgørelse og balance frem for cash-flow som kan være svært at budgettere¹⁵⁹.

FCF - modellen tilbagediskonterer fremtidige frie cash-flow med tillæg af terminalværdi for selskabets resterende levetid¹⁶⁰. Fordelene ved denne model er at den typisk måler værdien på selskabsniveau og er uafhængig af anvendt regnskabspraksis, hvilket har gjort den yderst populær¹⁶¹ fordi den giver et billede af de forventede fremtidige cash-flow.

¹⁵⁸ Elling og Sørensen, s. 33

¹⁵⁹ Penman, s. 161

¹⁶⁰ Elling og Sørensen, s. 32

¹⁶¹ Plenborg og Gruelund, s. 43

Grundet manglende informationer omkring konkurrenterne er det vurderet uhensigtsmæssigt at foretage værdiansættelse ved hjælp af multipler.

Der benyttes følgende forudsætninger til beregningerne:

- Budget som udarbejdet i kap. 7
- Det forudsættes at netto cash-flow vil stige med 2 % om året
- k_{wacc} beregnet til 6,2 % i afsnit 8.3.2

8.4.1 Residualindkomst-modellen (RID)

		Budgetperiode					Terminal periode
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
DO		1.029	1.091	1.186	1.335	1.501	1.580
NDA	4.709	5.746	6.130	6.558	7.120	7.732	7.887
RIDO		737	734	806	928	1.059	1.100
Diskonteringsfaktor		1,062012	1,127869	1,197809	1,272088	1,350972	
KV af RIDO		694	651	673	730	784	
KV af RIDO til 2013/14	3.532						
Terminalværdi							26.191
KV af Terminalværdi	19.387						
Virksomhedsværdi	27.627						
Bogført værdi af NFF	1.859						
Værdi af Egenkapital	25.768						
Værdi pr. aktie (45 mio.)	573						

Kilde: Egen tilvirkning

8.4.2 Det frie cash flow (FCF)

		Budgetperiode					Terminal periode
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
DO		1.029	1.091	1.186	1.335	1.501	1.580
NDA	4.709	5.746	6.130	6.558	7.120	7.732	7.887
FCFF		-9	708	758	773	888	1.425
Diskonteringsfaktor		1,062012	1,127869	1,197809	1,272088	1,350972	
KV af FCFF		-8	627	633	608	658	
KV af FCFF til 2013/14	2.517						
Terminalværdi							33.923
KV af Terminalværdi	25.110						
Virksomhedsværdi	27.627						
Bogført værdi af NFF	1.859						
Værdi af Egenkapital	25.768						
Værdi pr. aktie (45 mio.)	573						

Kilde: Egen tilvirkning

8.4.3 Dateringsproblematik

Der opstår et tidsmæssigt gab mellem udgangspunktet for budgettet og datoen for selve aktiekursværdien som beregnes i afsnit 8.4. Dette skyldes at budgettet er baseret på den seneste årsrapport pr. 30. september 2009 mens informationsindsamlingen til brug for analyse og budgetforudsætninger er foregået helt frem til den 10. maj 2010 som er datoen for den beregnede kursværdi. Dette medfører at analytiker retteligt bør fremdiskontere kursværdien pr. 30. september 2009 til 10. maj 2010 for at få den helt rigtige værdi, alternativt tilbagediskontere værdiansættelsesmodellerne til 10. maj 2010 frem for til 30. september 2009.

Ved en tilbagediskontering af værdiansættelsesmodellerne med $0,5-4,5^{162}$ i stedet for 1-5 som benyttet ovenfor fremkommer en kursværdi på 659, altså et spænd på 86 (659-573).

¹⁶² Der er benyttet værdier på ½ år. Dette er ikke helt korrekt idet der kun er knap 5 måneder fra 10. maj til 30. september, men for nemheds skyld er der regnet med ½-årige værdier.

Figur 27: Det frie cash flow med diskonteringsfaktor 0,5 - 4,5

	Budgetperiode						Terminal periode
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
DO		1.029	1.091	1.186	1.335	1.501	1.580
NDA	4.709	5.746	6.130	6.558	7.120	7.732	7.887
RIDO		737	734	806	928	1.059	1.100
Diskonteringsfaktor		1,030539	1,046157	1,078106	1,111031	1,144961	
KV af RIDO		715	702	748	836	925	
KV af RIDO til 2013/14	3.926						
Terminalværdi							26.191
KV af Terminalværdi	22.875						
Virksomhedsværdi	31.509						
Bogført værdi af NFF	1.859						
Værdi af Egenkapital	29.650						
Værdi pr. aktie (45 mio.)	659						

Kilde: Egen tilvirkning

Hvis den officielle kursværdi pr. 30. september 2009 på 426 i stedet fremdiskonteres med $0,5^{163}$ fås en aktiekurs på 439 ($426/1,062^{-0,5}$), et spænd på 13 (439-426). Der er altså stor forskel på om man tilbagediskonterer hele værdiansættelsen til 10. maj 2010 eller man fremdiskonterer den officielle kursværdi. For den videre behandling af spændet mellem beregnet og faktisk kursværdi vurderes det dog uden betydning om kursværdien er frem/tilbagediskonteret eller ej.

