

Copenhagen Business School

Cand. Merc. FIR

Kandidatafhandling



Værdiansættelse af ALK-Abelló A/S

Valuation of ALK-Abelló A/S

Afleveret: 17. Maj 2016

Antal anslag/antal sider: 157.264/80

Vejleder: Hans-Christian S. Andersen

Studerende: Nikolai Galle

CPR nr.: xxxxxx-xxxx

Underskrift

Executive summary

The objective of this master thesis is to determine the fair value for the share of the public listed Danish company ALK-Abelló and determine how their research- and development projects and development in the business units affects the valuation. By comparing it with the current market price of the share the 4th May 2016 it's possible to determine, whether the share is over- or under valued. ALK is a research driven company with develops and markets allergy immunotherapy. The company is the market leader and has a broad portfolio of allergy immunotherapy products, within SCIT, SLIT drops and SLIT tablets. The company is currently developing the new generation of allergy immunotherapy. The sublingual allergy immunotherapy tablets (SLIT tablets) are fast dissolving tablets, which combine the ease of use from the SLIT drops and effect of the SCIT. The expectations to the SLIT tablets are huge and the company will in the coming year market new tablets and expand geographically.

The fair value of the share will be estimated by the DCF-model, which is based on a fundamental analysis of the company's strategic and financial value drivers. The strategic analysis revealed several of internal and external factors affecting the future development of ALK. ALK is market leader in the allergy immunotherapy industry, however the development of SLIT tablets is a head of the main competitor Stallergenes Greer, which gives the company a first mover advantage. The market for allergy immunotherapy is expected to grow, as the percentage of people affected by allergy is rising. In addition the economic development in the growth economies are predicted to affect the appearance of allergy and the availability of allergy immunotherapy treatment. Furthermore, ALK is also affected by price regulations from the health authorities.

The financial analysis revealed, that ALK over the analysis period had experienced volatility in their ratios, however a positive trend was identified. The company's return of equity was in the period between 1,83% and 13,38%, which mainly was driven by a rise in the profit margin, due to rationalization of operating costs and sales growth.

Based on the strategic and financial analysis the free cash flow to the firm through the forecast period of 10 years and terminal year was estimated. The WACC for ALK was estimated to 4.14%, which estimated the fair value of the ALK share the 4th May 2016 to 1.292 DKK. The share was traded at 1.129 DKK, which implies the share price is undervalued with 14%. A sensitivity analysis of the value revealed that the value especially was sensitive to changes in the sales growth in the terminal year.

Indholdsfortegnelse

Executive summary.....	1
1. Indledning.....	4
1.1 Problemformulering	5
1.2 Struktur	6
1.3 Metode	11
1.4 Afgrænsning.....	11
2. Præsentation af ALK og allergi immunterapi.....	12
2.1 Generelt om allergi immunterapi	12
2.1.2 Forskning og udvikling af lægemidler	15
2.2 Generelt om ALK-Abelló	17
2.2.1 Produkter	19
2.2.2 Markeder	20
3. Strategisk analyse	23
3.1 Intern analyse - Værdikædeanalyse	23
3.1.1 Produktion	23
3.1.2 Markedsføring og salg	24
3.1.3 Forskning og udvikling	26
3.1.4 Virksomhedens infrastruktur herunder strategi	28
3.2 Brancheanalyse ved Porter's Five Forces	31
3.2.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder	32
3.2.2 Truslen fra nye indtrængere.....	35
3.2.3 Truslen fra substituerende produkter	36
3.2.4 Købernes forhandlingsstyrke.....	36
3.2.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	36
3.2.6 AIT branchens attraktivitet.....	37
3.3 Omverdensanalyse PESTEL-analysen	37
3.3.1 Politiske forhold.....	37
3.3.2 Økonomiske forhold	39
3.3.3 Sociokulturelle forhold	40
3.3.4 Teknologiske forhold	40
3.3.5 Miljømæssige forhold.....	40

3.3.6 Lovgivningsmæssige forhold	41
3.4 Delkonklusion - SWOT	41
4. Regnskabsanalyse.....	45
4.1 Reformulering af balancen og resultatopgørelsen til analysebrug	45
4.1.1 Reformulering af resultatopgørelse	45
4.1.2 Reformulering af balancen	47
4.2 Rentabilitetsanalyse	50
4.3 Benchmarking af EBIT-margin	56
4.4 Delkonklusion	58
5. Budgettering.....	59
5.1. Value drivers.....	60
6. Værdiansættelse.....	69
6.1 Fastlæggelse af driftsaktivitetens kapitalomkostninger r_{wacc}	69
6.1.1 Egenkapitalomkostninger (r_e)	69
6.1.2 Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav (r_g).....	73
6.1.3 Kapitalstruktur	74
6.1.4 Estimering af kapitalomkostninger.....	74
6.2 DCF-modellen	74
6.2.1 Følsomhedsanalyse	77
7. Konklusion	79
8. Litteraturliste	81

1. Indledning

Formålet med en regnskabsanalyse en regnskabsanalyse er typisk at værdiansætte en virksomhed¹

Eksterne investorer benytter værdiansættelse som et redskab til at vurdere om en aktie er over- eller undervurderet, hvorved investoren kan opnå et afkast ved at slå markedet ved køb og salg af aktier.

At identificere aktier der er over- eller undervurderet, strider imod the efficient market hypothesis (EMH)². Denne teori omhandler at markedspriserne på effektive markeder afspejler alt tilgængelige, hvorfor det ikke vil være muligt at identificere over- eller undervurderede aktier. I praksis er markedet ineffektivt, idet ikke alle investorer er lige velinformerede eller handler rationelt.

Det er derfor muligt baseret på analyse at identificere over- eller undervurderede aktier, hvorved man ved aktiv forvaltning kan opnå et afkast.

Motivationen bag valget af ALK-Abelló A/S (herefter ALK), skyldes primært en personlig interesse for allergi. Jeg har personligt og i min omgangskreds oplevet allergi og følgerne af sygdommen. Allergi kan være en stor gene for den enkelte allergikere, og kan i nogle tilfælde gå udover livskvaliteten allergikeren. De fleste allergikere kan klare sig med symptomdæmpende medicin, men i nogle tilfælde er dette ikke nok og allergikere er enten tvunget til at undgå allergenet (f.eks. blive indendørs), leve med symptomerne eller blive behandlet for allergien. De to første muligheder kan have store personlige omkostninger for allergikeren, hvorfor behandling kan være sidste udvej. Det var her min interesse for virksomheden ALK blev vakt. ALK tilbyder, som en af de få virksomheder på verdensplan allergivaccination, allergi immunterapi eller AIT, der i en hvis grad kan kure allergikeren.

Allergi er udråbt som en folkesygdom og antallet af allergikere er globalt stærkt stigende. ALK tilbyder allergi immunterapi og er i gang med at udvikle en produktportefølje af tabletter, der kan revolutionere branchen og gøre allergi immunterapi mere brugervenlig for patienten. ALKs græstablet blev i 2014 udråbt til at have blockbuster potentiale³, hvilket vil sige et salg på over 1 mia. USD. ALK har flere tabletter under udvikling og klar til lancering på det globale marked.

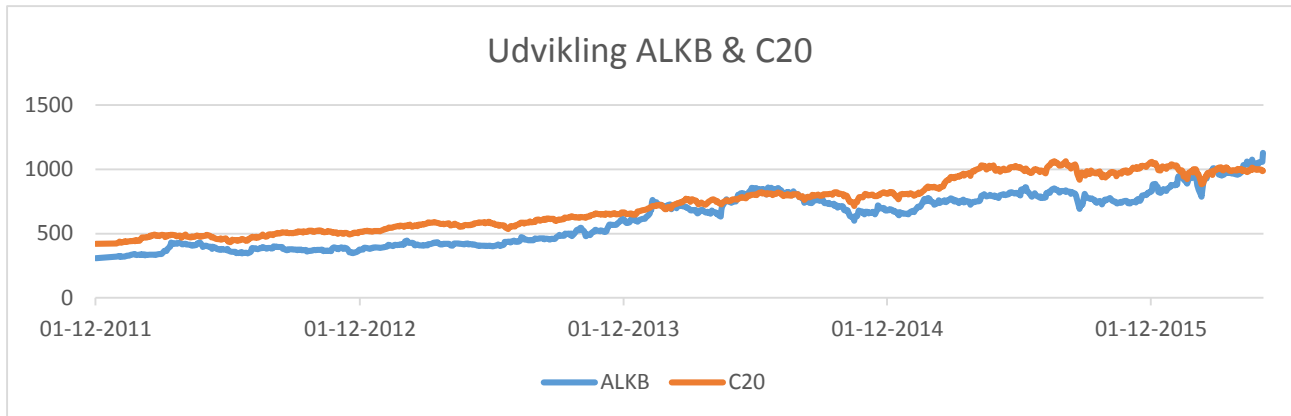
ALK er på nuværende tidspunkt markedsleder på markedet for allergi immunterapi. Det store markedspotentiale, samt de store forventninger til ALKs nye produkter, gør at en værdiansættelse af virksomheden er meget interessant. Aktiekursen var pr. d. 04. Maj 2016 1.129 DKK, og har på 5 år oplevet

¹ (Sørensen, 2012), side 13

² (Bodie, Kane, & Marcus, 2014), side 354

³ www.borsen.dk ALK-Abellós græstablet har blockbuster-potentiale

en stigning på 275,08%⁴. Nedenfor ses udviklingen i aktiekursen for ALKB sammenlignet med C20-indekset.



Figur 1: Udvikling i aktiekursen ALKB & C20

Kilde: NASDAQ OMX NORDIC Copenhagen

Stigningen i aktiekursen, samt det store potentiale i markedet og forventninger til de nye produkter gør det meget interessant at vurdere hvordan disse faktorer påvirker værdien af ALK, og dermed vurdere om virksomheden er værdiansat korrekt.

1.1 Problemformulering

Baseret på den ovenstående problemstilling, så lyder opgavens problemformulering lyder som følger:

Hvordan påvirker forsknings- og udviklingsprojekter, samt udviklingen i forretningsområderne værdiansættelsen af ALK Abelló A/S?

For at kunne besvare opgavens problemformulering er følgende underspørgsmål opstillet:

- Hvilke faktorer og aspekter påvirker ALKs fremtidige udvikling?
- Hvad er ALKs finansielle value drivere?
- Hvordan forventes ALK forrentning at udvikle sig i fremtiden?

Underspørgsmålene har til formål at identificere ALKs strategiske position og hvordan forrentningen forventes at udvikle sig, hvilket vil denne grundlag for værdiansættelsen. Derudover vil de samtidig også kunne danne grundlag for, at besvare hvordan ALKs forsknings- og udviklingsprojekter påvirker værdiansættelsen.

⁴ www.borsen.dk Virksomhedsside: ALKB

1.2 Struktur

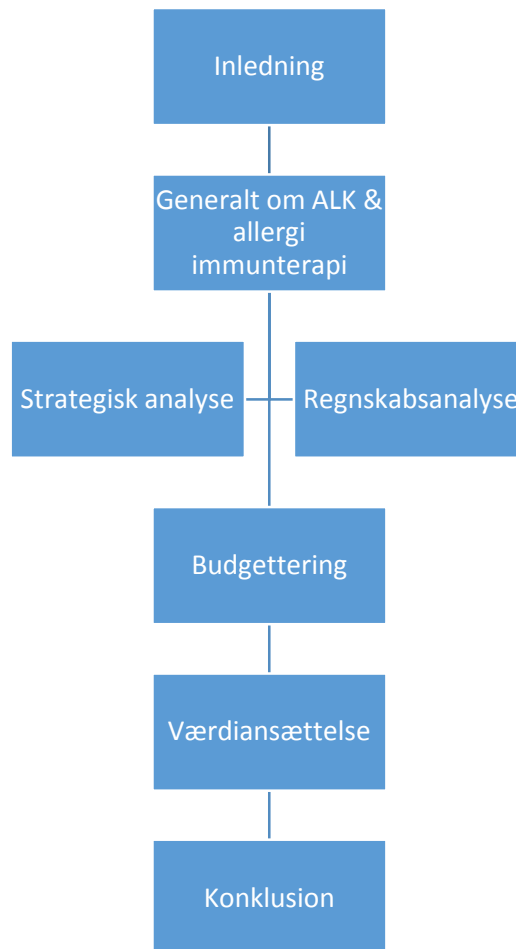
Til at besvare problemformuleringen, foretages der en værdiansættelse af ALK. En værdiansættelse bygger på fremtidige budgetterede regnskaber, såkaldte proforma regnskaber. For at skabe det bedst mulige fundament for en værdiansættelse, så skal de faktorer der påvirker virksomhedens fremtid identificeres.

En god værdiansættelse indeholder følgende⁵:

- 1) De økonomiske karakteristika samt nuværende betingelser for en virksomheds forrentningsområder.
- 2) De specielle konkurrencestrategier, som virksomheden vælger på hvert af sine forrentningsområder.
- 3) En fastlæggelse af, i hvilken udstrækning virksomhedens finansielle opgørelser afspejler de økonomiske effekter af virksomheden beslutninger og handlinger.
- 4) Fastlægger virksomhedens historiske rentabilitet og vækst ved brug af nøgletalsanalyser og andre analyseværktøjer.
- 5) Budgetterer den forventede fremtidige rentabilitet og vækst gennem at inkorporere information omkring forventede ændringer i de økonomiske faktorer, der forventes at påvirke virksomhedens branche og strategier.
- 6) Konverterer denne viden til en egentligt værdiansættelse ved hjælp af en værdiansættelsesmodel.

⁵ (Sørensen, 2012), s. 13

For at opfylde ovenstående krav benyttes nedenstående struktur. Hovedelementerne i afhandlingen vil blive skrevet efterfølgende.



Figur 2: Afhandlingens struktur

Kilde: Egen tilvirkning

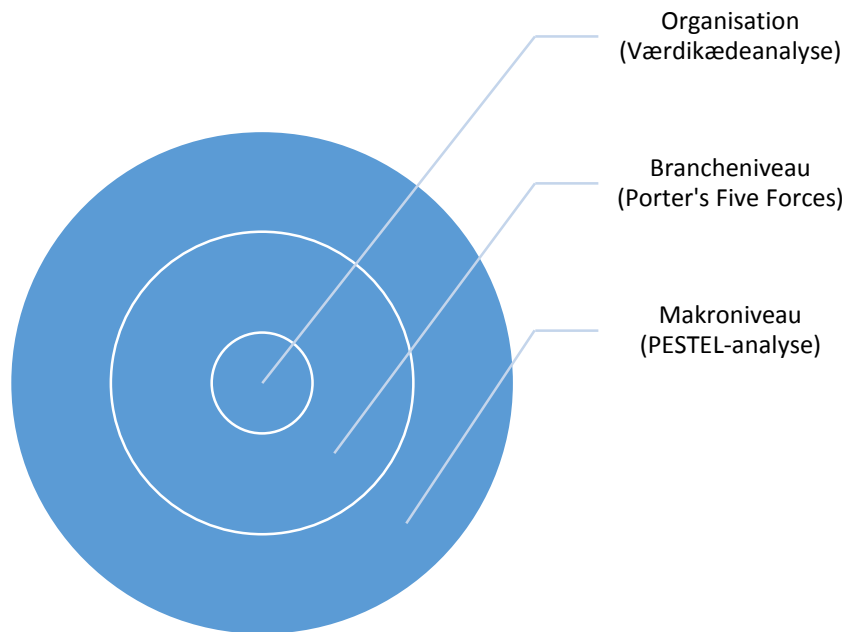
Beskrivelse af ALK og branchen

Afhandlingens første afsnit har til formål, at give læseren en forståelse af virksomheden og den branche ALK operer i. I afsnittets begyndelse vil sygdommen allergi rhinitis og markedet herfor blive beskrevet. Dette gøres for at læseren får indblik i branchen, samt sygdommen. Dernæst vil ALK blive beskrevet historisk, hvilket giver et indblik i hvordan virksomheden har udviklet sig. Dernæst gives der et generelt indblik omkring virksomheden ALK, herunder produkter og markeder.

Dette afsnit gør at læseren får et generelt overblik over ALK og allergi immunterapi branchen. Med det generelle overblik vil læseren være bedre klædt til resten af analysen.

Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse er, at analysere forretningsgrundlaget og derved identificere de ikke-finansielle value drivere. Den strategiske analyse tager udgangspunkt i de forskellige lag i virksomhedens miljø der påvirker virksomheden. Denne del af analysen fungerer som den kvalitative del af analysen.



Figur 3: Miljøpåvirkning

Kilde: Egen tilvirkning baseret på Dobson et al. (2004)

Den strategiske analyse har til formål, at identificere de ikke finansielle value drivere i organisation, i branchen og i makromiljøet. Til at identificere disse benyttes en værdikædeanalyse, Porter's Five Forces, samt en PESTEL-analyse. Herved kan virksomhedens styrker, svagheder, muligheder og trusler identificeres.

Analysen af ALKs organisation foretages med Porters værdikædeanalyse, der har til formål at identificere de aktiviteter i organisationen der er med til at skabe værdi og potentielle konkurrencemæssige fordele. Analysen af virksomhedens interne forhold, ses som afgørende for værdiansættelsen, idet disse påvirker virksomhedens fremtidige konkurrencemæssige situation⁶.

⁶ (Sørensen, 2012), side 84

Værdikædeanalysen inddeler organisationen i kæde af forbundne aktiviteter. Teorien bag er, at hver enkelt aktivitet bidrager til den samlede værdiskabelse for kunden. Det er dog ikke alle aktiviteter der bidrager med lige meget værdiskabelse. Værdikædeanalysen opdeler sine aktiviteter i to typer, hvor de primære aktiviteter er virksomhedens kerneaktiviteter omhandlende selve produktets vej til kunden, mens støtteaktiviteterne har til formål at forbedre effekten af de primære aktiviteter.