I forbindelse med udarbejdelsen af denne kandidatafhandling har det endvidere ikke været muligt at finde et entydigt svar på hvad der er mest korrekt. Faktisk har det ikke været muligt at finde eksempler på at problemstillingen bliver behandlet overhovedet. I den nedenstående analyse af afvigelserne mellem kursværdierne vil dette spænd dog blive taget i betragtning.

8.4.4 Kommentarer til den beregnede kursværdi

Uanset om kursværdien frem eller tilbagediskonteres fremkommer der et spænd mellem den beregnede kursværdi og den officielle. Dette kan forklares ved såvel den tolkning af

¹⁶³ Se ovenfor

strategi og konkurrencesituation som er grundlæggende for budgettet, men også forudsætningerne for beregning af kapitalomkostninger har indflydelse på kursværdien.

Den beregnede kursværdien på 573 (ved tilbagediskontering til 30. september 2009) ligger noget under den officielle kursværdi pr. 10. maj 2010 som er 642 kr. pr. aktie, men væsentligt højere, ca. 150 kr., end den officielle kursværdi på 426/439 kr. pr. 30. september 2009, hvilket er de seneste faktiske tal som budgettet er baseret på. Ved tilbagediskonteret værdiansættelse som set ovenfor ligger kursværdien på 659 hvilket er lidt højere end den officielle pr. 10. maj 2010. Den beregnede kurs uanset om man anvender 573 eller 659 vurderes dog ikke urealistisk høj. Blandt andet hos Jyske Bank har man et kursmål på 710 kr. pr. aktie¹⁶⁴ og hos Handelsbanken Capital Markets et kursmål på 545¹⁶⁵. Det vurderes dermed at kursen pr. 30. september 2009 er for lav i forhold til selskabets faktiske værdi og muligheden for at opfylde de fremtidige forventninger.¹⁶⁶ Dette underbygges endvidere af at kursen pr. 10. maj 2010 er på 642¹⁶⁷, hvilket er en stigning på 216 i forhold til datoen for seneste årsrapport og ca. 70 kr. højere end den kursværdi som beregningerne i denne afhandling viser. Ifølge Jyske Bank er der følgende årsager til at kursen er steget så meget over det sidste års tid¹⁶⁸:

- *Aktien virker fundamentalt billig prissat*
- *Usikkerheden om selskabets fremtidige indtjening er gennem de seneste kvartaler blevet mindre.*
- *Coloplast har gode muligheder for at løfte rentabiliteten til 22% i forbindelse med omkostningsbesparelser og udflytning af produktion til Ungarn og Kina.”*

Som det ses af nedenstående graf fra Euroinvestor har aktiekursen på Coloplast aktien været tydeligt påvirket af den finansielle krise som verden blev kastet ud i 2008. Kursen lå

¹⁶⁴ www.jyskebank.dk, 10.05.2010

¹⁶⁵ www.borsen.dk, "Julekalender: Nu skal Coloplasts væksttempo op", 28.11.2009

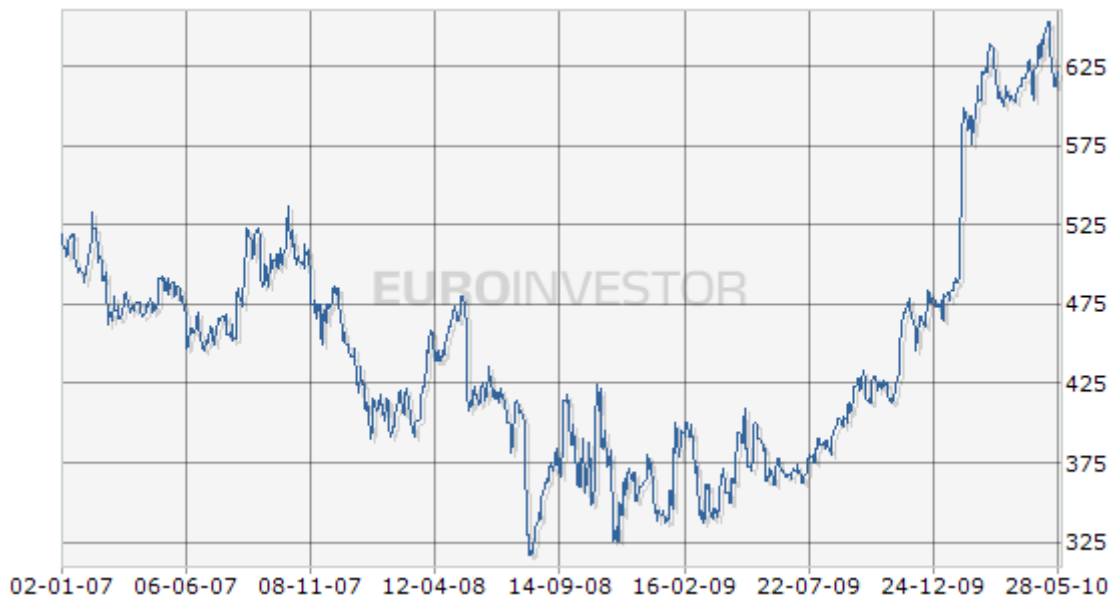
¹⁶⁶ Det er uden held forsøgt at finde flere kursmål hos andre danske pengeinstitutter (Nordea, Danske Bank, Lån & Spar Bank, Nykredit Bank) samt på www.borsen.dk og www.euroinvestor.dk

¹⁶⁷ www.nasdaqomxnordic.com

¹⁶⁸ www.jyskebank.dk, 10.05.2010

pænt over de 500 kr. i slutningen af 2007, hvorefter den faldt støt. Det er først i 2. halvår af 2009 at kursen viser tydelige tegn på at være på vej op igen. Kursen har aldrig været så høj som den er nu, ifølge Euroinvestor har den dog været støt stigende i de sidste 23 år. Eneste rigtige nedgang i kursværdien var i årene 2002-2004¹⁶⁹.

Figur 28: Kursudvikling i Coloplast-aktien, 2007-2010



Kilde: Euroinvestor.dk

8.5 Følsomhedsanalyse

Som nævnt bygger værdiansættelsen på nogle forudsætninger som investor gør sig om den fremtidige vækst, den fremtidige omkostningsstruktur, det forventede afkast, den fremtidige rente osv. Det er klart at ved forskellige forudsætninger vil man få forskellige kursværdier. Investor bør derfor foretage en analyse af hvor følsom kursværdien er for ændringer i forudsætningerne.

Nedenfor er foretaget en analyse af hvilken betydning ændringer i forventet omsætningsvækst, forventet omkostningsniveau og sammensætning samt forventninger til ejerafkastet vil få på kursværdien.

¹⁶⁹ www.euroinvestor.dk

8.5.1 Omsætningsvækst

I ovenstående beregning er budgetteret med en omsætningsvækst for de enkelte forretningsområder som tilsammen giver en årlig omsætningsvækst som markeret med gult i nedenstående figur. Af figuren fremgår det hvorledes kursværdien ændrer sig ved forskellige niveauer af omsætningsvækst, hvis alle øvrige forudsætninger er uændrede. Som det ses har ændringer i omsætningen nogen men ikke stor betydning for kursværdien.

Figur 29: Følsomhedsanalyse af omsætningsvækst

2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	Kursværdi
3,7%	3,4%	5,3%	5,8%	5,9%	2,0%	514
4,7%	4,4%	5,1%	6,8%	6,9%	2,0%	530
6,3%	6,7%	7,0%	8,6%	8,6%	2,0%	573
6,7%	6,4%	7,9%	8,8%	9,3%	2,0%	581
6,8%	6,6%	8,1%	9,3%	9,7%	2,0%	588
7,8%	7,6%	8,7%	9,4%	10,7%	2,0%	606

Kilde: Egen tilvirkning

8.5.2 Omkostningsniveau

I modsætning til ændringer i omsætningen som kun havde en mindre effekt på kursværdien har ændringer i omkostningsniveauet en noget større effekt på kursværdien. Som det fremgår af nedenstående figur vil en ændring i de direkte omkostninger, det vil sige, produktions- distributions- administrations og forsknings- og udviklingsomkostninger, have en betydelig effekt på kursværdien (alle andre forudsætninger som i budgettet).

Figur 30: Følsomhedsanalyse af omkostningsniveau

2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	Kursværdi
78%	82%	83%	84%	84%	84%	224
78%	78%	79%	79%	79%	79%	448
78%	78%	78%	77%	77%	76%	573
76%	76%	76%	75%	74%	74%	663
74%	74%	73%	72%	71%	70%	833

Kilde: Egen tilvirkning

Beregningen viser dermed at investor bør have mere fokus på om Coloplast formår at foretage de omkostningsbesparelser de annoncerer samt hvorvidt de bliver ved med at

have fokus på omkostningerne, frem for hvorvidt omsætningsvæksten bliver større eller mindre end forventet. Hvis omkostningerne løber løbsk, vil det, ifølge beregningen betyde et større fald i kursværdien end en eventuel nedgang i omsætningen. Faktisk kræver det en omsætningsvækst på mere end 10 % pr år i budgettet for at kursværdien kommer på niveau med kursværdien ved et mindre fald i omkostningerne. Nedenstående tabel viser en gennemsnitlig stigning i omsætningen på 2,9 % for at opnå samme kursværdi som ved et gennemsnitligt fald i omkostningerne på 2 %.