Til at analysere de eksterne faktorer på branche- og markedsniveau der påvirker ALK, så benyttes Porter's Five Forces⁷. Modellen har til formål at vurdere branchens attraktivitet, ved at analysere hvordan branchens aktører påvirkes af fem konkurrencekræfter. Modellen analyserer hver af de fem konkurrencekræfter og vurderer, hvordan hver enkelt påvirker attraktiviteten af branchen. Samtidig vil der i analysen af rivaliseringen i branchen blive foretaget en kort konkurrentanalyse, for at identificere ALKs konkurrenter. Brancheanalyse vil kunne identificere muligheder og trusler i virksomhedens mikromiljø, hvilket vil påvirke den fremtidige rentabilitet i branchen og hos ALK.

For analysere de interessenter der påvirker ALKs makromiljø, foretages der en PESTEL-analyse⁸. PESTEL-analysen har til formål at analysere ALKs makromiljø, dvs. de faktorer i virksomhedens omverden, der øver indflydelse på værdiskabelsen. Modellen identificerer de politiske, økonomiske, sociologiske, teknologiske, miljømæssige og politiske faktorer, der øver indflydelse på værdiskabelse i ALK. Der vil i analysen blive lagt vægt på de faktorer, der udøver størst indflydelse på værdiskabelsen. Modellen vil identificere muligheder og trusler i virksomhedens makromiljø.

PESTEL-analysen og Porter's Five Forces har til formål, at identificere de markedsdrivere i det eksterne miljø, der påvirker ALKs forrentningsenheder.

Den strategiske analyse konkluderes med en SWOT-analyse, der giver et overblik over de vigtigste ikke-finansielle value drivere for ALK, opdelt i styrker, trusler, muligheder og trusler.

Regnskabsanalyse:

Regnskabsanalysen har til formål at identificere virksomhedens finansielle value drivere. Modellen tager udgangspunkt i virksomhedens reformulerede regnskaber, hvorved den historiske rentabiliteten kan vurderes. Til at spore virksomhedens rentabilitet og identificere de finansielle value drivere i virksomheden benyttes DuPont-modellen, der giver et overblik over virksomhedens nøgletal. Regnskabsanalysen foretages med henblik på den fremtidige budgettering af proforma regnskaber. Regnskabsanalysen sker på

⁷ (Sørensen, 2012), side 70

⁸ (Sørensen, 2012), side 67

baggrund af de seneste fem fulde regnskabsår, dvs. 2011-2015. Dette gøres også for at sikre kvalitet og troværdighed i budgetteringen. Idet ALK kun segmentere sine forrentningsenheder på omsætningsniveau for SCIT og SLIT dråber, SLIT tabletter, samt andre produkter, så foretages regnskabsanalysen på koncernniveau. Idet en yderligere segmentering af regnskabsposter efter forrentningsenheder, ikke vil give et retvisende billede. For at vurdere ALKs rentabilitet foretages der også en benchmark-analyse af virksomhedens nøgletal relativt til, de i den strategiske analyse identificere konkurrenter.

Budgettering

Værdiansættelsen af virksomheden sker på baggrund af det fremtidige budgetterede proforma regnskab. Til at udarbejde disse proforma regnskaber, benyttes de identificere ikke finansielle og finansielle value drivere fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Derved vil budgetteringen ske på baggrund af virksomhedens historiske og forventede value drivere.

Værdiansættelse

De følgende fire krav stilles til en god værdiansættelsesmodel⁹:

- Præcis (objektivt)
- Realistiske forudsætninger
- Brugervenligt
- Forståeligt

Det første krav der stilles, er at værdiansættelsesmodellen giver et præcist objektivt estimat for værdien af virksomheden. Derudover skal værdiansættelsen være baseret på realistiske forventninger. Samtidig skal modellen være brugervenlig og resultatet af værdiansættelsen forståeligt.

De mest benyttede værdiansættelsesmodeller er kapitalværdibaserede modeller og relative værdiansættelsesmodeller.

De kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller er baseret på tilbagediskonteringen af de fremtidige pengestrømme eller cash flow.

DCF-modellen er den mest populære af de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, hvor værdien af selskabet udregnes, ved at tilbagediskontere de frie pengestrømmene til alle investorer (FCFF). De frie pengestrømme til alle investorer (FCFF) estimeres på baggrund af de budgetteret proforma regnskaber, der er baseret på den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Derved baseres værdiansættelsen på

⁹ Plenborg & Petersen, side 212

realistiske forventninger. Desuden opfylder DCF-modellen også de resterende kriterier for en god værdiansættelsesmodel. DCF-modellen der diskonterer de frie pengestrømme til investorerne vil derfor blive benyttet som den primære værdiansættelsesmodel i afhandlingen. EVA

Værdiansættelsen af ALK med DCF-modellen er baseret på de i budgetteringen opstillede proforma regnskaber. Da disse budgetforventninger er behæftet med en vis usikkerhed, så udføres der en følsomhedsanalyse. Følsomhedsanalysen vil være baseret på de primære value drivers der er størst usikkerhed omkring.

1.3 Metode

Afhandlingen er udfærdiget fra en investors synsvinkel. Empirien til afhandlingen er derfor baseret på offentligt tilgængelig information. Den offentligt tilgængelige information er hentet fra årsrapporter, præsentationer, publikationer, internettet, samt andre databaser, såsom Bloomberg databasen.

Informationen hentet fra uafhængige kilder, såsom nyhedsmedier, analyser og andre databaser vurderes som objektive og derfor pålidelige.

Information hentet fra kilder, der vurderes at have en interesse i ALK er blevet vurderet kildekritisk. Dette skyldes at nogle afhængige kilder kunne have en interesse i at fremstille ALK positivt, hvorfor disse information vurderes subjektive.

Samtidig er information udarbejdet af ALK vurderet kildekritisk. Til regnskabsanalysen er ALKs årsrapporter i perioden 2011-2015 benyttet. Årsregnskabet er blevet godkendt af selskabets revisor. Det vurderes derfor, at de reviderede tal i årsrapporter er troværdige

Teorien benyttet i afhandlingen til værdiansættelsen er hentet fra alment accepteret lærebøger, samt andre anerkendte artikler. Disse vurderes derfor som pålidelige.

1.4 Afgrænsning

I dette afsnit redegøres der for afgrænsninger i forbindelse med opgaven.

Opgaven omfatter hele virksomheden ALK, men der vil være fokus på virksomhedens produkter inden for allergi immunterapi og i særligt grad på produkterne inden for SLIT tablet kategorien.

ALKs regnskabsår følger kalenderåret, og der er benyttet data fra selskabets årsregnskab 5 år tilbage, hvilket skyldes at ALK er en virksomhed i transformation. Skæringsdatoen for indhentning af informationer sættes derfor til d. 4. Maj 2016, idet dette inkludere ALKs seneste regnskabstal fra 1. kvartal 2016. Denne

dato er derfor også valgt som datoen for værdiansættelsen. Information fremkommet efter denne dato vil ikke blive medtaget i afhandlingen.

Idet afhandlingen har til formål, at estimere aktiekursen hos ALK og derfor primært henvender sig til nuværende og potentielle aktionærer i ALK, så vil analysen være baseret på offentlig tilgængelig information.

Opgaven afgrænses fra at analysere regnskabspraksis, pga. opgavens omfang. Desuden har virksomheden i analyseperioden ikke ændret regnskabspraksis. Samtidig må det forventes, at ALK som børsnoteret selskab har et retvisende regnskab.

Desuden vil rente-, valuta- og skatteforhold pga. opgavens omfang ikke blive analyseret nærmere.

Det antages, at ALK er going concern.

2. Præsentation af ALK og allergi immunterapi

Formålet med en præsentation af ALK og branchen, er at give et overordnet overblik over ALK og det marked virksomheden opererer på. Først beskrives branchen kort, hvorefter ALK vil blive beskrevet.

2.1 Generelt om allergi immunterapi

Allergi er en tilstand som skyldes en overfølsomhed, hvilket fører til en unormal reaktion fra kroppens immunsystem. Dette skyldes at kroppen udvikler antistoffer med stoffer i omgivelserne der normalt ikke er skadelige (allergener), hvorved der sker en overreaktion i immunsystemet overfor allergenerne. Der findes mange forskellige former for allergier, men de fleste passer dog i en af de følgende tre kategorier:

- Luftvejsallergi
- Kontaktallergi
- Levnedsmiddelallergi/madallergi

Det vurderes at ca. 10-30% af verdens befolkning lider af en eller anden form for allergi, hvor den hyppigste allergi er luftvejsallergi, der udløses af bl.a. kæledyrskæl, husstøvmider, sporer fra skimmelsvampe og pollen¹⁰. ALK estimerer, at 400-500 millioner globalt lider af allergisk rhinitis (høfeber)¹¹, der bl.a. viser sig som snuen, nysen, tilstoppet næse, samt røde og kløende øjne. Samtidig estimeres det at 20-30% af patienterne, også lider af astma.

¹⁰ www.netdoktor.dk Fakta om overfølsomhed

¹¹ ALK årsrapport 2015, side 8

Allergi og astma er traditionelt blevet set som to forskellige sygdomme, men forskere har i de senere år peget på at allergisk rhinitis og allergisk astma, bør betragtes som den samme sygdom. Derudover er allergisk rhinitis også en risikofaktor for at udvikle astma¹².

Forekomsten af patienter med allergi er steget i den industrialiserede verden gennem de sidste 50 år, hvor antallet af personer med høfeber i Danmark siden 1966 er mere end fordoblet. Forekomsten af børn med allergi er 40-50%¹³. Generelt oplever lande en højere forekomst allergiske tilfælde, des mere industrialiseret/højere økonomisk vækst landet opnår.

Dette fænomen har ført til hygiejne hypotesen¹⁴, der mener at grunden til den voksende forekomst af allergi i de industrialiserede lande skyldes, at over det sidste århundrede har aftagende familiestørrelse, forbedrede husholdningsfaciliteter og større personlig hygiejne nedsat muligheder for krydsinfektioner i unge familier.

Der forskes dog stadig i hygiejne hypotesen, der endnu ikke er blevet videnskabeligt bevidst. Samtidig forskes der også i luftforurening og ændrede vejrforholds påvirkning af forekomsten af allergi.

Antallet af allergikere forventes at stige grundet hygiejne hypotesen, da det forventes at forekomsten allergikere i den industrialiserede verden fortsætter. Samtidig gør den teknologiske udvikling i en lang række lande, der oplever en høj økonomisk vækst og forberede levevilkår, at forekomsten af allergikere i disse lande grundet luftforurening og hygiejne hypotesen forventes stige.

De samfundsøkonomiske omkostninger ved allergisk rhinitis er voksende. Alene i USA for 2013 var de direkte omkostninger til allergi 13 mia. USD, samt 3,5 mio. tabte arbejdsdage¹⁵. Hertil skal de indirekte omkostninger tillægges.

Der findes forskellige behandlingsformer alt efter alvorligheden af allergien. Allergisk rhinitis opstår når kroppen udsættes for allergenet, hvorfor reaktionen ikke opstår hvis allergenet undgås. Hvis allergenet ikke kan undgås, så kan symptomerne behandles med antihistaminer, binyrebarkhormon og cromoner.

Det forventes at 10-20% af patienterne med allergisk rhinitis er alvorligt berørt¹⁶. De patienter der ikke opnår en tilfredsstillende lindring af symptomerne ved symptombehandlingen, kan henvises til

¹² www.astma.astma-allergi.dk Hvad er astma?

¹³ www.worldallergy.org White book on allergy

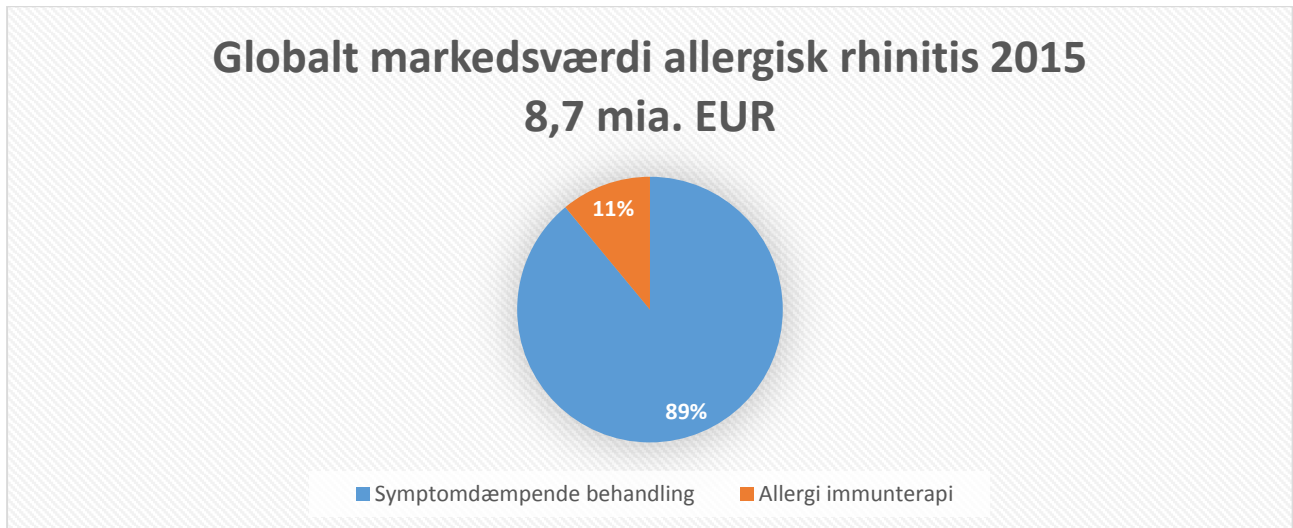
¹⁴ www.ssi.dk Statens Serum Institut: Allergi

¹⁵ R&D and Business Briefing 14th May 2014, side 55

¹⁶ R&D and Business Briefing 14th May 2014, side 15

allergivacciner (allergi immunterapi). Allergi immunterapi bruges til de patienter, hvor tilstanden ikke er velkontrolleret på trods af symptomdæmpende medicin.

Det globale marked for allergisk rhinitis estimeres til i 2015, at have en værdi på 8,7 mia. EUR, hvoraf allergi immunterapi udgjorde 11% svarende til ca. 1 mia. EUR¹⁷.



Figur 4: Markedet for allergisk rhinitis 2015

Kilde: Egen tilvirkning

Allergi immunterapi er receptpligtig, hvor udredningen og behandlingen foregår hos læger der er specialiseret i allergi. Nedenfor er gennemgået de tre allergi immunterapi behandlingsformer.¹⁸

SCIT (subkutan allergenspecifik immunterapi injektioner): Denne behandlingsform administreres af en allergolog. Allergivaccinen gives som injektioner under patientens hud. Pro-medicin anbefaler at den bedste vedligeholdelseseffekt opnås ved ugentlige injektioner i 3-5 år. Denne behandlingsform er globalt set den mest brugte¹⁹, og blev første gang markedsført i 1978.

Ca. 1/3 af patienterne får det markant bedre, 1/3 får det bedre, mens den resterende 1/3 oplever en mindre virkning²⁰.

SLIT-drops (sublingual allergenspecifik immunterapi dråber): Denne behandlingsform administreres af patienten selv. Patienten får udskrevet en allergivaccine i dråbeform, som dagligt placeres under

¹⁷ Stallergenes Greer FY15 Results, webcast, 28-apr-2016

¹⁸ www.pro.medicin.dk Allergenspecifik immunterapi (Allergener)

¹⁹ ALK årsrapport 2015, side 8

²⁰ www.jyllands-posten.dk Så besværlig er en pollenvaccination

patientens tunge. Dette behandlingsregime er 3 år. Behandlingsformen er den anden mest udbredte og blev lanceret i 1990.

SLIT-tablets (sublingual allergenspecifik immunterapi tabletter): Ved denne behandlingsform gives allergivaccinen i hurtigt opløsende tabletform, der administreres af patienten selv. Behandlingsregimet administreres af dagligt af patienten selv i 3 år. Denne behandlingsform er den tredje mest benyttet globalt set, men den hurtigst voksende behandlingsform siden introduktionen i 2006.

2.1.2 Forskning og udvikling af lægemidler

Udvikling af lægemidler er relativt tids- og kapitalkrævende. Iflg. Dansk Lægemiddel Information²¹ så kan udviklingen af et lægemiddel inddeles i nedenstående processor:



Figur 5: Udvikling af lægemiddel

Kilde: Egen tilvirkning

Forskning: Første skridt i lægemiddeludviklingen er udvælgelse af et target (f.eks. behandling af græspollen allergi), hvorefter hits identificeres dvs. stoffer der har den ønskede farmakologiske virkning.

Præklinisk: I den prækliniske fases afprøves lægemidlet på dyr. Formålet er at finde en lægemiddelkandidat, der kan bringes i human klinisk testning, hvilket der ansøges om hos sundhedsmyndigheder.

Fase 1: Lægemidlet afprøves på et mindre antal raske forsøgspersoner for at kortlægge dosering og eventuelle bivirkninger.

Fase 2: Lægemidlet afprøves på nogle få hundrede patienter med sygdommen, hvorved effekten og doseringen kan afprøves.

Fase 3: I denne fase afprøves lægemidlet på nogle få tusinde patienter, hvilket har til formål at kortlægge effekten mod sygdommen, samt bivirkninger. I denne fase foretages der også sammenligner med den nuværende standardbehandling.

²¹ www.pro.medicin.dk Lægemiddeludvikling

Godkendelse: Baseret på de kliniske faser ansøges der hos myndighederne om godkendelse af lægemidlet til markedsføring.