Figur 31: Omsætningsvækst kontra omkostningsfald

2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	Kursværdi
6,3%	6,7%	7,0%	8,6%	8,6%	2,0%	573
10,7%	10,5%	10,8%	11,4%	11,4%	2,0%	661
4,4%	3,8%	3,8%	2,8%	2,8%	0,0%	2,9%
78%	78%	78%	77%	77%	76%	573
76%	76%	76%	75%	74%	74%	663
-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%

Kilde: Egen tilvirkning

8.5.3 Ejerafkastkrav

Som tidligere nævnt bør markedets risikopræmie som indgår som en del af fastsættelse af k_{wacc} sættes til forskellige værdier, for at vurdere hvor følsomt estimatet er for ændringer i kravet. Nedenstående tabel er udarbejdet for at vise hvordan ændringer i risikopræmien påvirker den beregnede aktieværdi.

Figur 32: Følsomhedsanalyse af ejerafkastkravet

Risikopræmie	Kapitalomkostninger	Aktieværdi FCF	Aktieværdi RID
0,020	5,35%	744	744
0,025	5,57%	693	693
0,030	5,78%	649	649
0,035	5,99%	609	609
0,040	6,20%	573	573
0,045	6,41%	540	540
0,500	6,62%	511	511
0,055	6,84%	484	484
0,060	7,05%	459	459

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses ændres kursværdien ved ændringer i kapitalomkostningerne. En ændring på $\frac{1}{2}$ procentpoint i risikopræmie medfører en mindre ændring i kursværdien. Kursværdi og risikopræmie er omvendt korreleret, således at kursværdien stiger når risikopræmien falder og omvendt. Dette skyldes det forhold at risikopræmien afspejler den risiko som investor er villig til at løbe. Hvis investor er villig til at løbe en stor risiko og dermed ikke kræver så meget i risikotillæg til beregning af afkastet, bliver han, alt andet lige, belønnet med en højere aktiekurs. Jo højere risikopræmien er, jo mindre er stigningen i kursværdi ved ændring af risikopræmie. Kursværdien stiger således 25 kr. ved en ændring i risikopræmie fra 6 % til 5,5 %. Ved en lavere risikopræmie er kursværdien højere og stiger med 44 kr. ved en ændring i risikopræmie fra 3 % til 2,5 %.

8.6 Delkonklusion

Resultatet af den strategiske og regnskabsmæssige analyse munder ud i en beregnet kursværdi på 573 kr. pr. aktie. Den beregnede værdi er væsentligt højere end den officielle kurs på 426 kr. pr. aktie pr. 30.09.2009. Kursværdien har dog ændret sig betragteligt i den efterfølgende periode, hvorfor kursværdien pr. 10.05.2010 er på 642 kr. pr. aktie hvilket er ca. 70 kr. højere end den beregnede kursværdi. Endvidere har blandt andet Jyske Bank udtalt at de mener aktiekursen er fundamentalt nedvurderet og benytter et kursmål på 710 kr. pr. aktie.

Følsomhedsanalysen har vist at aktiekursen er meget følsom overfor ændringer i omkostningsniveauet mens der kun er mindre udsving at spore ved ændringer i omsætningen. Selskabet skal derfor fortsætte med at være omkostningsbevidst for at tiltrække og fastholde investorerne som ellers kunne tænkes at sætte deres penge i aktier med et forventet højere afkast.

Følsomhedsanalysen har endvidere vist at aktiekursen er følsom overfor ændringer i markedets risikopræmie og dermed wacc'en. En sænkning af risikopræmien fra de benyttede 4 % til 3,5 % medfører en stigning i aktiekursen på 36 kr. Endvidere viser analysen, at hvis risikopræmien havde været sat til 4,5 %, som er nærmere det gennemsnitlige niveau på 4,4 % som markedet kræver ifølge PricewaterhouseCoopers, ville kursværdien have været på 540, altså 33 kr. mindre end det beregnede.

På baggrund af selskabet evne til at indfri forventningerne til fremtiden og de økonomiske resultater i øvrigt vurderes det beregnede niveau for aktiekursen realistisk. Dette underbygges af at Coloplast har et stærkt brand og har gode vækstmuligheder som følge af den demografiske udvikling.

9 Konklusion

En strategisk analyse af selskabet

Hvordan ser selskabets omverden ud?

På baggrund af PESTEL-analysen vurderes det at den største fremtidige påvirkning af branchen kommer fra de politiske, de økonomiske og demografiske samt de sociokulturelle faktorer. Faktorer vedrørende miljømæssige forhold, vurderes dog også at få en større og større betydning i årene der kommer på grund af den meget fokus på miljø og klima som finder sted fra politisk hold.