Fase 4: Lægemidlets bivirkninger og effekt følges efter det er blevet markedsført. Desuden vil lægemidlet blive testet mod andre targets.

Nedenfor ses estimater for omkostninger, sandsynligheder og tidsforbruget for hver fase²².

	Omkostninger mio. USD	Sandsynlighed for gennemførelse	Tid (måned)
Forskning	2-3	70,0%	20-40
Præklinisk	2-3	65,0%	10-12
Fase 1	1-5	64,8%	18-22
Fase 2	3-11	44,6%	24-28
Fase 3	10-60	65,2%	28-32
Godkendelse	2-4	81,6%	16-20

Tabel 1: Overblik over forsknings- og udviklingsprocessen

Kilde: Egen tilvirkning

Omkostninger for at udvikle et nyt lægemiddel ovenpå er baseret på omkostninger for mindre biotek-selskaber svarende til 20-86 mio. USD. Et stort studie foretaget estimerede, at alle omkostningerne i forbindelse med udvikling af et nyt lægemiddel kan beløbe sig til op mod 1.241 mio. USD²³, hvilket inkludere omkostninger til udvikling af lægemiddelsfiaskoer. Omkostningerne i forbindelse med udvikling af nye lægemidler er derfor relativt høje.

Baseret på de ovenstående estimater så kan udviklingen af et nyt lægemiddel tage ml. 116-154 måneder, hvorfor udviklingen er relativt langsom i forholdet til andre brancher.

²² (Bogdan & Villiger, 2010), side 74-76

²³ (Bogdan & Villiger, 2010), side 72

2.2 Generelt om ALK-Abelló

ALK udvikler, producerer og markedsfører hovedsageligt allergivacciner, men også diagnosticeringudstyr og adrealinpenne. ALK kan derfor klassificeres som aktør i lægemiddelindustrien. Børsen skriver således:

”Virksomhedens eksisterende allergivacciner (red. ved injektioner og dråber) dikterer nemlig, at selskabet burde værdisættes som en regulær medicinalvirksomhed, mens selskabets pipeline af allergimedicin i tabletform læner sig mere op ad et biotekselskab.”²⁴

Bioteke-selskaber inden for lægemiddelindustrien beskæftiger sig med biofarmaceutiske produkter, der er ethvert farmaceutisk lægemiddel fremstillet i, ekstraheret fra eller semi syntetiseret fra biologiske kilder, mens regulære farmaceutiske lægemidler er baseret på kemiske produkter²⁵. ALKs produkter passer dermed på definitionen af biofarmaceutiske produkter. Idet ALKs fremtidige fokus er på dens tabletvaccine, så vurderes virksomheden i højere grad, at tilhøre biotek-branchen.

For at få et bedre indblik i virksomheden ALK, så foretages der en kort historisk gennemgang af virksomheden, hvorefter der foretages en gennemgang af virksomhedens produkter og markeder. Den historiske udvikling vil tage udgangspunkt i bogen Fra Gåsefjer til Grazax – Historien om ALK²⁶.

ALK blev grundlagt i 1923 på Rigshospitalet, hvor Danmarks første farmaceutisk fremstillede allergenekstrakt til allergivaccination blev produceret, hvilket tre år senere blev flyttet til Firhavns Apotek. Produktionen og diagnosticeringen blev i 1949 en selvstændig enhed under navnet Allergologisk Laboratorium og i 1961 omdannet til et aktieselskab. I 1978 markedsfører ALK den første standardiserede allergivaccine og bliver i 1979 overtaget af den danske virksomhed Chr. Hansen, som Lundbeckfonden i 1991 overtager kontrollen med, hvorefter ALK igen bliver en selvstændig enhed inden den endelige udskillelse i 2005 ved salget af Chr. Hansen Group.

Op igennem 1980'erne udvidede ALK sin markedsposition i Nordeuropa, Centraleuropa og Nordamerika bl.a. igennem opkøb af den svenske konkurrent Pharmacias allergivaccinedivision.

ALK købte i 1992 den spanske hovedkonkurrenten Alergia e Inmunologia Abelló SA, der i 1990 lancerede den første sublingual allergivaccination (SLIT-drops), hvorefter virksomheden få år efter tog det officielle navn ALK-Abelló. Med opkøbet opnåede ALK en stor markedsposition i Sydeuropa.

I 2006 lancerede ALK den første allergivaccine i tabletform (SLIT-tablets) under navnet Grazax.

²⁴ www.borsen.dk ALK-Abelló værdisat mellem to stole

²⁵ www.en.wikipedia.org Biopharmaceutical

²⁶ (Jacobsen, 2008)

ALK opkøbte i 2010 det hollandske selskab Fornix BioSciences²⁷, mens virksomheden 2015 opkøbte sin distributør på Tyrkiske marked. Dette hvilket styrkede markedspositionen i henholdsvis Benelux-landene og Tyrkiet.

I de senere år har ALK fokuseret på at indgå samarbejdsaftaler på en lang række markeder, hvilket vil blive beskrevet nærmere senere i opgaven.

ALKs hovedkontor er i dag placeret i Hørsholm og selskabet er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Selskabet beskæftigede globalt ved udgangen af 2015 1.896 og aktiens lukkekurs pr. 04. Maj 2016 var 1.129 DKK.

Selskabet er delt op i A- og B-aktier, hvor der er 920.760 A-aktier med 10 stemmer hver og 9.207.600 B-aktier med 1 stemme hver. Det er kun B-aktien handles på børsen. Nedenfor ses en oversigt over ALKs største aktionærer pr. 17/01 2016:

Navn	Antal A-Aktier	Antal B-aktier	Total	% aktiekapital	% stemmer
Lundbeckfonden	920.720	3.158.935	4.079.655	40,28%	67,15%
Invesco Ltd		486.615 ²⁸	486.615	4,80%	2,64%
ATP		515.210	515.210	5,09%	2,80%
ALK		361.051	361.051	3,56%	
Andre	40	4.685.789	4.685.829	46,26%	25,45%
I alt	920.760	9.207.600	10.128.360		

Tabel 2: Oversigt over aktionærer

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ALKs årsrapport 2015

Lundbeckfonden har med 67,15% af stemmerne en aktiemajoritet i ALK. Lundbeckfonden der også ejer aktiemajoriteter i virksomhederne Lundbeck og Falck, har på trods af et ejerskab på 40,28% af aktiekapitalen bestemmende indflydelse på ALK grundet inddeling af A- og B-aktier.

Lundbeckfondens formål er iflg. fundatsen²⁹:

- a) at sikre og udbygge LUNDBECK-KONCERNENS virksomhed
- b) at foretage uddelinger til de i fundatsens § 6 nævnte formål

²⁷ www.borsen.dk ALK-opkøb styrker salg af allergiprodukt

²⁸ www.euroinvestor.dk ALK-Abelló: Invesco Canada reducerer sin ejerandel

²⁹ Lundbeckfondens fundats pr. 16-apr-2016

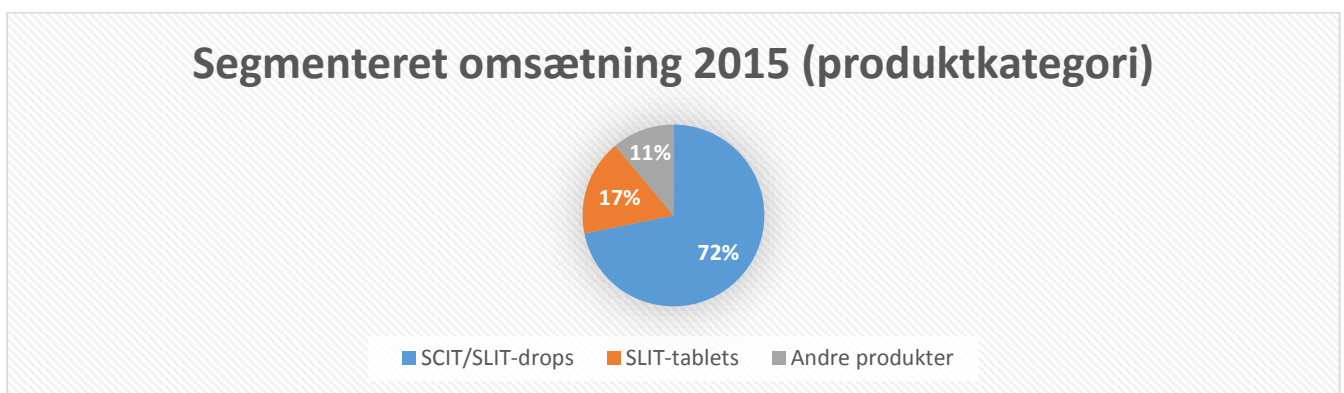
Lundbeckfondens egenkapital ved udgangen af 2015 blev opgivet til 28,864 mia.³⁰, hvilket giver ALK en kapitalstærk aktionær, der bl.a. har til formål at sikre og udbygge virksomheden.

Attraktiviteten ved ALK aktien kan dog også blive svækket pga. aktiestrukturen og den dominerende hovedaktionær i Lundbeckfonden, hvilket gør at andre/nye aktionærer ikke kan opnå indflydelse.

2.2.1 Produkter

ALK opdeler sine produkter i tre kategorier, hvor SCIT/SLIT-drops udgør den største andel af omsætningen, mens den store satsning SLIT-tablets udgør den anden og andre produkter og services udgør den tredje.

ALKs omæstning fordeler sig:



Figur 6: Segmenteret omsætning 2015 (produktkategori)

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ALKs årsrapport 2015

SCIT & SLIT-drops: Allergivaccine via injektioner er den mest udbredte form for allergi immunterapi, og denne efterfulgt af SLIT-drops udgør den største andel af ALKs omsætning. ALKs SCIT produkter tæller Alutard SQ og AVANZ, mens produktporteføljen for SLIT-drops tæller SLIToneULTRA and Osiris. SLIT-drops udfases i en lang række lande grundet ændringer i tilskuds- og dokumentationsforhold³¹, men produktgruppen udgør stadig en stor del af omsætningen.

SLIT-tablets: Allergivaccinen via tabletter er ALKs hurtigst voksende produktkategori. Salget på det vigtige europæiske marked for græspollen voksede med 16%, til nu at udgøre 25% af det europæiske marked for græspollen allergivacciner³². ALK besluttede i 2001 at kombinere brugervenligheden fra SLIT-drops og effekten fra SCIT i en SLIT-tablet³³. Det blev besluttet, at der skulle udvikles allergivacciner via tablet mod

³⁰ Lundbeckfonden årsrapport 2015

³¹ ALK årsrapport 2015, side 7

³² ALK årsrapport 2015, side 8

³³ (Jacobsen, 2008), 122

græspollen, husstøvmider, træpollen og bynkepollen. Efterfølgende har ALK også udviklet en tablet mod japansk cedertræ.

Tabletterne er smeltetabletter, der er designet til at opløses i spyt under tungen, så medicinen kan optages fra det rige udbud af blodkar i dette område³⁴.

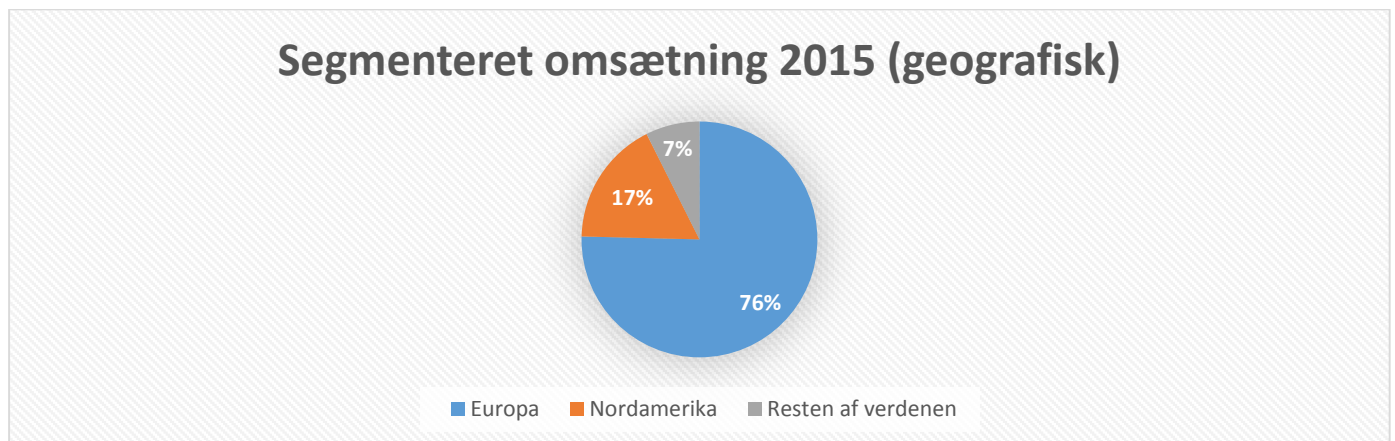
Græspollenvaccinen blev godkendt i de første lande i 2006³⁵ under navnet GRAZAX (på det amerikanske marked GRASTEK), bynkepollen i 2014 under navnet RAGWITEK, mens husstøvmider blev godkendt under navnet ACARIZAX (MITICURE i Japan) i 2015. Derudover har ALK SLIT-tabletter mod japansk cedertræ og træpollen under udvikling, hvilket vil blive beskrevet nærmere under forskning- og udvikling.

GRAZAX og ACARIZAX er tilskudsberettiget i en lang række lande, hvor en pakke med 30 stk. i Danmark koster 895,65 DKK³⁶.

Andre produkter og service: Denne produktkategori dækker over en lang række produkter der relatere sig til allergivaccination, såsom diagnosetesten SOLUPRICK til at specificere allergitypen og adrenalinautoinjektoren JEXT.

2.2.2 Markeder

ALK er som tidligere nævnt en global virksomhed, der er tilstede på en lang række markeder enten med eget salgskontor eller en samarbejdspartner. ALK besidder ca. en markedsandel på 28% globalt set. ALKs omsætning fordelte sig i 2015 på de følgende markeder:



Figur 7: Segmenteret omsætning 2015 (geografisk)

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ALKs årsrapport 2015

³⁴ www.netdoctor.co.uk Grazax (grass pollen allergen extract)

³⁵ www.ing.dk Allergitablen godkendt på det europæiske marked

³⁶ www.min.medicin.dk ACARIZAX

Europa: På det europæiske marked er SCIT den mest benyttede behandlingsform, mens brugen af SLIT-drops er faldende i alle lande på nær Frankrig grundet hovedkonkurrenten Stallergenes Greers problemer, hvilket vil blive beskrevet nærmere i konkurrentanalysen. SLIT-tabletter er den hurtigst voksende produktkategori, hvor behandlingsformen i 2015 noterede sig for 25% af alle græspollen allergivaccinationer. ALK har en markedsandel på 60% inden for produktkategorien SLIT-tabletter i Europa³⁷.

Det europæiske marked domineres af Frankrig og Tyskland, der notere sig for 75% af den samlede omsætning.

Tilskudsordningerne i Europa varierer meget fra land til land, hvor den generelle markedstendens går mod evidensbaseret behandling. ALK oplevede fremgang på en lang række markeder i Europa, der stadig er virksomhedens vigtigste marked.

Nordamerika: Verdens største marked for allergi immunterapi er USA. SCIT er den mest benyttede allergivaccinations behandlingsform. Dog adskiller behandlingen sig fra Europa, idet SCIT ikke benyttes som færdiglavet produkter, men hvor injektionerne selv blandes på de enkelte klinikker af allergenekstrakt. ALK producerer allergenekstrakt til markedet og besidder en markedsandel på ca. 30% og er en af tre hovedaktører på markedet. Salget til allergologer i USD vurderes til 1 mia. DKK, mens det totale marked for allergivaccination (inkl. klinikker, specialister osv), hvert år generer regninger for 13-20 mia. DKK til forsikringsselskaberne³⁸.

På markedet for SLIT-tabletter har ALK en samarbejdsaftale med Merck & Co. i USA, Canada og Mexico. Merck & co. omsatte i 2015 for 39,498 mia. USD³⁹ og kendes ved MSD uden for USA og Canada. Aftalen giver Merck & co. eksklusiv licens til at udvikle, markedsføre og distribuere ALKs SLIT-tabletter mod græspollen, husstøvmider og bynkepollen⁴⁰. Aftalen indebærer samtidig at virksomheden afholder alle omkostninger vedr. klinisk udvikling, registrering, marketing og salg på disse markeder. ALK er ansvarlig for produktion og levering. Græspollen og bynkevaccinen blev lanceret på det amerikanske marked i 2015, mens der er indsendt en registreringsansøgning til amerikanske sundhedsmyndigheder(FDA) for husstøvmidetabletten. Ansøgningen blev accepteret til behandling af FDA i april '16⁴¹.

³⁷ ALK årsrapport 2015, side 8

³⁸ ALK årsrapport 2015, side 9

³⁹ Merck & co. Årsrapport 2015

⁴⁰ www.alk-abello.com ALK Partnerships

⁴¹ www.mercknewsroom.com Merck Announces FDA Acceptance of Biologics License Application for Investigational House Dust Mite Sublingual Allergy Immunotherapy Tablet

Resten af verdenen:

Japan: Japan er det land i verdenen med anden flest diagnosticerede tilfælde af allergisk rhinitis. På det japanske marked samarbejder ALK med Torii der er en af to allergivaccinationsproducenter. Allergivaccination ikke en særligt benyttet i Japan og behandlingsformen er først fornyeligt blevet tilskudsberettiget. Aftalen med Torii, giver denne eksklusiv licens til at udvikle og forhandle ALKs husstøvmide og japansk cedertræs pollen allergivacciner. Husstøvmidetabletten blev lanceret på det japanske marked i 2015, mens vaccinen mod japansk cedertræ forventes godkendt af de japanske sundhedsmyndigheder i 2016/17⁴². Aftalen indebærer at Torii påtager sig alle omkostninger til den kliniske udvikling, registrering, marketing og salg, mens ALK er ansvarlig for levering og produktion.

Kina: ALK har indgået en eksklusiv aftale med den kinesiske virksomhed Eddingpharm på det hurtigvoksende kinesiske marked, hvor det estimeres at op mod 100 millioner lider af husstøvmideallergi. Markedet har en estimeret værdi på 400 mio. DKK og allergivacciner er endnu ikke tilskudsberettiget⁴³.

Rusland & Sydøstasien: ALK indgik i 2014 en samarbejdsaftale med Abbott i 2014 med eksklusiv rettigheder til at distribuere og forhandle ALKs SLIT-tabletter i Rusland. Denne aftale blev i begyndelsen af 2016 udvidet til også at gælde de sydøstasiatiske lande Hong Kong, Malaysia, Filippinerne, Singapore, Sydkorea, Taiwan og Thailand for SLIT-tabletten mod husstøvmider.

Der er indgivet ansøgning for godkendelse af græspollen og bynkepollen til de russiske sundhedsmyndigheder, mens der forberedes til ansøgningen til husstøvmider. Disse forventes godkendt i 2016/17. I de resterende lande forventes der at indgives ansøgning og at produkterne kan lanceres i 2017⁴⁴.

Australien og New Zealand: ALK har indgået en aftale for disse markeder med Seqirus fra 2015⁴⁵.

Ansøgningen til sundhedsmyndighederne blev indgivet i 2015 for både husstøvmider og græspollen, som forventes at blive lanceret på markederne i 2017.

⁴² ALKS årsrapport 2015, s. 13

⁴³ www.eddingpharm.com ALK enters collaboration to accelerate growth in China

⁴⁴ www.newsclient.omxgroup.com ALK and Abbott expand partnership into South-East Asian growth markets

⁴⁵ www.ir.alk-abello.com ALK and bioCSL enter into a partnership for allergy

3. Strategisk analyse

For at kunne vurdere ALK strategiske position og hvordan forrentningsenhederne forventes at udvikle sig i fremtiden, så foretages der en strategisk analyse bestående en værdikædeanalyse, PESTEL-model, Porter's Five Forces. Herved kan ALK' styrke, svagheder, muligheder og trusler identificeres.

3.1 Intern analyse - Værdikædeanalyse

Til at identificere om der interne faktorer hos ALK der giver en konkurrencemæssig fordel på kort og langt sigt benyttes Porters værdikædeanalyse.

Den traditionelle værdikædeanalyse tager udgangspunkt i en produktionsvirksomhed. Hos ALK er ikke alle de traditionelle faser af samme betydning. Der vil derfor blive taget udgangspunkt i de faser af ALKs værdikæde der har størst betydning. Det vurderes at de primære aktiviteter indgående logistik, produktion, marketing og salg, samt støtteaktiviteten teknologi og infrastruktur har størst betydning for værdiskabelsen i ALK. Støtteaktiviteten teknologi omdøbes til "Forskning og udvikling", da dette er bedre beskrivende. Samtidig medtages produktion af råvare under produktionen.

3.1.1 Produktion

ALK har koncentreret sin produktion i Danmark, Frankrig, Spanien og USA. Da produktionsstop, som Stallergenes Greer oplevede det, kan have fatale konsekvenser, så har ALK nøje placeret sine produktionsfaciliteter steder der historisk ikke har været ramt af naturkatastrofer. Da vigtigheden for at kunne levere sine produkter har virksomheden opbygget sikkerhedslagre til produktionen for at sikre en uafbrudt produktionsproces⁴⁶. ALKs produktionsfaciliteter ligger samtidig også tæt på virksomhedens vigtigste markeder.

Produktionsprocessen er inddelt i fire faser⁴⁷:

1. Den første fase omhandler råvareproduktionen. ALK står selv for at dyrke og høste sine naturlige allergener på marker eller drivhuse⁴⁸. ALK har selv fuld kontrol over fasen.
2. Dernæst påbegyndes API-produktion (Aktive farmaceutiske ingrediens). I denne fase foretages der analyser, standardisering og kvalitetskontrol af de naturlige allergener, hvorved det sikres at den biologiske variation der er ved et naturligt produktion ikke findes i det færdige produkt.

⁴⁶ ALK årsrapport 2015, s. 20

⁴⁷ ALK Corporate Brochure, side 10-11

⁴⁸ www.alk-abello.com ALK Source Materials

3. Den tredje fase omhandler selve færdigvareproduktionen, hvor det aktive farmaceutiske ingrediens oprenses i produktionsanlægget. Dernæst tilsættes hjælpestoffer og det aktive farmaceutiske ingrediens formuleres som enten SCIT, SLIT-dråber eller SLIT-tabletter.
4. Efter en omfattende kvalitetskontrol sker pakningen og etiketteringen, hvorefter produktet er klar til videre distribution.

ALK har dermed fuld kontrol over sin upstream værdikæde og selve produktionsprocessen. Pga. den store efterspørgsel efter virksomhedens produkter, samt lanceringen af nye produkter og indtrængningen på nye markeder, så foretager ALK i disse år store investeringer i dets produktionsfaciliteter. I virksomheden "Focus 2018" strategi forventes der er hvert år at blive investeret ca. 200 mio. DKK i produktionsfaciliteter⁴⁹.

Som en del af virksomhedens strategiske fokus, så effektiviseres produktionsprocessen, hvor bl.a. en lang række produkter er blevet udfaset. Der satses i højere grad på standardiseret produkter med lavere bruttofortjeneste⁵⁰, hvilket gør at det forventes at der kan opnås nogle stordriftsfordele i produktionen.

3.1.2 Markedsføring og salg

Markedsførings- og salgsarbejde er meget vigtig for ALK, da branchen som tidligere nævnt er præget af konkurrence, samt virksomheden i disse år lancerer sine SLIT tabletter. Regnskabsanalysen som vil blive præsenteret senere i opgaven udregnede at ALKs markedsførings- og salgsomkostninger i 2015 svarede til 31,88%, hvilket er højere end virksomhedens produktionsomkostninger. ALK er markedsledende på en lang række europæiske markeder, hvilket vurderes at betyde at virksomhedens markedsførings- og salgskapaciteter på det europæiske marked er velfungerende.

⁴⁹ ALK årsrapport 2015, side 15

⁵⁰ www.ir.alk-abello.com Financial outlook 2016

En del af virksomhedens strategiske fokus er at opnå vækst. Virksomheden benytter sig af flere forskellige vækststrategier for at opnå vækst.

	Eksisterende produkter	Nye produkter
Eksisterende markeder	Markedspenetration	Produktudvikling
Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 8: Ansoffs fire vækststrategier

Kilde: (Sørensen, 2012), side 89

ALK forsøger at udvide sin markedsandel på sine eksisterende markeder, samt at øge antallet af allergikere der behandles med allergisk immunterapi.

ALKs udvikling af SLIT tabletter kan kategoriseres som en produktudviklings strategi, hvor virksomheden fornyer sin produktportefølje. Samtidig benytter virksomheden sig også af vækststrategien markedsudvikling, idet virksomheden foretager en geografisk ekspansion.

Virksomheden har i forbindelse med lanceringen af sine SLIT tabletter, indgået partnerskabsaftaler på en lang række markeder, idet ALK ellers selv vil skulle afholde omkostningerne i forbindelse med opbygning af både markedsførings- og salgskapacitet. Derfor ses det som vigtigt for den globale lanceringen af SLIT tablet porteføljen, at ALK har indgået partnerskaber med store lokale aktører. Dette skyldes at markedsførings- og salgsudfordringen på de nye store markeder, er krævende for ALK og hvis First mover fordelene skal udnyttes, så skal der investeres meget i markedsføring. Dette vurderes som for krævende for ALK, der allerede har store omkostninger til salg og markedsføring på sine nuværende markeder. Der er også ulemper ved partnerskaberne, idet ALK afgiver kontrol over en del af sin værdikæde. Det vurderes dog at som en del af ALKs markedsudvikling, så er partnerskaberne fordel, idet disse kan bidrage med salgs- marketingskapacitet på partnerens hjemmemarked.

En af de store udfordringer for branchen, er at gøre mulige patienter opmærksom på immunterapi. Samtidig skal fordelene ved allergi immunterapi kommunikeret ud til allergispecialister, idet der findes store kulturelle forskelle på dette område.

3.1.3 Forskning og udvikling

Forskning og udvikling har været grundstenen i ALK siden grundlæggelsen og forventes stadig, at være en af de vigtigste aktiviteter i fremtiden. Udviklingen af nye produkter har og er afgørende for ALKs konkurrenceevne.

ALK besluttede i 2001 at satse på SLIT-tabletter pga. brugervenligheden og virkningen, hvilket gør at de forsknings- og udviklingsprojekter der er i pipelinen, er baseret på disse.

ALK og deres hovedkonkurrent Stallergenes Greer satser begge på SLIT tabletter, hvorfor disse sammenlignes i forholdet til hvor langt disse er nået i udviklingsprocessen:

		Præklinisk	1	2	3	Godkendelse	Markedsført
Græs	ALK						2006
	Stallergenes						2009
Bynke	ALK						2014
	Stallergenes					Ansøgning H1 2016	
Japansk cedertræ	ALK					Ansøgning dec'15	
	Stallergenes				Planlægning af fase 3		
Træ	ALK				Planlægning af fase 3		
	Stallergenes						

Husstøvmider (HDM)							
		Præklinisk	1	2	3	Godkendelse	Markedsført
Japan	ALK						2015
	Stallergenes						2015
Europa	ALK						2016
	Stallergenes				Start 2015		
USA	ALK					Start 2016	
	Stallergenes				Start 2015		

Tabel 3: Oversigt over status på forsknings- og udviklingsprojektor

Kilde: Egen tilvirkning baseret på Stallergenes Greers og ALKs årsrapport 2015

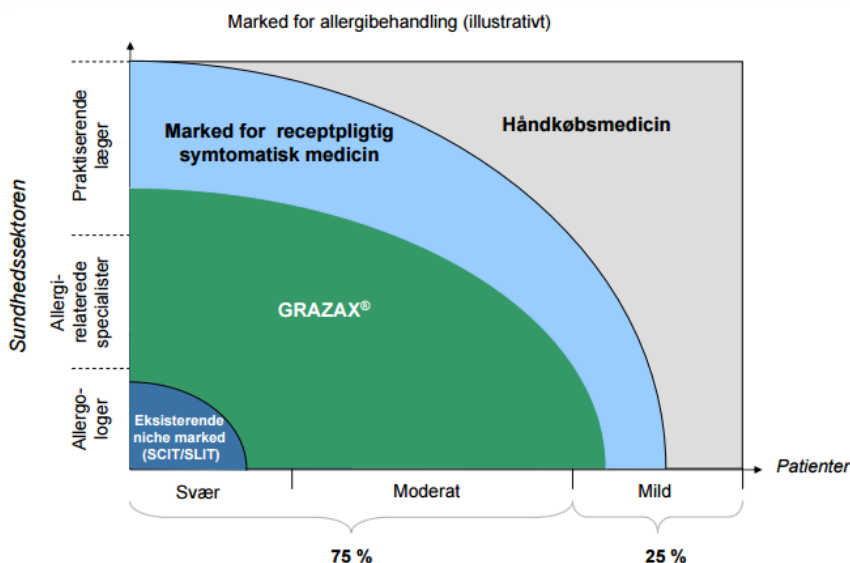
Det ses i den ovenstående figur, at ALK har været first mover med dets SLIT tabletter. Desuden er virksomheden på nuværende tidspunkt længere fremme i udviklingsprocessen end konkurrenten

Stallergenes Greer. Som nævnt tidligere har ALK også været first mover i branchen med både SCIT og SLIT dråber.

Udover de ovenstående SLIT tabletter, så har begge virksomheder projekter i gang vedr. SLIT tabletterne til pædiatrisk og allergisk astma brug. Desuden forsker begge virksomheder i den næste generation af allergisk immunterapi.

ALKs ACARIZAX er den først allergi immunterapi SLIT tablet der også godkendt til allergisk astma⁵¹, hvilket giver produktet en konkurrencemæssige fordel. Samtidig forsøger ALK også at få sin græs SLIT tablet godkendt til allergisk astma, hvor der har været positive tilmeldinger på forsøgene⁵².

Formålet med ALKs SLIT tabletter er at kombinere brugervenligheden og effekten fra henholdsvis SLIT dråber og SCIT. SCIT injektioner har den bedst påviste effekt, mens SLIT dråberne kan tages i hjemmet. Begge behandlinger administreres af en allergolog. SLIT tabletten har påvist god effekt og administreres i hjemmet. Samtidig kan SLIT tabletten administreres af en allergirelateret specialist eller praktiserende læge. Det er derfor et håb fra ALKs side at SLIT tabletten kan henvende sig til en større del af markedet end de nuværende allergi immunterapi behandlingsformer. Nedenfor ses en grafisk illustration af hvilket del af markedet SLIT tabletter, f.eks. Grazax, på sigt forventes at kunne henvende sig til⁵³.



Figur 9: Marked for allergibehandling

Kilde: DDF's virksomhedsdag præsentation d. 30 Maj 2006, side 14

⁵¹ www.alk-abello.com Ny vaccine i tabletform mod husstøvmideallergi får tilskud i Danmark

⁵² www.borsen.dk ALK: Femårigt Grazax-studie bekræfter effekt på børn

⁵³ DDF's virksomhedsdag, 30 Maj 2006, side 14

ALKs produkter er ikke patentbeskyttet, idet produkterne er baseret på naturlige allergener. ALKs tidligere CEO Jens Bager udtalte således til virksomhedens generalforsamling i 2012:

”For så vidt angår den manglende – og ikke mulige patentbeskyttelse, forklarede Jens Bager, at ALKs produktionsprocesser og kvalitetssikring er helt unik, og at nye konkurrenter, som vil konkurrere med ALKs produkter, vil skulle starte forfra med at finde råvarerne, finde produktionsprocesserne samt at de vil skulle gennem det lange kliniske udviklingsforløb, som normalt tager 8-10 år.”⁵⁴

De bagvedliggende processer ved ALKs produkter er derimod beskyttet af patenter, hvilket gør det svært for andre virksomheder at kopiere og få godkendelse til at markedsføre. ALK kontrollerer en lang række patientfamilier i specifikke anvendelser og kombinationer af processer, indenfor f.eks. rekombinante allergener, muterede allergener, ekspressionssystemer og tabletteknologier.⁵⁵

På trods af den manglende patentbeskyttelse af ALKs produkter, så er virksomheden i nogen grad beskyttet mod kopiering. Den beskyttede produktion, samt de lange udviklingsforløb gør at truslen fra kopiering reduceres.

ALK er ledende inden for forskning og udvikling inden for allergi immunterapi, hvilket i høj grad skyldes virksomhedens kompetente forskere. ALK er derfor i meget høj grad afhængige af disse forskere, hvorfor fastholdelse af de vigtigste forskere og rekruttering af nye, har afgørende betydning for virksomhedens fremtidige position som markedsleder og first mover. Medarbejderfastholdelse er derfor en trussel for ALK.

Det vurderes at ALK med sine forsknings- og udviklingsafdeling, samt de produkter der i dets pipeline har en konkurrencemæssig fordel, dog er den manglende patentbeskyttelse en trussel.

3.1.4 Virksomhedens infrastruktur herunder strategi

Denne aktivitet dækker over virksomhedens planlægningssystem, finansiering, ledelse, kultur og rutiner. Der vil i dette afsnit blive fokuseret på ALKs kultur og ledelse herunder virksomhedens strategi.

ALK formulerer sin mission som:

”Vi bidrager til øget livskvalitet ved at forebygge og behandle allergi”.⁵⁶

⁵⁴ REFERAT ORDINÆR GENERALFORSAMLING I ALK-ABELLÓ A/S DEN 27. MARTS 2012

⁵⁵ 11 GLOBALISERINGSSUCCESER

⁵⁶ ALK corporate brochure, side 4

Missionen for ALK er at forebygge og behandle allergi, hvilket er det store mål for virksomheden. Det er også derfor at forskning og udvikling er en af nøgleaktiviteterne i virksomheden, idet man gennem forskning og udvikling kan opfylde sin mission. ALK har historisk været førende inden for forebyggelse og behandling af allergi i form af allergi immunterapi.

Dette forhold gør sig også gældende for ALKs bestyrelse og direktion. Bestyrelsen og direktionen i virksomheden er sammensat af en lang række medlemmer der har erfaring fra andre medicinalvirksomheder og uddannelse inden for feltet⁵⁷.

I 2008 formulerede ALK en strategi under navnet "Focus 2012", der senere blev videreført til "Focus 2018". Strategiplanen er delt op i tre fokusområder Grow, Innovate og Simplify, der har til formål at transformere ALK fra et europæisk selskab med fokus på allergisk rhinitis til et globalt selskab med en produktportefølje af standardiserede og evidensbaserede produkter⁵⁸.