Da produkterne til en vis grad er betalt af offentlige midler eller private sygeforsikringer får politiske beslutninger om sundhedsreformer, og herunder tilskudsordninger, stor betydning for branchens aktører og kan påvirke i såvel positiv som negativ retning, som det senest er set med henholdsvis den amerikanske og den britiske sundhedsreform. Også forhold omkring miljø og konkurrencelovgivning vurderes at have en mulig virkning for branchens aktører, ligesom branchen kan opleve restriktioner som følge af konkurrencemæssige hensyn som begrænser de enkelte aktørers mulighed for at udvikle sig gennem opkøb af konkurrenter.

Grundet produkttyperne vurderes der ikke at være særlige økonomiske forhold som påvirker branchen, dog forventes det at den demografiske udvikling vil være med til at skabe et øget prispres fra regeringernes side, hvilket kan medføre faldende indtjening for aktørerne. Endvidere har man set en tendens til at hospitaler genanvender produkter som er tiltænkt engangsbrug, hvilket er med til at mindske efterspørgslen for de pågældende produkter.

For nogle selskaber i branchen vil udviklingen i valutakurser have stor betydning, alt efter hvor i verden de opererer. Denne risiko kan dog afdækkes med finansielle instrumenter, hvorfor den ikke bør have den store betydning for selskaberne. Investorernes

risikovillighed og formåen kan dog få betydning. I tider hvor der er generel nedgang i verdensøkonomien kan det være sværere at finde kapital til planlagte udvidelser, nyindkøb med mere.

Den demografiske udvikling forventes at få væsentlig betydning for den fremtidige vækst i branchen. Der er stadig tale om en branche som er meget tabu-belagt, men dette løsner stille og roligt op, således at behovet for produkter som kan benyttes samtidig med at man fortsætter med at leve livet som man ønsker det vil være stigende, hvilket presser producenterne til hele tiden at forbedre deres produkter så de lever op til de øgede krav fra brugernes side. Såvel øget levealder, som stigning i antallet af livsstils fremkaldte sygdomme medvirker endvidere til branchens vækst. Samtidig bliver vækstens også drevet frem af et ønske fra de nye I-lande, om at blive som den vestlige verden, det være sig såvel i form af nye sundhedsreformer i disse lande, men også i udviklingen af livsstilssygdomme som vi kender dem fra vesten.

De teknologiske forhold vurderes ikke at påvirke branchen væsentligt, dog skal aktørerne konstant holde sig opdateret på såvel lægelige som konkurrencemæssige fremskridt.

Hvordan ser det marked ud som selskabet opererer på?

Brancheanalysen har afdækket en række forhold i branchen som skal medtages i vurderingen af værdiansættelse af Coloplast. Det er specielt vigtigt at se på selskabets kundesammensætning og vurdere selskabets afhængighed af enkelte kunder, idet kunderne har en høj forhandlingsstyrke. Modsat er selskabet ikke afhængig af enkelte leverandører hvilket er med til at sikre at omkostningerne til produktionen minimeres.

Grundet de høje adgangsbarrierer som branchen vurderes at have, behøver Coloplast ikke umiddelbart at frygte nye konkurrenter der overtager markedsandele. Til gengæld gør den teknologiske udvikling det muligt for plejepersonalet og brugerne hele tiden at finde nye og/eller forbedrede produkter på markedet, hvorfor det er vigtigt for Coloplast at have fokus på udvikling af produkter for ikke at blive overhalet af eksisterende konkurrenter. Herunder skal Coloplast også have vedvarende fokus på miljørigtig produktion, miljøvenlig

emballage, phthalatfrie produkter med mere, da det forventes at dette vil være vigtige konkurrenceparametre i kommende år.

Derudover skal Coloplast være opmærksom på god personalepleje, da medarbejdere der flytter til en konkurrent kan tage kunder med hvilket medfører tab for Coloplast.

Ligeledes er der tale om produkter med offentlige tilskud, hvorfor prisen på produkterne er mere eller mindre ensartet i branchen. Det betyder at producenterne er nødt til at differentiere sig på produkterne, og være omkostningsbevidste for at skabe overskud til investorerne og hvis en offentlig institution skifter leverandør kan det medføre en stor omsætningsnedgang for en enkelt producent.

Hvad er selskabets styrker og svagheder?

Gennemgang af de værdiskabende enheder internt i Coloplast har vist at de vigtigste elementer i Coloplast forretning er det nære samarbejde og de gode relationer til brugerne af deres produkter, herunder i særdeleshed i forbindelse med forskning og udvikling af nye produkter.