Grow: Fokusområdet har til formål ALK skal opnå. ALK satser både på at øge markedsandelen på sine nuværende markeder, men også gennem global ekspansion. På de nuværende markeder ønsker ALK både at vinde markedsandele, men også at nå ud til de patienter der endnu ikke behandles med allergi immunterapi. Virksomheden satser på informationssiden Allergy Unlocked, der giver patienter mulighed for at finde information om allergi på en interaktiv måde⁵⁹. ALK har i de senere år udvidet sin geografiske markedstilstedeværelse gennem egne salgskontorer, opkøb eller partnerskab. ALK har igennem de senere år indgået partnerskaber med virksomheder på potentielt store markeder i Nordamerika, Japan, Kina, Rusland, Australien, samt Sydøstasien. Det forventes at andelen af allergikere, især på de store vækstmarkeder, i de kommende år vil stige eksplosivt grundet hygiejne hypotesen. Derudover benyttes standardiseret og evidensbaseret allergisk immunterapi i relativ lav grad i forholdet til Europa, derfor ligger der en potentiel stor markedsføringsopgave her. ALK har indgået partnerskab på disse markeder med store distributører, der i forvejen har et stort distributions netværk. Partneren afholder bl.a. også selv markedsføringsomkostningerne. I 2015 havde ALK fokus på ekspansion i den østlige del af Asien, Sydamerika og Mellemøsten⁶⁰. ALKs samarbejde med Abbott påbegyndt ekspansionen i den sydøstlige del af Asien, mens virksomheden har opkøbt sin Tyrkiske distributør.

En del af strategitiltaget omkring vækst, omhandler også at udbygge virksomhedens produktionsfaciliteter, så virksomheden kan imødekomme den forventede fremtidige efterspørgsel efter dens produkter. ALK er

⁵⁷ ALK årsrapport 2015, side 26

⁵⁸ ALK årsrapport 2015, side 14

⁵⁹ www.allergyunlocked.com

⁶⁰ ALK årsrapport 2014, side 13

bl.a. ved at opskalere sin nuværende SLIT tablet produktion, samt en ny API fremstillingsproces til træ SLIT tabletten.⁶¹

Innovate: Som tidligere nævnt, så har forskning og udvikling altid haft en stor betydning i ALK. Det nuværende fokus for ALK, er at færdiggøre sin produktportefølje af SLIT tabletter, hvor de i øjeblikket kun mangler træpollen, samt japansk cedertræ, samt at få godkendt de resterende SLIT tabletterne på enkelte markeder.

Derudover fortsætter produkternes udvikling i fase 4, hvor pædiatrisk brug og mod andre targets, som f.eks. allergisk astma undersøges.

ALK fortsætter også sin forskning i den næste generation allergisk immunterapi.

Simplify: Formålet med ALKs Simplify program er effektivisere virksomheden. Denne del omhandler både restrukturering af virksomheden, samt effektivisering. ALKs mål er at udfase ca. 600 produkter i perioden 2010-2017, så produktporteføljen kun udgør 40% af 2010 størrelsen. Dette resulterede bl.a. i at virksomheden i 2015 solgte sin veterinærforrentning⁶², hvorved der kan fokuseres på de eksisterende produkter i særdeleshed på SLIT-tabletterne. Dette skal være med til effektivisere virksomheden, idet dette vil være med til at minimere omkostninger, samt dokumentationsarbejdet. ALK vil herved kunne fokusere stordriftsfordele og dermed optimere sin produktportefølje.

Vurdering af strategi

ALK fyrede d. 22. februar 2016 deres topchef gennem 16 år Jens Bager, idet virksomheden ifølge bestyrelsesformanden Steen Risgaard:

*"Vi har et stærkt fundament for vækst, men vi står også ved en skillevej, hvor vi vil skal overgå til en ny fase fokuseret på globalisering af vores nye evidensbaserede produkter. Her har bestyrelsen vurderet, at timingen var rigtig til at få en ny direktør, der skal tage selskabet til det næste niveau."*⁶³

Det vurderes fra bestyrelsens side ikke, at den tidligere administrerende direktør havde de rette kompetencer til at videreføre Focus 2018 strategien. Bestyrelsesformanden Steen Risgaard har overtaget posten som midlertidig administrerende direktør indtil en ny er fundet, hvilket forventes at tage op til 6 måneder.

⁶¹ ALK årsrapport 2015, side 20

⁶² www.borsen.dk ALK luger ud i aktiviteter uden for kerneforretningen

⁶³ www.borsen.dk Formand: Ny topchef i ALK-Abelló skal sikre globalt fodfæste

Fyringen af topchefen vurderes at være udtryk for, at ALK at virksomhedens Simplify og Innovate strategi er på vej til at være opfyldt. Idet virksomheden har fået effektiviseret sin produktion, samt nedbragt sin produktportefølje. Samtidig er udviklingen af ALKs SLIT tabletter ved at tage form. Virksomheden har udviklet GRAZAX, RAGWITEK og ACARIZAX, der alle er blevet markedsført på de første markeder. Samtidig er udviklingen af SLIT tabletterne mod træ og japansk cedertræ, nået til et fremskredet punkt i de kliniske tests. Det vurderes derfor, at ALKs hovedfokus de næste år bliver på det sidste element i Focus 2018 strategien Grow. Virksomheden står overfor at udbrede sine SLIT tabletter, samt resten af produktporteføljen globalt.

Det vurderes at geografisk ekspansion er naturligt for ALK i dens strategiske position, baseret på udviklingen allergikere og de generelle markedstendenser, hvilket vil blive diskuteret i omverdensanalysen. Derfor er kravende til den nye administrerende direktør også vigtige, da der fokuseres på en profil der kan bidrage til globaliseringen af ALK.

Samtidig med at fyringen signalerer en ændring i det strategiske fokus, så viser fyringen også en handlekraftig bestyrelse. Det kan dog også have en negativ effekt på virksomheden, hvis ikke virksomhedens hurtigst muligt finder en ny administrerende direktør.

3.2 Brancheanalyse ved Porter's Five Forces

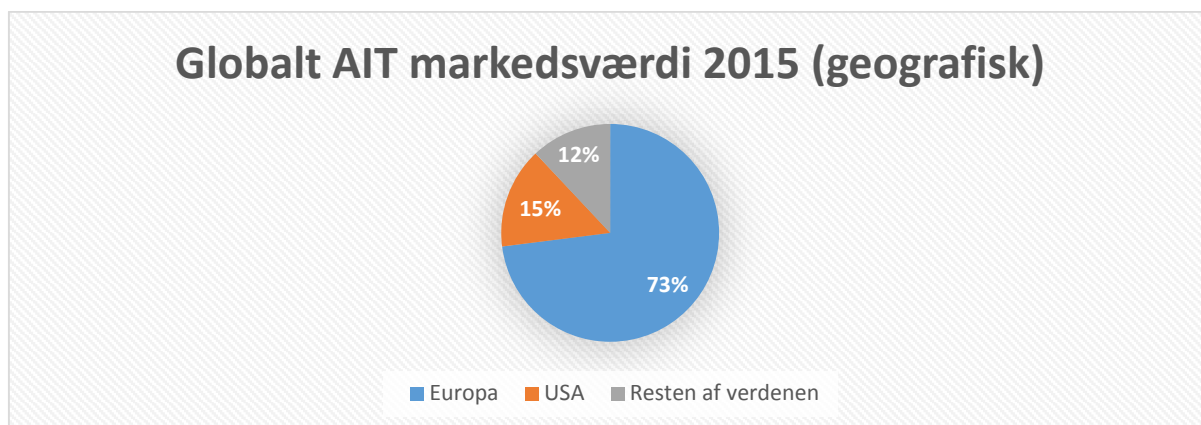
Til at beskrive branchen for allergi immunterapis attraktivitet, analyseres branchen ved hjælp af modellen Porter's Five Forces. Der fokuseres kun på markedet for allergi immunterapi og ikke diagnosticering og adrenalinpen, idet allergi immunterapibranchen vurderes vigtigst for ALK.

Modellen vurderer de fem konkurrencekræfter og hvordan disse påvirker branchens attraktivitet. Hver konkurrencekræft vil blive givet en score ml. 1-10, alt efter hvor attraktiv denne er. Scoren 1 gives for en meget ugunstig situation, mens scoren 10 gives for en særdeles gunstig situation.

3.2.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Konkurrenceintensitet

Det globale marked for allergi immunterapi blev i 2015 estimeret til 1 mia. EUR, hvor størstedelen af omsætningen kom fra Europa.



Figur 10: Global markedsværdi AIT 2015 (geografisk)

Kilde: Egen tilvirkning baseret på Stallergenes Greer FY15 Results, webcast, 28-apr-2016, side 26

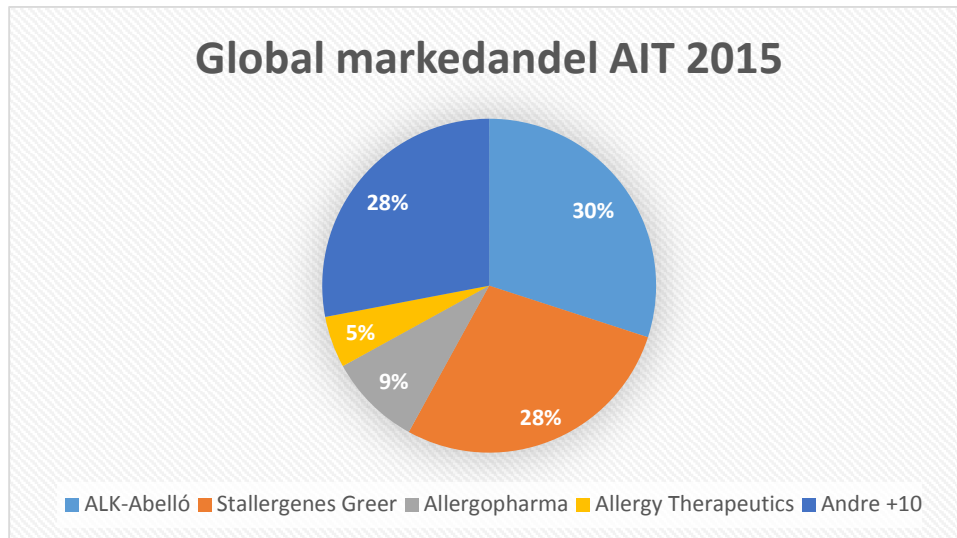
Det behandles globalt årligt ca. 5 mio. patienter med allergi immunterapi, hvor 50% af disse findes i USA og 30% i Europa. Som nævnt ovenfor, så kom kun 15% af omsætningen fra AIT produkter fra USA, mens 50% af patienterne findes på dette marked⁶⁴. Grunden er som tidligere nævnt, at det amerikanske marked domineres "hjemmelavede" allergiinjektioner lavet af allergenekstrakt. Det amerikanske marked vurderes derfor, som det store vækstmarked for de "færdiglavede" produkter, som markedets aktører producerer. Hvis markedet vurderes ud fra PLC-kurven, så kan generelle marked for allergi immunterapi defineres som værende i vækst. Markedet for SCIT vurderes som værende i vækst mod mætning på det europæiske marked, mens SLIT dråber er i nedgang og SLIT tabletterne er i introduktionsfasen.

Markedet for allergi immunterapi er præget af høj konkurrence på de forskellige markeder, hvilket bl.a. høje salgs- og markedsføringsomkostninger vidner om. ALK brugte f.eks. knap 32% af omsætningen i 2015 på dette, hvilket også skyldes lanceringen af dets nye produkter. Branchens store aktører er baseret i Europa, og det forventes at USA bliver det nye store markedet for allergi immunterapi i tabletform, grundet det store antal patienter og den lave omsætning relativt til Europa.

Branchen for allergisk immunterapi domineres af de to virksomheder ALK og Stallergenes Greer, der tilsammen har en markedsandel på 58%. Branchen tæller også virksomhederne Allergopharma og Allergy

⁶⁴ Stallergenes Greer årsrapport 2015, side 9

Therapeutics. Markedsandelen "andre" tæller en lang række mindre producenter, som typisk er mindre virksomheder der kun opererer i hjemlandet. Konkurrencesituationen kan derfor bedst karakteriseres som en slags differentieret, delvist duopol. De vigtigste aktører på markedet vil blive beskrevet senere i afsnittet.



Figur 11: Markedsandel aktører i AIT branchen 2015

Egen tilvirkning baseret på Stallergenes Greer FY15 Results, webcast, 28-apr-2016, side 30

ALK og Stallergenes Greer er de eneste to virksomheder, der har SLIT tabletter i deres produktportefølje. Virksomhederne forsøger at differentiere sig selv på markedet. Idet branchen er en del af medicinalbranchen, så har patientsikkerhed stor betydning, hvorfor bivirkninger eller andre problemer med medicinen, kan have stor konsekvenser for hvordan patienterne opfatter det enkelte produkt/virksomhed. Det er derfor vigtigt for den enkelte virksomhed, at det enkelte produkt lever op til forventningerne, samt at patientens sikkerhed er i top. Stallergenes Greer blev i slutningen af 2015 tvunget til et produktionsstop på en af sine fabrikker i Frankrig af de franske sundhedsmyndigheder pga. tekniske problemer⁶⁵. Udover de direkte omkostninger ved et produktionsstop, kan dette også for betydning for patientens opfattelse af medicinen, hvilket kan være afgørende for valget af allergi immunterapi. Det

⁶⁵ www.businesswire.com Stallergenes Greer Announces a Temporary Suspension of Manufacturing at Its Stallergenes Antony Plant

forventes dog ikke, at Stallergenes Greers produktionsproblemer vil få langsigtede konsekvenser for patienternes opfattelse af produktet.

Konkurrentanalyse

Konkurrentanalysen har til formål, at analysere ALKs vigtigste konkurrenter, hvorved det vil være muligt at bestemme om ALK har en konkurrencemæssig fordel relativt til sine konkurrenter. Benchmarkingen af ALK vil også tage udgangspunkt i disse konkurrenter.

Stallergenes Greer: Stallergenes og Greer Laboratories fusionerede i 2015⁶⁶, hvilket baseret på de to selskabers omsætning i 2014, gjorde dem til markedsleder med 32% af det globale marked mod ALKs 28%. Den fusionerede virksomhed har bl.a. grundet produktionsproblemer, oplevet et fald i pro forma omsætningen fra 312,5 mio. EUR i 2014 til 272,9 mio. EUR i 2015⁶⁷. Stallergenes der oprindeligt er fransk og Greer der er amerikansk, har hovedkvarter i London. Selskabet handles på børsen i Paris, men investeringsselskabet Ares Life Sciences ejer 83,74% af selskabet, og har dermed bestemmende indflydelse.

Stallergenes Greer er ALKs største konkurrent og virksomheden er globalt repræsenteret ligesom ALK. Virksomheden fører både SCIT injektioner, SLIT dråber og SLIT tabletter. Virksomheden kæmper i øjeblikket en kamp mod ALK om at vinde markedsandele på nye vækstmarkeder, samt at vinde markedet for SLIT tabletter.

Stallergenes Greer satser ligesom ALK også på SLIT tabletterne og har i øjeblikket en lang række tabletter i sin R&D pipeline. En sammenligning af Stallergenes Greers og ALKs forsknings- og udviklingsprojekter vblev fremført tidligere i analysen, hvor det ses at ALK har formået at introducere dets produkter før end Stallergenes Greer.

Allergopharma: Den tredje største aktør på allergi immunterapimarkedet er Allergopharma, der er ejet af den tyske medicinalvirksomhed Merck (ikke at forveksle med ALKs amerikanske samarbejdspartner Merck & Co., idet virksomhederne blev separeret i 1917⁶⁸). Virksomheden er baseret i Tyskland og deres produkter, der ikke inkludere SLIT tabletter, er tilgængelige i 20 forskellige lande i Europa og Asien⁶⁹. Der findes ingen

⁶⁶ www.businesswire.com Combination of STALLERGENES and Greer Laboratories: Creation of the Global Leader in Allergy Immunotherapy

⁶⁷ Virksomheden Stallergenes Greer har ikke eksisteret hele regnskabsåret 2015

⁶⁸ www.merck.com Historien om Merck & co.

⁶⁹ www.allergopharma.com Allergopharma Worldwide

offentlig tilgængelige finansielle data for virksomheden, da det er underlagt Mercks regnskab. Merck Group omsatte i 2015 for 12.844,7 mio. EUR⁷⁰.

Allergy Therapeutics: Den fjerde største aktør på markedet er engelske Allergy Therapeutics PLC, der beskæftiger 373. Virksomheden omsatte i 2015 for 43,230 mio. GBP⁷¹, hvoraf det tyske marked udgjorde 63% af nettoomsætningen. Virksomheden tilbyder SCIT vacciner, mens SLIT tabletter ikke er en del af produktporteføljen.

Den interne rivalisering i branchen vurderes som middel, hvorfor scoren 5 gives.

3.2.2 Truslen fra nye indtrængere

Medicinalindustrien er en meget forsknings- og udviklingskrævende branche, hvilket også gælder for branchen for allergi immunterapi. Branchens produkter er ikke beskyttet af patenter, men markedet bevæger sig imod en mere og mere evidensbaseret behandling⁷² (påvist behandlingseffekt). Det kræves store investeringer i forskning og udvikling, for at kunne trænge ind på markedet. Udviklingen af et nyt lægemiddel kan koste op mod 1.241 mio. USD og tage op mod 116-154 måneder at udvikle. Selvom at et lægemiddel blev kopieret, så ville lægemidlet stadig skulle gennemgå de kliniske tests for at blive godkendt. Store medicinalvirksomheder som Johnson & Johnson, Novartis og Pfizer har i forholdet til diagnosen allergisk rhinitis, indtil videre fokuseret på det store marked for symptombehandling. Dog vurderes det, at der er en trussel for at branchens mindre spillere opkøb af større medicinalvirksomheder, som har kapitalen og kapaciteten til at være konkurrencedygtig. I takt med at markedet for allergi immunterapi vokser, så bliver branchen mere interessant for de store medicinalvirksomheder, der ellers har fokuseret på symptomdæmpende behandling. Truslen fra nye indtrængere vurderes dog kun, at være høj på langt sigt. Udviklingen af SLIT tabletter der på sigt også forventes at henvende sig til allergikere med moderate symptomer, forventes derfor også at vinde markedsdele fra symptombehandlingen. I tilfælde af at dette marked bliver stort, så vil interessen fra de store medicinalvirksomheden vokse.