Et godt forhold til plejepersonale er essentielt for værdiskabelsen, idet det er dette forhold som er medvirkende til at brugerne vælger Coloplasts produkter. Også selskabets medarbejdere er en vigtig faktor, for at sikre det tætte samarbejde med plejepersonale og slutbrugere.

Reduktion af produktionsomkostninger er vigtigt i forhold til værdiskabelsen, en proces som Coloplast er i fuld gang med at gennemføre, blandt andet ved gennemførelse af LEAN i innovationsprocessen og udflytningen af produktionen til lavtlønslande. I produktionen er det også vigtigt at have fokus på arbejdsmiljøet således medarbejderne ikke bliver nedslidte af gentagne arbejdsopgaver og arbejdsstillinger.

Sidst men ikke mindst har udskiftningen af selskabets direktør også været en medvirkende årsag til at selskabet i de seneste år har forbedret sin indtjening.

Efter en vurdering af de 3 produktgrupper kan det konkluderes at langt størstedelen af Coloplast omsætning generes af segmenter som er stabile og har en høj markedsandel. Denne fordeling er vigtig i forhold til at vurdere stabiliteten af selskabets forretningsgrundlag som jo er selskabets produkter.

Lave markedsandele og lav vækst for produkter kan være et tegn på at et selskab er på vej mod nedgang, hvilket dog ikke er tilfældet hos Coloplast som jo netop har produkter med høje markedsandele og høje vækstrater. Selskabet skal dog være opmærksom på produktudvikling så de hele tiden kan forny sig og leve op til brugernes krav og behov. Ligeledes skal der være fokus på segmentet for Hud- & Sårpleje samt mulighederne for fornyelse indenfor dette område.

Hvordan er selskabets muligheder for at opfylde den strategi der styres efter?

Den nye strategi virker umiddelbart mere realistisk end den tidligere fra 2005. Det vurderes at selskabet har mulighed for at opfylde den nye strategi. Det er ikke umiddelbart at se, hvilke områder der kan sættes ind på i forhold til effektiviseringer og besparelser, men som nævnt vurderes det at der er gode vækstmuligheder såvel i Europa og Asien, som i USA.

Endvidere vurderes det at det er muligt at reducere det generelle omkostningsniveau, men det er i den forbindelse vigtigt for selskabet, hele tiden at have fokus på produktudvikling og personalepleje. Hvis der skæres for meget på disse områder, risikeres det at give bagslag, i form af dårligere arbejdsmiljø, flere sygedage, flere opsigelser med mere, som vil være med til at forringe det gode samarbejde med plejepersonale og brugere af Coloplasts produkter.

Strategien kan bedst beskrives som intensivering, idet der primært satses på nuværende produkter på nuværende markeder. Selskabet har ved at frasælge de produktgrupper som ligger udenfor deres kompetence områder, eksempelvis frasalget af brystprotese- og brachyterapi-forretningerne i 2006/07, samt tilkøbet af Mentor Corporations urologiforretning i samme regnskabsår, tydeligt vist at de vil satse på kernekompetencerne og dermed skabe vækst gennem forøgelse af markedsandele.

Selskabet har endvidere de bedste muligheder for at være på forkant med udviklingen på grund af det nære samarbejde med plejepersonale og slutbrugere og har dermed skabt en god platform for vækst gennem produktudvikling. Som nævnt i afsnit 5.1.1.2 ligger der også en vækstmulighed i produktion af genanvendeligt udstyr, idet hospitalerne flere steder i verden genbruger engangsudstyr med store omkostninger til følge. Den fremtidige udvikling indenfor miljømæssige tiltag, afsnit 5.1.1.5 giver også gode muligheder for vækst i form af udstyr uden phthalater og lignende.

Ved at satse på besparelser og effektiviseringer, blandt andet i form af indførsel af LEAN i forsknings- og udviklingsafdelingen og udflytning af produktionen til lavtlønslande, har Coloplast også vist at de også ønsker at satse på øget vækst på eksisterende markeder, det vil sige markedspenetrering. Ved denne strategi er det vigtigt at holde omkostningsniveauet nede, idet kunderne allerede kender de forskellige udbydere og deres produkter, og der i overvejende grad konkurreres på priserne.

En historisk regnskabsanalyse

Hvorledes har selskabet historisk set klaret sig økonomisk?

Som det ses af ovenstående nøgletal og trendanalyse er Coloplast umiddelbart et velfungerende selskab som er inde i en god udvikling. Det fremgår at forrentningen er stigende i perioden, hvilket er et udtryk for at Coloplast er blevet bedre til at skabe indtjening på baggrund af den investerede kapital. Gennemsnitligt ROIC ligger i analyseperioden på 16,37 % hvilket betyder at selskabet har et bedre afkast end branchen som helhed.

Den gennemsnitlige overskudsgrad ligger på 10,2 % hvilket også er højere end branchen som helhed og overskudsgraden er stigende hvilket er med til at underbygge at selskabet er inde i en positiv udvikling.

Overskudsgraden fra salg er derimod faldende i analyseperioden hvilket betyder at Coloplasts omkostninger stiger forholdsmæssigt mere end omsætningen. Dette stemmer fint med deres egne observationer og er til grund for deres strategi om at flytte mere af

selskabet til udlandet for på den måde at kunne mindske omkostningerne, hvilket er omtalt yderligere under den strategiske analyse.

Den driftsmæssige gearing er forholdsvis lav, hvilket skyldes at driftsgælden er lavere end driftsaktiverne og selskabet har dermed stadig "plads" til at finansiere en større del af driften med leverandørgæld. Som det ses er SPREAD positiv, hvilket betyder at selskabet har en positiv gearing. Det er dermed muligt at genere et højere ROE på baggrund af ROIC.

Når Coloplast sammenholdes i en common-size analyse med konkurrenter i medicobranschen, fremgår det at Coloplast har investeret mere i materiale anlægsaktiver end konkurrenterne og at de har samme forholdsmæssige lagerbindinger og udestående hos kunder, og på den måde ikke udskiller sig væsentligt fra konkurrenterne. Til gengæld har Coloplast den laveste overskudsgrad af de fire selskaber som indgik i analysen, hvilket dog opvejes af at Coloplast har den største forrentning af egenkapitalen, hvilket vurderes at være et af de væsentligste nøgletal for investorer.

- kursværdien af en Coloplast-aktie pr. 10.05.2010

Resultatet af den strategiske og regnskabsmæssige analyse munder ud i en beregnet kursværdi på 573 kr. pr. aktie. Den beregnede værdi er væsentligt højere end den officielle kurs på 426 kr. pr. aktie pr. 30.09.2009. Kursværdien har dog ændret sig betragteligt i den efterfølgende periode, hvorfor kursværdien pr. 10.05.2010 er på 642 kr. pr. aktie hvilket er ca. 70 kr. højere end den beregnede kursværdi. Endvidere har blandt andet Jyske Bank udtalt at de mener aktiekursen er fundamentalt nedvurderet og benytter et kursmål på 710 kr. pr. aktie.

Følsomhedsanalysen har vist at aktiekursen er meget følsom overfor ændringer i omkostningsniveauet mens der kun er mindre udsving at spore ved ændringer i omsætningen. Selskabet skal derfor fortsætte med at være omkostningsbevidst for at tiltrække og fastholde investorerne som ellers kunne tænkes at sætte deres penge i aktier med et forventet højere afkast.

Følsomhedsanalysen har endvidere vist at aktiekursen er følsom overfor ændringer i markedets risikopræmie og dermed wacc'en. En sænkning af risikopræmien fra de benyttede 4 % til 3,5 % medfører en stigning i aktiekursen på 36 kr. Endvidere viser analysen, at hvis risikopræmien havde været sat til 4,5 %, som er nærmere det gennemsnitlige niveau på 4,4 % som markedet kræver ifølge PricewaterhouseCoopers, ville kursværdien have været på 540, altså 33 kr. mindre end det beregnede.

På baggrund af selskabet evne til at indfri forventningerne til fremtiden og de økonomiske resultater i øvrigt vurderes det beregnede niveau for aktiekursen realistisk. Dette underbygges af at Coloplast har et stærkt brand og har gode vækstmuligheder som følge af den demografiske udvikling.

10 Litteraturliste

10.1 Bøger

Jens O. Elling og Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 2. udg. 2. oplag, Gjellerup/Gad, København 2005

Thomas Plenborg og Jacob Gruelund, "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele", FSR, december 2002

Erik Hansen, "Strategisk projektstyring", 1. udgave, Samfundslitteratur 2002

Stephan H. Penman, "Financial Statement Analysis and Security Valuation", 2. udgave, McGraw-Hill, New York, 2004

10.2 Årsrapporter med mere

Coloplast A/S Årsrapport 2008/09

Coloplast A/S Årsrapport 2007/08

Coloplast A/S Årsrapport 2006/07

Coloplast A/S Årsrapport 2005/06

Coloplast A/S Årsrapport 2004/05

Coloplast A/S Årsrapport 2003/04

American Medical Systems årsrapport 2009

American Medical Systems årsrapport 2008

Smith & Nephew årsrapport 2009

Smith & Nephew årsrapport 2008

C.R. Bard, form 10-K til fondsbørsen, 2009

10.3 Publikationer

Datamonitor, "global health care supplies – industry profile", March 2009

Ingeniøren, "Coloplast har fundet balancen mellem verden og Danmark", Bjørn Godske, 13.11.2009

PricewaterhouseCoopers, "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", 2005

Version 2 profil 2009, (tillæg til ingeniøren 13. november 2009)