Det vurderes at truslen for nye indtrængere er lav på kortsigt, men den manglende patentbeskyttelse er en trussel.

Truslen fra nye indtrængere vurderes til 7.

⁷⁰ Merck Group årsrapport 2015, side 172

⁷¹ Allergy Therapeutics årsrapport 2015, side 51

⁷² ALK årsrapport 2015, side 14

3.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Allergivacciner benyttes som tidligere nævnt, til de patienter hvor den symptomdæmpende behandling ikke virker hensigtsmæssigt. Udover de færdigproducerede allergivacciner SCIT, SLIT-drops og SLIT-tablets, så er "hjemmelavet" (af specialister) allergivacciner af allergiekstrakter i SCIT form meget anvendte på det amerikanske marked. Disse allergivacciner laves af de enkelte klinikker og vurderes ikke at udgøre en trussel mod de masseproducerede allergivacciner, der opfylder behovet for evidensbaseret behandling.

Det vurderes at truslen fra substituerende produkter er lav og scoren 8 gives derfor.

3.2.4 Købernes forhandlingsstyrke

Produkterne henvender sig, som tidligere nævnt, til patienter med svær allergisk rhinitis, der ikke opnår den ønskede effekt af symptomdæmpende behandling. Allergivaccination er receptpligtig, hvilket gives af en specialist i allergi. Allergivaccination henvises af allergi specialist. SCIT administreres af en allergolog, mens SLIT administreres af patienten selv uden for klinikken. Dog sker henvisningen af en allergolog eller en allergi relateret specialist. Køberen (patienten) vælger typisk det produkt allergispecialisten henviser, hvorfor allergispecialisten er en vigtig interessant. Hvad der kan være afgørende for om køberen vælger allergi immunterapi, kan være tilskudsordninger, hvor jo lavere egenbetalingen for patienten er, des større er det økonomiske incitament for behandlingen.

Som konkluderet ovenfor, så besidder myndighederne og sundhedspersonale den reelle forhandlingsstyrke, hvorfor det er vigtigt for branchens aktører at opnå tilskudsordninger fra både sundhedsmyndighederne og forsikringsselskaber til produkterne. Desuden skal behandlingsvejledningen tilgodese allergivaccination. Sundhedsmyndighederne kan presse prisen på ALKs produkter, hvilket give disse en stor forhandlingsstyrke. Desuden har sundhedspersonalet, der håndterer allergivaccination en afgørende betydning.

Købernes forhandlingsstyrke vurderes til middel, hvorfor scoren 5 gives.

3.2.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Branchens spillere producere enten selv allergenerne⁷³, f.eks. græspollen til produktion af deres allergenspecifikke ekstrakter, eller har en aftale med mindre landbrug, der benyttes til videre produktion af produkterne. Aktørerne enten har kontrol over sin upstream værdikæde eller har kontrakter med mindre leverandører.

⁷³ www.alk-abello.com ALK Source Materials

Derfor vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke som meget lav, hvorfor scoren 9 gives.

3.2.6 AIT branchens attraktivitet

På baggrund af analysen af branchen for allergi immunterapi attraktivitet, vurderes branchen at være attraktiv med en score på 6,8. Truslen fra substituerende produkter, leverandører og nye indtrængere vurderes alle som lave, hvilket gør branchen yderligere interessant. Den interne rivalisering i branchen er middel, hvilket blandt andet skyldes at det generelle marked for allergi immunterapi er voksende. Konkurrencesituationen intensiveres dog og markedet er domineres af to spillere. Attraktiviteten i markedet mindskes dog af kundernes forhandlingsstyrke, hvor især sundhedsmyndighederne i de enkelte lande kan udsætte branchens spillere for en prisregulering, der kan gøre produkterne mindre attraktive.

Markedet for allergi immunterapi er attraktivt, men grundet at allergi immunterapi på nuværende tidspunkt er et relativt lille marked, i forholdet til det store marked for symptombehandling, så kan attraktiviteten på sigt ændres. Dette skyldes at i takt med at markedet vokser, så bliver branchen mere interessant for de store medicinalvirksomheder, der ellers har fokuseret på symptomdæmpende behandling. Branchens attraktivitet vurderes dog kun, at være truet på langt sigt.

3.3 Omverdensanalyse PESTEL-analysen

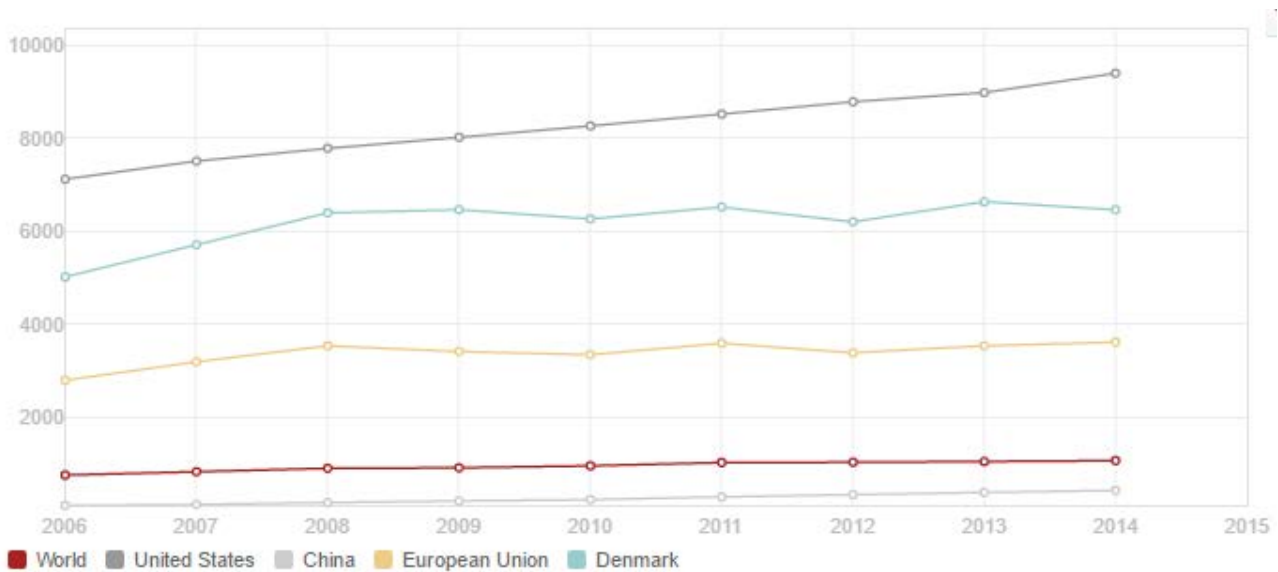
Til at beskrive det makroøkonomiske miljø omkring ALK benyttes omverdensanalysen PESTEL-analysen. Analysen vil bidrage til at beskrive de faktorer i ALKs omverden der påvirker dens strategiske position. Der vil i PESTEL-analysen være fokus på de interesserter der har indflydelse på ALKs udvikling.

3.3.1 Politiske forhold

Medicinalvirksomheder er, som nævnt i afsnittet omkring forskning- og udvikling, også pålagt en lang række krav til nye produkter. Nye produkter skal gennemgå en lang række forsøg for at teste effekten og bivirkningerne ved lægemidlet, før end produktet kan opnå markedsføringsgodkendelse. Desuden skal der søges om markedsføringsgodkendelse i hos de enkelte landes myndigheder, hvilket er en tidskrævende proces.

Et meget vigtigt politisk forhold for ALK er tilskudsordninger i de enkelt lande. ALK skal forhandle tilskudsordninger med hvert enkelt land. Tilskudsordninger kan have stor betydning for det fremtidige salg af et lægemiddel, ved fuldt tilskud til produktet kan det betyde at patienten har ingen eller en meget lille egenbetaling. Desuden kan medicinalvirksomheder som ALK opleve et prispres fra sundhedsmyndigheder, hvor myndigheder ønsker at regulere priserne på medicinen. Dette opleves især på de udviklede økonomi der er blevet ramt af lavkonjunktur, hvor der er et ønske om besparelser på sundhedsområdet.

Nedenfor ses en figur over omkostninger pr. indbygger til sundhed både privat og offentlig i USD.



Figur 12: Sundhedsrelateret omkostninger pr. indbygger i USD

Kilde: Verdensbanken

Det ses at der er en general trend til, at sundhedsrelaterede omkostninger pr. indbygger i de enkelte lande er stigende. Det ses bl.a. at de gennemsnitlige omkostninger i verdenen er steget fra 749 USD til 1049 USD fra 2006 til 2014, hvilket svarer til en stigning på 42%. Som nævnt tidligere ses det også at omkostninger i Danmark er svingende, hvilket er gældende for en lang række vesteuropæiske lande, som Tyskland og Frankrig. Dette vidner om presset for omkostningsreducering, som i nogle tilfælde også fører til prisregulering på medicin, samt lavere tilskud

Sundhedsmyndighederne, især i de europæiske lande, begynder i højere grad at favorisere evidensbaseret produkter, som ALKs. Derfor begynder disse produkter at blive anbefalet af de enkelte landes behandlingsvejledninger.

Behandlingsvejledninger og tilskudsordninger har stor indflydelse på om patienten benytter sig af allergi immunterapi, idet behandlingsvejledningen også fungerer som en anbefaling af sundhedsmyndighederne.

Et andet politisk forhold der i høj grad påvirker ALK er at der er fokus på det allergologiske speciale. Behandlingen med allergi immunterapi administreres af allergispecialister, hvorfor dette speciale har afgørende betydning. I Danmark er specialet allergologi på lægeuddannelsen blevet nedlagt⁷⁴, hvilket kan påvirke antallet af patienter der bliver behandlet.

⁷⁴ www.dagensmedicin.dk En mio. allergikere må deles om 12 specialister

Det politiske klima på nye markeder, kan have stor betydning for attraktiviteten af nye markeder, idet lande med et ustabilt politisk klima, kan være risikable at indtræde på.

3.3.2 Økonomiske forhold

ALK bliver som stort set alle andre virksomheder, påvirket af de økonomiske forhold i dets omverden. Da ALK producere medicin, så påvirker lavkonjunkturer på markederne ikke ALKs produkter i samme grad, som andre forbrugsgoder. Finanskrisen ramte derfor ikke ALKs forrentning, så hårdt som andre virksomheder, hvor ALK har været relativt uberørt af finanskrisen⁷⁵. Dog påvirker en lavkonjunktur de patienter, der pga. af deres lavere økonomiske råderum og usikre fremtidsforventninger, kan være tilbageholde med allergisk immunterapi.

Lavkonjunktur på enkelte markeder, kan også påvirker de enkelte myndighederne på markederne til at spare på tilskudsordninger, der som tidligere nævnt påvirker patientens pris i høj grad.

Som tidligere nævnt, så kan den økonomiske udvikling påvirke forekomsten af allergitilfælde jf. hygiejne hypotesen. Som tidligere nævnt er forekomsten af allergikere steget i den industrialiserede verden gennem i de sidste 50 år, hvor der opleves en højere forekomst af allergikere desto mere økonomisk udviklet landet er. Samtidig ses der en betydelig stigning i allergikere hos børn, hvor 40-50% rammes.

I vækstmarkeder som f.eks. Kina, Sydøstasien, Rusland og Sydamerika forventes forekomsten af allergikere derfor at stige, samtidig vil bedre adgang til lægehjælp og et højere rådighedsbeløb påvirke markedet for allergi immunterapi positivt.

ALK påvirkes også valutakursændringer, idet en stor del af virksomhedens aktiviteter ligger uden for Danmarks og Europas grænser. 16% af ALKs omsætning og 29% af nettoaktiver er USD, mens 73% af omsætningen og 27% af nettoaktiverne er i EUR⁷⁶. ALKs valutakurs risiko behæfter sig især til USD, hvor 10% ændring i DKK/USD vil medfører en ændring omsætningen på 50 mio. DKK. Valutakursrisikoen ved DKK/EUR vurderes grundet ERM2, der har medført et snævert udsvingsbånd på 2,25%⁷⁷.

Selvom ALK har en lav gældsætning, så påvirkes den også af renteutviklingen. Renten der i de sidste år har ramt et historisk lavt niveau, påvirker ALKs muligheder for at optage fremmedkapital til lave omkostninger, i tilfælde af at virksomheden ønsker at foretage opkøb eller investeringer i den nuværende forrentning.

⁷⁵ www.business.dk Alk-Abelló/CEO: Vi er relativt uberørt af finanskrisen

⁷⁶ ALK årsrapport 2015, side 23

⁷⁷ www.nationalbanken.dk FASTKURSPOLITIK OG ERM2

3.3.3 Sociokulturelle forhold

ALK er en forskningsbaseret virksomhed, hvorfor den er afhængig af at sin forsknings- og udviklingsafdelingen udvikler produktporteføljen. Derfor er adgangen til højtuddannet arbejdskraft afgørende.

Idet flere og flere rammes af allergi, så er der også flere der svært ramt, som derfor ønsker behandling. Behandlingen med SCIT injektioner foretages på klinik, hvilket gør at patienten gennem behandlingsperioden på 3 år, skal afsætte tid til modtage disse injektioner regelmæssigt. SLIT produkter tages derimod i hjemmet, hvilket sparer patienten for mange ubehagelige besøg på klinik. De nye SLIT tabletter kan dermed henvende sig til en patientgruppe, der grundet tidsforbruget og ubehageligheden ved SCIT, vil vælge SLIT tabletter.

I mange lande, især de nye markeder ALK ønsker at penetre, er der ikke stort kendskab blandt patienterne til allergi immunterapi. Desuden er lægerne ikke uddannet inden for området.

På det store amerikanske markeder benyttes der allergi immunterapi, men disse er såkaldte "hjemmelavede" SCIT injektioner. Det kræve dog derfor en kulturændring blandt allergi specialister i USA, hvis disse skal benytte sig af den evidensbaserede allergi immunterapi, som bl.a. ALK markedsfører. Specialisterne i USA opnår en større indtjening ved salg af deres hjemmelavede injektioner, hvorfor de har et økonomisk incitament for ikke at benytte sig af de evidensbaserede behandlinger⁷⁸.

3.3.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling har stor betydning for ALK, både med hensyn udvikling af nye produkter, samt at opretholde en høj produktkvalitet. Som tidligere nævnt er strenge krav til produktion af medicin, hvorfor produktionsprocessen hele tiden skal optimeres pga. konkurrencen og myndighedernes krav. ALK har historiskset været firstmover på markedet for allergi immunterapi, hvorfor vigtigheden af at virksomheden er på forkant med udviklingen er altafgørende for selskabets fremtidige udvikling.

3.3.5 Miljømæssige forhold

Miljøet har betydning for antallet af allergikere globalt set. Klimaændringerne har betydning for pollental, samt forekomsten af insekter og skimmelsvampe. En længere pollensæson vil f.eks. forværre situationen for allergikerne, hvilket kan give dem længere og svære symptomer.

Klimaændringerne, samt globaliseringen kan også betyde at allergifremkaldende planter kan vokse steder de normalt ikke vokser. Dette er f.eks. tilfældet med planten bynke, der fremkalder allergi hos mange i

⁷⁸ www.borsen.dk FAKTA ALK's barrierer for vækst

Nordamerika, samt Central- og Østeuropa. Denne plante har i dag bredt sig til Danmark, hvilket kan øge antallet af allergikere i Danmark med 100.000⁷⁹.

3.3.6 Lovgivningsmæssige forhold

Som aktør i medicinalindustrien, så er ALK pålagt en lang række særlige regler vedr. kvalitet og sikkerhed omkring produktionen. Hvis disse forhold ikke opfyldes kan der påtvinges et produktionsstop, samt en tilbagekaldelse af produkter, som det skete for hovedkonkurrenten Stallergenes i perioden august'15 – februar'16⁸⁰. Dette kan koste omsætning på kort- og langt sigt, samt kan give utroværdighed om produktet, som er uhyre vigtig for branchen⁸¹.

ALK er også påvirket af den gældende patentlovgivning. ALKs produkter er som tidligere nævnt ikke patentbeskyttet, de har dog patent på en lang række bagvedliggende processor. Beskyttelse af patentlovgivningen er derfor meget vigtig.

3.4 Delkonklusion - SWOT

Som delkonklusion på den strategiske analyse samles ALKs vigtigste stærke og svage sider, samt muligheder og trusler i en SWOT analyse. Dette gøres for at skabe et overblik over hvilke faktorer og aspekter der påvirker den fremtidige udvikling i ALK. Nogle faktorer kan påvirke ALK negativt og positivt, hvor f.eks. tilskudsordninger kan være en mulighed for ALK, men samtidig også en trussel for ALK, hvis disse fjernes.

⁷⁹ www.jv.dk Frygtet ukrudtsplante kan gøre 100.000 til allergikere

⁸⁰ www.thepharmaletter.com Stallergenes Greer able to resume manufacturing at Antony plant

⁸¹ www.marketnews.dk ALK/CEO: Rivals kvaler giver tocifret vækst i 2016

Interne situation	
Styrker (Strengths)	Svagheder (Weaknesses)
- Markedsleder inden for allergi immunterapi - First mover SLIT tabletter - Solid kapitalstruktur - Forskning- og udvikling - Evidensbaseret lægemidler	- Produkter ikke patenteret - Afhængighed af medarbejdere - Afhængighed af forskning og udvikling
Eksterne situation	
Muligheder (Opportunities)	Trusler (Threats)
- Stigning i antallet af allergikere - Større brug af allergi immunterapi - Ændring i forbrugeradfærd og blandt specialister - Fordelagtige behandlingsvejledninger - Klimaændringer	- Politisk pres på tilskudsordninger - Markedsindtrængning af store medicinalvirksomheder - Nye behandlingsformer

Styrker:

ALK er i dag markedsleder inden for markedet for allergi immunterapi. Virksomheden har den største evidensbaseret produktportefølje på markedet bestående af SCIT, SLIT dråber og SLIT tabletter. Især på markedet for SLIT tabletter opleves der en stigning i efterspørgselen. ALK har den største portefølje af SLIT tabletter og markedsfører flere SLIT tabletter end den nærmeste konkurrent Stallergenes, hvilket giver ALK en konkurrencemæssig fordel.

Denne konkurrencemæssige fordel skyldes i høj grad ALKs forskning og udvikling. Virksomheden har historisk set formået at udvikle sine produkter hurtigere end dets konkurrenter. ALK har udviklet SLIT tabletter inden for græs-, bynke- og husstøvemider hurtigere end konkurrenten Stallergenes, hvorfor

virksomheden har opnået en first mover fordel på markedet. Samtidig er virksomhedens udvikling af de resterende SLIT tabletter længere i fremme i udviklingen end Stallergenes.

En anden styrke ved ALK er dens stærke kapitalgrundlag, samt hovedaktionær Lundbeckfonden der minimere risikoen for finansiel uro.

Svagheder:

En klar svaghed ved ALK er at det produkter ikke er patenteret, dog har virksomheden patent på en lang række bagved liggende processor. At produkterne ikke er patenteret gør at produktet kan kopieres og den konkurrencemæssige fordel på sigt trues.

ALK er som tidligere nævnt en forskningsbaseret virksomhed. Virksomhedens forskning og udvikling har gjort det til global markedsleder inden for allergi immunterapi. Dette skyldes i høj grad virksomhedens rekruttering og fastholdelse af medarbejdere, idet ALK er meget afhængig af sine forskere til den fremtidige udvikling af produkter. Dette betyder også at ALK investere mange ressourcer i forskning og udvikling, idet virksomheden også er meget afhængig af at følge den teknologiske udvikling og udvikle den næste generation af allergi immunterapi, idet virksomheden ellers sandsynligvis vil miste sin konkurrencemæssige fordel.

Muligheder:

En store af de store muligheder for ALK er udviklingen i antallet af allergikere der stor stigning. Antallet af allergikere i den industrialiserede verden i særdeleshed i Europa, USA og Japan, hvor ALK står stærkt er i kraftig vækst. Især blandt børn med allergi er i kraftig stigning, hvorfor antallet af allergikere der ikke opnår velkontrolleret behandling med symptomdæmpende medicin, forventes at være stigende. Denne udvikling forventes at skyldes hygiejne hypotesen, hvilket forventes at påvirke flere i den industrialiserede verden.

Samtidig med at antallet af allergikere i den industrialiserede verden stiger, så stiger antallet også eksplosivt i vækstøkonomier som f.eks. Rusland, Kina og Sydøstasien. Antallet af allergikere forventes at stige, mens et større økonomisk råderum og bedre adgang til lægehjælp forventes at øge antallet af patienter der behandles med allergi immunterapi.

En anden mulighed der forventes at påvirke de nuværende allergikere er klimaændringer, der bl.a. er med til at forlænge pollensæsonen, hvilket forlænger den periode hvor allergikeren er udsat for allergenet, samt kan forværre symptomerne. Klimaændringerne kan også betyde, at allergener kan findes i nye miljøer, hvor man f.eks. har set at bynke der har en stor andel allergikere i USA har bredt sig til Danmark, hvilket forventes at give op mod 100.000 allergikere.

Samtidig er der en mulighed for at de eksisterende allergikere i højere grad benytter sig af allergi immunterapi. Dette skyldes at SLIT tabletter brugervenlighed, samt at behandlingsregimet kan fortages af allergirelaterede specialister eller praktiserende læger. Dermed kan den procentvis andel af allergikere der modtager allergi immunterapi stige på sigt.

En stor mulighed for ALK findes også i behandlingsvejledninger rundt omkring på de enkelt markeder. I de senere år har de flere europæiske sundhedsmyndighederne ændret deres vejledninger til favorisere evidensbaseret behandling, som ALKs der har gennemgået en lang række kliniske studier. Samtidig kan dette også betyde, at flere allergikere får kendskab til allergi immunterapi.

Samtidig findes der også en stor mulighed i ændrede behandlingsvejledninger i USA, hvor allergispecialister typisk selv producere SCIT injektionen. En adfærdsændring kan åbne op for større brug af ALKs standardiserede allergi immunterapi, hvor der især er høje forventning til SLIT tabletterne.

Trusler:

ALK trues fra politisk hånd af prispres på det medicin. ALK skal forhandle med sundhedsmyndighederne i hvert land for at indgå tilskudsordninger til sine produkter. Især økonomisk lavkonjunktur kan påvirke myndigheder til at yde tilskud, hvilket vil gøre allergi immunterapi væsentligt dyrere. Dette kan påvirke ALKs omsætning på de enkelte markeder, samt det kan gøre nye markeder økonomisk uattraktivt.

Lavkonjunktur kan også påvirke allergikernes rådighedsbeløb og fremtidsudsigter, hvilket gør de kan være tilbageholde med at starte behandling med allergi immunterapi og fortsætte behandling med det billigere symptomdæmpende medicin.

De manglende patenterede produkter hos ALK udgør en svaghed, men også en trussel. På nuværende tidspunkt domineres branchen for allergi immunterapi af ALK og Stallergenes Greer, hvor allergi immunterapi er det primære fokusområde. Da produkterne ikke er patenteret, så kan der være en risiko for kopiprodukter. Selvom behandlingsvejledningerne favoriserer evidensbaseret behandling, så udgør kopimedicin en trussel, selvom en mulig godkendelse af et nyt produkt vil skulle gennemgå kliniske forsøg. I takt med at markedet for allergi immunterapi, så vil markedet automatisk blive mere interessant for større spillere der indtil nu har fokuseret på det store marked for symptomdæmpende medicin. Der vurderes at være en risiko for at større spillere vil kunne opkøbe en af branchens mindre spillere, hvorefter disse vil have ressourcerne til at udvikle produkter der vil udgøre en konkurrence.

4. Regnskabsanalyse

Regnskabet for ALK følger kalenderåret 1. januar til 31. december. Regnskabsanalysen giver et indblik i, hvordan virksomheden historisk set har klaret gennem analyseperioden. Der vælges en femårig analyseperiode startende med regnskabsåret 2011, da dette vurderes at give det mest retvisende billede af virksomhedens økonomiske tilstand. Grunden hertil er, at virksomheden igennem de senere år har oplevet store ændringer i kerneforretning. En 10-årig analyse periode vil derfor ikke være hensigtsmæssig.

Alle tal opgivet i regnskabsanalysen, hvis ikke andet er anført, er oplyst i DKK mio.

Formålet med regnskabsanalysen er at identificere de værdiskabende drivere bag rentabilitet i ALK. Rentabilitetsanalysen vil sammen med den strategiske analyse, danne grundlag for den videre budgettering. Det reformulerede regnskab benyttes til at analysere rentabiliteten i ALK vha. en nøgletalsanalyse. Nøgletallene for ALK vil også blive benchmarket med ALKs hovedkonkurrenter identificeret i brancheanalysen.

4.1 Reformulering af balancen og resultatopgørelsen til analysebrug

Reformuleringen af ALKs regnskab foretages for at regnskabet kan benyttes til de videre nøgletalsanalyser af rentabiliteten og væksten. Reformuleringen foretager korrektioner til det rapporterede årsregnskab, hvorved eventuel regnskabsstøj fjernes og et retvisende billede af virksomhedens underliggende økonomiske aktiviteter og performance findes⁸².

4.1.1 Reformulering af resultatopgørelse

Formålet med at reformulere ALKs resultatopgørelsen, er at identificere hvad der driver virksomhedens samlede overskud. Dette gøres ved at opdele resultatopgørelsens poster i hvilke poster der relaterer sig direkte til virksomhedens drift og hvilke der relaterer sig til virksomhedens finansiering.

Det samlede overskud totalindkomsten, består af nettooverskuddet fra resultatopgørelsen, samt anden totalindkomst der dækker over posteringer direkte på egenkapitalen, hvilket kaldes dirty-surplus accounting.

Under reformuleringen af resultatopgørelsen bliver disse posteringer lagt ind i resultatopgørelsen, hvilket kaldes clean-surplus accounting. Herved indeholder resultatopgørelse alle overskudskomponenterne, hvilket gør at den historiske rentabilitet kan fastlægges⁸³.

⁸² (Sørensen, 2012), side 157

⁸³ (Sørensen, 2012), side 168

Idet ALKs fremtidige rentabilitet skal analyseres, så skal de indtægter og omkostninger, der forventes at være tilbagevendende identificeres. De poster der ikke forventes at være tilbagevendende eller dem som er forudsigelige skal ekskluderes.

Herved kan ALKs permanente overskud findes, hvilket skal benyttes i den videre budgettering

Nedenfor er nogle af regnskabsposterne beskrevet og den reformulerede resultatopgørelse kan findes i bilag 1.

Afskrivninger

ALKs resultatopgørelser i analyseperioden er udarbejdet funktionsopdelt, hvorfor afskrivningerne på driftsaktiverne er medtaget i de opgjorte produktions- salgs- og marketings-, administrations-, samt forsknings og udviklingsomkostninger. For at give et retvisende billede af pengestrømmene fra driften udskilles disse. ALKs afskrivninger i perioden 2011-2015 er allokeret og adskilt fra driften, hvilket kan ses i bilag 1.

Særlige poster

Posten særlige poster dækker over poster der ikke forventes gentaget. ALK oplyste i årsrapporten i 2012 at resultat af tidligere ophørt virksomhed blev 155 mio. DKK, hvilket skyldes garantier og indeståelser ALK afgav ved salget af Chr. Hansen i 2005. I 2015 solgte virksomheden sin af veterinærforretning i Holland, hvilket påvirkede årets resultat positivt med 37 mio. Disse poster er i det reformulerede regnskab blevet klassificeret under særlige poster, da disse er engangsbetalinger og ikke forventes gentaget. Desuden er disse associerede virksomheders ikke direkte relateret til ALKs kerneforretning.

Som en del af strategi "Focus 2018", så har et af målene været at effektivisere sin produktportefølje. Et af målene er at nedbringe sin produktportefølje til i 2017 til 40% af 2010 niveau. ALK har i perioden 2012-2015, hvert år udgiftsført ml. 22 og 64 mio. DKK til restrukturering og fratrædelsesgodtgørelse.

Restrukturering og fratrædelsesgodtgørelse i forbindelse med virksomhedens strategiske forventes iflg.

ALK, at være engangsomkostninger i perioden 2012 frem mod 2016. Virksomheden informere dog at

virksomhedens udfasning og optimering af værdikæden, forventes at fortsætte hvor dette er

meningsfuldt⁸⁴. Idet branchen har præget af hård konkurrence, samt den teknologisk udvikling gør, at det må forventes at omkostninger i forbindelse med restrukturering også vil forekomme i fremtiden. Derfor er

⁸⁴ ALK årsrapport 2015, side 15

disse klassificeret som en del af virksomhedens core driftsomkostninger. De særlige poster omhandlende resultat af ophørt virksomhed er blevet klassificeret som usædvanlige driftsposter⁸⁵.

NOPAT

Formålet med reformuleringen af resultatopgørelsen er bl.a. at estimere NOPAT, der skal benyttes i den videre budgettering af proforma resultatopgørelsen. Nedenfor ses udregningen af NOPAT:

	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	297	118	108	260	255
Estimeret skat af EBIT	-117	-55	-44	-121	-59
Effektiv skat på EBIT	39,48%	46,19%	40,28%	46,62%	22,97%
NOPAT	180	64	65	139	196

Figur 13: Udvikling i NOPAT 2011-2015

Kilde: Egen tilvirkning, se bilag 1

4.1.2 Reformulering af balancen

ALKs officielle balance klassificere aktiver og forpligtelser i kort- og langfristede, hvilket er til for at dække kreditors informationsbehov i forbindelse med kreditvurdering. Formålet med reformuleringen, er at identificere de forskellige kilder til rentabilitet: driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter.

Driftsaktiviteterne vedrører produktion af salg af varer og tjenesteydelser, mens finansieringsaktiviteterne vedrører hvordan virksomheden rejser kapital⁸⁶.

For at analysere ALKs evne til at skabe overskud, så adskilles finansieringsaktiviteterne fra driftsaktiviteter. Den reformulerede balance kan findes i bilag 2.

Likvide beholdninger

ALK har i analyseperioden haft likvide beholdninger på ml. 2-10% af omsætningen. ALK beskriver i sin risikovurdering, at likvide beholdninger placeres i kreditværdige, omsættelige, rentebærende instrumenter med relativ kort varighed⁸⁷, hvorfor ALKs likvide beholdning vurderes at være overskydende likviditet og derfor behandles som et finansielt aktiv. Da ALK ikke selv informere om driftslikviditeten, vurderes det at en mindre del af den likvide beholdninger bruges i driften. Det vurderes derfor at 0,5% af

⁸⁵ (Plenborg & Petersen, 2012), s. 346

⁸⁶ (Sørensen, 2012), side 158

⁸⁷ www.ir.alk-abello.com ALK: Risk Management

nettoomsætningen klassificeres som et driftsaktiv, mens den resterende del af den likvide beholdning klassificeres som et finansielt aktiv⁸⁸.

Forsknings- og udviklingsomkostninger

Som tidligere nævnt er en af grundstenene i ALK der forskning- og udvikling. Som mange andre medicinalvirksomheder, så er deres forskning og udvikling afgørende for virksomheden fremtidige udvikling.

Vedrørende den regnskabsmæssige behandling af forsknings- og udviklingsomkostninger, der skriver ALK følgende i deres årsrapport:

*The item comprises research and development expenses, including expenses incurred for wages and salaries, amortisation and other overheads as well as costs relating to research partnerships. Research expenses are recognised in the income statement when incurred. Due to the long development periods and significant uncertainties in relation to the development of new products, including risks regarding clinical trials and regulatory approvals, it is the assessment that most of the ALK Group's development expenses do not meet the capitalisation criteria in IAS 38, Intangible Assets. Consequently, development expenses are generally recognised in the income statement when incurred. Development expenses relating to individual minor development projects running for short-term periods and subject to limited risk are capitalised under other intangible assets.*⁸⁹

ALK beskriver at grundet stor usikkerhed ved deres forsknings- og udviklingsprojekter, så opfylder disse ikke kapitaliseringskravet i IAS 38 for immaterielle aktiver. Derfor omkostningsføres omkostninger generelt direkte på resultatopgørelsen.

Den direkte omkostningsførelse har to implikationer for eksterne analytikere⁹⁰. Udeladelsen af de immaterielle aktiver fra balancen vil oppuste rentabilitetsnøgletal, som ROE og ROIC, hvilket kan ikke give et retvisende billede af den fremtidige rentabilitet i virksomheden, idet konkurrencekræfterne ikke over tid vil forårsage, at afkastet udligner sig med kapitalomkostningerne.

Et andet problem ved den direkte omkostningsførelse er, at det kan være vanskeligt for den eksterne analytiker, at vurdere om virksomhedens forretningsmodel virker. Dette skyldes at inden for matchingsprincippet er driftsoverskuddet en meningsfuld indikator for virksomhedens forrentningsmodel,

⁸⁸ (Sørensen, 2012) side 161

⁸⁹ ALK årsrapport 2015, side 41

⁹⁰ (Sørensen, 2012), side 139

fordi det sammenligner indtægter og omkostninger medgået til at skabe dem. Direkte omkostningsførelse er i direkte modstrid med matchingprincippet, hvorfor det er vanskeligt at vurdere ALKs rentabilitet.

De ovenstående problemer for ALKs behandling af forsknings- og udviklingsomkostninger kan enten løses ved at lade den regnskabsmæssige behandling forblive, hvorefter der tages højde for dette i budgetteringen af det langsigtede afkast. Den anden metode består i at aktivere og amortisere omkostningerne over den forventede økonomiske levetid.

Grundet usikkerheden omkring ALKs forsknings- og udviklingsprojekter, især vedr. den økonomiske levetid så forbliver den direkte omkostningsførelse. Der vil dog tages højde for dette i den fremtidige budgettering.

Yderligere ses det, at ALKs hovedkonkurrent Stallergenes Greer behandler sine forsknings- og udviklingsomkostninger som ALK. Grundet den store usikkerhed, så informere Stallergenes Greers at dens forsknings- og udviklingsprojekter ikke opfylder kapitaliseringskravet i IAS 38 for immaterielle aktiver. Derfor omkostningsføres omkostninger generelt også direkte på resultatopgørelsen.

Investeret kapital

Formålet med reformuleringen af balancen, er at finde frem den kapital der er investeret i driften, også kaldet nettodriftsaktiver. Nettodriftsaktiver er summen af balancen driftsrelaterede aktiver fratrukket de driftsrelaterede passiver. Disse poster er opdelt i arbejdskapital og anlægskapital⁹¹. Nedenfor ses en udvikling i ALKs netto driftsaktiver:

	2011	2012	2013	2014	2015
Anlægskapital	1.667	1.884	2.020	2.158	2.400
Arbejdskapital	57	184	231	236	339
Nettodriftsaktiver	1.724	2.068	2.251	2.394	2.739

Tabel 4: Udvikling i netto driftsaktiver 2011-2015

Kilde: Egen tilvirkning

⁹¹ (Sørensen, 2012), side 159

4.2 Rentabilitetsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er, at identificere driverne bag rentabiliteten i ALK. Det reformulerede regnskab benyttes til at analysere den økonomiske rentabilitet i ALK, samt at identificere hvor værdiskabelsen sker i virksomheden. Til at analysere rentabiliteten foretages der, en dekomponering af ROE også kaldet den udvidede DuPont-model⁹². Modellen dekomponere ALKs egenkapitalforrentning i tre niveau.