10.4 Hjemmesider

www.amr.dk

www.avisen.dk

www.coloplast.dk

www.coloplast.com

www.berlingske.dk

www.borsen.dk

www.bloomberg.com

www.business.dk

www.erhvervsbladet.dk

www.eucomed.org

www.euroinvestor.dk

www.eurostat.eu

www.finans.tv2.dk

www.FT.com

www.fyens.dk

www.gale.cengage.com (Business and company ressource center)

www.ing.dk

www.jyskebank.dk

www.klimakompaset.dk

www.kontinens.dk

www.medicoindustrien.dk

www.nasdaqomxnordic.com

www.nationalbanken.dk

www.netdokter.dk

www.news.dk

www.oecd.org

www.statistikbanken.dk

www.tidsskrift.dk

www.um.dk

www.washingtontimesglobal.com

www.wikipedia.org

10.5 Korrespondance

10.5.1 Stomiforeningen Copa

Hej Christina og Jane

Der er ikke nogen medicinsk udvikling på området, hvis i tænker medicin på den normale måde. Stomi er alene et resultat af et kirurgisk indgreb, beregnet på at aflede afføring eller urin, der så opsamles i en stomipose.

Der er mange årsager til stomi, så udviklingen går mest på nye kirurgiske metoder, kikkertoperationer etc.. stomiposen er opfundet for 50 år siden, (Coloplast) og grundformen er mere eller mindre uændret, udviklingen går generelt på forbedringer af klæbere, filtre og lukke mekanismer på 2 dels og tømbar pose. det er svært at have en forventning, til stomiprodukternes udvikling, det er meget individuelt hvad den enkelte bruger anvender, sikkerheden ved bandagerne er det der vægter tungest, så man skifter ikke produkt bare fordi der er kommet nyt på markedet.

På vores hjemmeside kan i finde links til producenter og leverandører <http://www.copa.dk/andet/links/> , samt vores foldere <http://www.copa.dk/brochurer-og-materiale/> hvor i kan læse lidt om historien bag.

<http://www.netdoktor.dk/emnecenter/stomi.shtml> har et tema om stomi, skrevet af læger og sygeplejersker.

Vi har ikke læger eller sygeplejersker tilknyttet patientforeningen, og den information vi har er ikke evidens baseret

held og lykke, jeg håber i kan bruge lidt af det.

Venlig hilsen

Peter Sørensen

Copa online rådgivning

10.5.2 Kontinensforeningen

Kære Christina og Jane.

Tak for jeres mail – og undskyld den lange ekspeditionstid. Jeg har været igennem en rygoperation, og har derfor ikke været på kontoret.

Mhp. jeres afhandling om Coloplast vil jeg i første omgang anbefale jer at tage direkte fat i firmaets ledelse/marketingafdeling.

På Kontinensforeningens hjemmeside www.kontinens.dk finder I under produktinformation en hel del firmaer med direkte link til deres respektive hjemmesider.

Mhp. fremtiden for inkontinensbehandling er det vigtigt, at man i første omgang tænker på at få brudt det tabu, som er forbundet med både urin- og afføringsinkontinens hos børn og voksne – dernæst er en grundig udredning, diagnosticering og behandling hos en specialuddannet sundhedsperson næste trin (gynækolog, urolog, urogynækolog, fysioterapeut, uroterapeut, kontinenssygeplejerske).

Jeg synes også, at I – hvis I ikke allerede har læst den – skal kigge på den omfattende Inkontinensrapport, som foreningen fik foretaget i 2009 – den ligger ligeledes på vores hjemmeside.

Jeg arbejder pt. og i de næste uger hjemmefra – men send mig gerne en mail, så vi kan drøfte de ”løse ender”, som I måtte have.

De venligste hilsener
Aase Randstoft
Sekretariats- og projektchef, redaktør

11 Formler til beregning af nøgletal

FORMLER

Navn	Formel	Betydning
ROOA	$(DO+ir)*100/gns.DA$	Afkast på driftsaktiver
ROIC	$DO*100/gns.NDA$	Afkast på netto driftsaktiver
AOH	$Nettoomsætning/gns.NDA$	Netto driftsaktivernes omsætningshastighed
DGEAR	$gns.DF/gns.NDA$	Gearing fra driftsgæld
EKF	$Totalindkomst*100/gns.Ek$	Egenkapitalens forrentning
FGEAR	$gns.NFF/gns.EK$	Finansiel gearing
OG	$DO*100/nettoomsætning$	Overskudsgrad fra driftsoverskud
Ogsalg	$DOsalg*100/nettoomsætning$	Overskudsgrad fra salg
Ogandre poster	$DOandre*100/nettoomsætning$	Overskudsgrad fra andre poster
r	$NFO*100/gns.NFF$	Netto renteomkostninger i procent
SPREAD	$AGNDA-r$	Spread