Egenkapitalforrentningen (ROE)

ROE viser forrentningen af egenkapitalen, og der afkastet af aktionærerne i ALK's investering. ROE beregnes som⁹³:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst til ordinære aktionærer}}{\text{Gns. ordinær egenkapital}}$$

Nedenfor ses udviklingen i ALK's ROE igennem analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015
ROE	9,09%	1,82%	8,47%	13,38%

Tabel 5: Udvikling i ROE

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses at ALK har haft en svingende ROE igennem analyseperioden. Egenkapitalforrentningen har gennem perioden været over 8%, på nær 2013 hvor denne faldt til lave 1,82%, hvorefter nøgletallet er blevet mærkbart forbedret frem mod 2015 til 13,38%. For at forstå udviklingen i ALKs rentabilitet, så dekomponeres ROE.

Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter og finansiell gearing

Det første niveau i dekomponeringen af ROE nedbrydes nøgletallet i de tre faktorer ROIC, FGER og SPREAD, hvorved det kan identificeres hvor egenkapitalforrentningen sker. Sammenhængen ml. ROE og de tre faktorer kan beskrives⁹⁴:

$$ROE = ROIC + [FG\text{GEAR} * (ROIC - r)]$$

Udtrykket ROIC måler rentabiliteten af ALKs driftsaktiviteter og kan beskrives ved:

⁹² (Sørensen, 2012), side. 210

⁹³ (Sørensen, 2012), side 210

⁹⁴ (Sørensen, 2012), side 211

$$\text{Afkast på netto driftsaktiver (ROIC)} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (DO)}}{\text{Gns.netto driftsaktiver (NDA)}}$$

FGEAR beskriver den finansielle gearing i ALK, og kan beskrives ved:

$$\text{Finansiel gearing (FGEAR)} = \frac{\text{Gns.netto finansielle forpligtelser (NFO)}}{\text{Gns. Ordinær egenkapital (EK)}}$$

SPREAD udtrykker forskellen mellem ROIC og ALKs lånerente. Den gennemsnitlige lånerente for ALK kan beskrives ved:

$$\text{SPREAD (r)} = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger (NFO)}}{\text{Gns.netto finansielle forpligtelser (NFF)}}$$

Nedenfor ses udviklingen i den dekomponerede ROE:

	2012	2013	2014	2015
ROIC	9,89%	2,00%	8,82%	13,50%
FGEAR	-0,1430	-0,0415	0,0092	0,0162
SPREAD	5,62%	4,41%	-37,50%	-7,02%
ROE	9,09%	1,82%	8,47%	13,38%

Tabel 6: Udvikling i ROE og dets underliggende drivere

Kilde: Egen tilvirkning

Som det kan ses i ovenstående tabel, så skyldes den svingende egenkapitalforrentning, store ændringer i alle tallets forklarende faktorer.

Det ses at ROIC overstiger ROE igennem hele perioden, hvilket skyldes nøgletallene FGEAR og SPREAD. Det observeres at den finansielle gearing i ALK har ændret sig fra netto finansielle aktiver i 2012-13, til at virksomheden har netto finansielle forpligtelser i 2014-15. Ændringen er sket glidende gennem perioden fra en finansiell gear på -0,15 i 2012 til 0,01 i 2015.

Grunden til den negative påvirkning af den finansielle gearing skyldes virksomhedens SPREAD, som viser forskellen ml. afkastgraden og lånerenten. Grundet ændringen i gearingen, så har ALKs lånerente også ændret sig. ALK havde i 2012 netto finansielle indtægter, hvor afkastet var væsentligt lavere end afkastgraden, hvilket påvirket egenkapitalforrentningen negativt. I 2013 oplevede virksomheden netto finansielle omkostninger på trods af netto finansielle aktiver, hvilket havde en negativ påvirkning af ROE. I årene 2014-15, hvor ALK igen har haft netto finansielle forpligtelser og dermed gearret virksomheden. Her

har virksomheden haft en meget høj lånerente, hvilket har givet et negativt SPREAD, hvorfor den finansielle gearing har påvirket ROE negativt.

FGEAR og SPREAD har begge påvirket ROE negativt, mens ROIC har påvirket egenkapitalforrentningen positivt. ROIC vurderes også at være den primære forklarende faktor for ROE grundet den lave finansielle gearing. For at identificere de underliggende drivere i ROIC dekomponeres denne.

Niveau 2: Dekomponering af ROIC

Til at forklare udviklingen i ROIC og identificere den underliggende rentabilitet, så dekomponeres ROIC'en. ROIC kan forklares af overskudsgraden (OG) og omsætningshastigheden (AOH), der beskriver henholdsvis overskuddet for en kroners salg fra driftsaktiviteten og salget pr. krone investeret i netto driftsaktive⁹⁵.

$$\text{Overskudsgrad (OG)} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{Omsætningshastighed (AOH)} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}}$$

Nedenfor ses udviklingen i disse nøgletal:

	2012	2013	2014	2015
OG	8,00%	1,93%	8,42%	13,48%
AOH	1,24	1,04	1,05	1,00
ROIC	9,89%	2,00%	8,82%	13,50%

Tabel 7: Udvikling i den dekomponerede ROIC

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses at overskudsgraden i ALK i perioden 2012-2015 er øget fra 8% til 13,48%, på nær året 2013 hvor overskudsgraden faldt til 1,93%.

I perioden har ALK også haft en negativ udvikling i aktivernes omsætningshastighed, der i perioden 2012-15 er faldet fra 1,24 til 1.

Den negative udvikling i ROIC i 2013 skyldes både fald i OG og AOH, mens stigningen i 2014-15 skyldes en forbedret overskudsgrad fra 1,93% til 13,48%. For at identificere de værdiskabende drivere analyseres OG og AOH.

⁹⁵ (Sørensen, 2012), side 216

Der er en negativ sammenhæng mellem overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed⁹⁶.

Kapitalintensive virksomheder med store omkostninger som ALK er nødt til at generere høje overskudsgrader for tiltrække den nødvendige kapital. Dette skyldes at virksomheden kræver store investeringer i forskning og udvikling. Den høje overskudsgrad sikres igennem adgangsbarriere, såsom regulering hvor branchen er beskyttet af at nye produkter skal gennemføre en lang række kliniske faser for at blive godt.

Det ses dog, at konkurrencen i branchen er stigende, hvorfor der i højere grad ses lavere bruttofortjenester, hvilket der påvirker overskudsgraden. Det må forventes at branchen på sigt vil kompensere denne faldende overskudsgrad med en højere omsætningshastighed.

Niveau 3: Analyse af overskudsgarden og omsætningshastigheden

For at analysere driverne bag overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, så dekomponeres de begge.

Resultatopgørelsen dekomponeres vha. en common-size analyse.

	2011	2012	2013	2014	2015
Bruttofortjeneste	75,89%	75,01%	71,84%	73,12%	71,23%
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-18,82%	-21,24%	-20,10%	-15,78%	-15,49%
Salgs- og marketingsomkostninger	-32,41%	-33,30%	-33,02%	-31,77%	-31,88%
Administrationsomkostninger	-7,45%	-7,42%	-7,26%	-7,11%	-6,27%
Særlige poster	0,00%	-2,73%	-0,98%	-2,01%	-1,48%
EBITDA-margin	17,21%	10,32%	10,47%	16,44%	16,12%

Tabel 8: Udvikling i EBITDA-margin

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses på ovenstående udsnit af common-size analysen, at bruttofortjenesten er faldet gennem perioden 2011-2015 fra 75,89% til 71,23%. Dette skyldes at ALK i højere grad fokuserer på produkter med lavere bruttofortjeneste.

Samtidig har ALK også minimeret sine driftsomkostninger, idet disse er faldet fra 58,69% af omsætningen til 53,69% i 2015. På trods af den negative udvikling i bruttofortjenesten, så er EBITDA-marginen faldet fra 17,21% til 16,12%.

⁹⁶ (Sørensen, 2012), side 218

	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT-margin	12,65%	5,03%	4,81%	10,69%	9,93%

Tabel 9: Udvikling i EBIT-margin

Kilde: Egen tilvirkning

EBIT-marginen er blevet påvirket negativt i perioden, hvor afskrivningernes procent af omsætningen er steget fra 4,56% til 6,19%, hvilket skyldes nettoaktiverne er steget.

	2011	2012	2013	2014	2015
Effektivt skat på EBIT	39,48%	46,19%	40,28%	46,62%	22,97%
NOPAT	7,66%	2,71%	2,87%	5,70%	7,65%

Tabel 10: Udvikling i NOPAT

Kilde: Egen tilvirkning

Som de andre år, så har NOPAT-marginen været lavest i året 2013. NOPAT-marginen påvirkes af skat på EBIT. I analyseperioden har der været udsving i den effektive skat på EBIT, hvilket bl.a. skyldes udskudt skat. Den danske selskabsskat er i perioden blevet sænket fra 25% til 23,5%, og falder yderligere i 2016 til 22%⁹⁷. Årsagen til den væsentligt højere effektive skatprocent, skyldes primært effekten af afvigelse af udenlandske datterselskabers skatteprocent i forhold til dansk skatteprocent⁹⁸. Den væsentligt lavere effektive skat af EBIT i 2015, hvilket havde en positiv indvirkning på NOPAT-marginen vurderes som et engangstilfælde. Dette skyldes at ALK i sin årsrapport beskriver, at den i 2015 lukkede sit adrenalinselskab i Schweiz, hvilket resulterede en engangsændring på 74 mio. DKK af sin skat⁹⁹.

Aktivernes omsætningshastighed

Nedenfor ses udviklingen i de inverse omsætningshastigheder for ALKs driftsaktiver ultimo året gennem perioden.

⁹⁷ www.skat.dk Skatteprocenter

⁹⁸ ALK årsrapport 2015, side 49

⁹⁹ ALK årsrapport 2015 note 9

Den inverse omsætningshastighed er udtryk for hvor mange kroner der er bundet i driftsaktiverne for at skabe én krones salg¹⁰⁰:

	2011	2012	2013	2014	2015
Nettodriftsaktiver	0,73	0,88	1,00	0,98	1,07
Immaterielle aktiver	0,26	0,28	0,30	0,27	0,30
Materielle aktiver	0,53	0,56	0,63	0,64	0,61
Netto langfristede driftsaktiver	-	-	-	-	-
	0,08	0,04	0,03	0,02	0,03
Anlægskapital	0,71	0,80	0,90	0,89	0,93
Varebeholdninger	0,12	0,13	0,15	0,17	0,20
Tilgodehavender fra salg	0,11	0,11	0,10	0,10	0,11
Andre kortfristede driftsaktiver	0,05	0,08	0,07	0,04	0,06
	-	-	-	-	-
Leverandørgæld	0,06	0,06	0,04	0,04	0,03
	-	-	-	-	-
Andre kortfristede driftsforpligtelser	0,19	0,17	0,18	0,18	0,20
Arbejdskapital	0,02	0,08	0,10	0,10	0,13

Tabel 11: Udvikling i arbejdskapital

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses i ovenstående tabel, at den inverse omsætningshastighed på ALK nettodriftsaktiver er steget fra 0,73 til 1,07, hvilket både skyldes stigninger i anlægskapitalen og arbejdskapitalen. ALK har derfor igennem perioden øget sin kapitalbinding i både anlægs- og arbejdskapitalen.

¹⁰⁰ (Sørensen, 2012), side 224

Det ses at den øgede pengebindingen primært er sket i ALKs anlægskapital, der er steget fra 0,71 til 0,93, hvilket vil sige at virksomheden har øget sin pengebinding for én kroners salg med 22 øre. Dette skyldes stigninger i pengebindinger til virksomhedens immaterielle og materielle aktiver, samtidig er der bl.a. øget sin pengebinding i udskudt skat. Stigningen på 8 øre i materielle aktiver skyldes bl.a. som tidligere nævnt virksomhedens investeringer i produktionsfaciliteter til at efterkomme den forventede efterspørgsel på SLIT-tabletter på eksisterende og nye markeder.

Det ses også at kapitalbindingen i arbejdskapitalen er steget med 11 øre pr. én kroners salg igennem perioden. Denne stigning skyldes primært en stigning på 8 øre i varebeholdningen. Dette forklares med ALKs strategiske fokus, hvor virksomheden opbygger lagre til at være klar til lanceringen af deres nye SLIT-tabletter. Der opbygges lagre til udrulning af GRAZAX og ACARIZAX, hvor især sidstnævnte inden for den næste tid forventes introduceret på en lang række nye markeder.

En årsag til den større kapitalbinding i ALK, kan skyldes "Focus 2018" strategien, hvor der er foretaget store investeringer i både virksomhedens anlægs- og arbejdskapital, for at imødekomme den fremtidige efterspørgsel. På kortsigt har denne investering i overkapacitet en negativ indflydelse på ALKs afkastningsgrad, men det forventes at omsætningshastigheden vil stige i takt med at produktionen/efterspørgslen bliver normaliseret.

4.3 Benchmarking af EBIT-margin

Rentabilitetsanalysen vidste at driverne bag ALKs forbedrede egenkapitalforrentning var overskudsgraden. Især EBIT-marginen havde afgørende betydning for dette. For bedre at kunne vurdere ALKs rentabilitet, sammenlignes omkostningerne med virksomhedens konkurrenter Allergy Therapeutics og Stallergenes Greer, idet virksomhederne opererer i samme branche, hvilket giver det bedste sammenligningsgrundlag. Sammenligningen er ikke perfekt, hvilket skyldes at ingen af virksomhederne er identisk med ALK. Allergy Therapeutics er en væsentligt mindre spiller på markedet. Stallergenes Greer er ALKs hovedkonkurrent og vurderes derfor som det bedste sammenligningsgrundlag. Den tredjestørste aktør på markedet for allergi immunterapi, Allergopharma, er en del af Merck Group og aflægger derfor ikke et særskilt offentligt regnskab, hvorfor det ikke har været muligt at analysere disse nøgletal. ALKs nøgletal benchmarkes med Stallergenes nøgletal i perioden 2011-14, mens sammenligningen for 2015 er med det fusionerede Stallergenes Greer. Grundet fusionen af Stallergenes og Greer i 2015, så skal fortolkningen af nøgletallene for dette år foretages varsomt, idet der tale om et proforma regnskab for perioden. Samtidig er regnskabet præget af fusionen, samt de før omtalte tekniske problemer. Tallene er hentet fra de virksomhedernes årsrapporter i perioden 2011-2015, hvorefter disse er blevet reformuleret så der opnås et sammenligningsgrundlag med ALKs nøgletal. Hverken Allergy Therapeutics eller Stallergenes Greer

allokerer deres afskrivninger til driftsomkostninger, hvorfor de nedenstående tal er fejlbehæftet. Dog vurderes det at der er et sammenligningsgrundlag.

Benchmarkingen kan findes i bilag 3.

Bruttofortjeneste					
	2011	2012	2013	2014	2015
ALK	75,89%	75,01%	71,84%	73,12%	71,23%
Stallergenes Greer	82,37%	81,80%	80,47%	78,53%	69,17%
Allergic Therapeutics	68,18%	66,88%	69,57%	71,51%	71,83%

Tabel 12: Benchmarking af bruttofortjeneste

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses at både ALK og Stallergenes igennem perioden har oplevet en negativ trend i deres bruttofortjeneste, hvilket skyldes at begge virksomheder i højere grad satser på SLIT tabletter. Stallergenes Greers bruttofortjeneste er væsentligt bedre end ALKs, hvilket kan skyldes ALKs investering i SLIT tabletter, samt udvidelser af produktionskapaciteten. Den store nedgang i bruttofortjenesten hos Stallergenes Greer i 2015 kan tildeles tilskrives produktionsstoppet, hvor virksomheden også blev nødt til at tilbagekalde produkter. Den fjerde største aktør på markedet har en væsentligt lavere bruttofortjeneste i 2011, men med en positiv trend i nøgletallet har virksomheden opnået den højeste bruttofortjeneste i 2015 af de tre aktører.

Nedenfor ses udviklingen i virksomhedernes EBIT-margin.

EBIT-margin					
	2011	2012	2013	2014	2015
ALK	12,65%	5,03%	4,81%	10,69%	9,93%
Stallergenes Greer	21,99%	21,81%	23,46%	23,78%	-6,63%
Allergic Therapeutics	0,28%	2,65%	1,70%	2,88%	1,68%

Tabel 13: Benchmarking EBIT-margin

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses at Stallergenes performer bedst i branchen, idet deres EBIT-margin er væsentligt højere end ALKs frem til fusionen. Dette skyldes bl.a. at ALKs omkostninger til forskning- og udvikling, samt markedsføring- og salg er væsentligt højere end Stallergenes Greer. Dette skyldes formentligt lanceringen af de nye produkter, hvor ALK har opnået markedsføringsgodkendelse til en lang række SLIT tabletter, mens Stallergenes har færre SLIT tabletter der er blevet lanceret og flere under udvikling.

Det ses tydeligt ved sammenligningen af EBIT-marginen, at ALKs konkurrent Stallergenes opnår en højere EBIT-marginen. For at adressere denne udvikling har ALK igangsat sit som tidligere nævnte Simplify program, der skal være med til at effektivisere virksomheden. Samtidig er omkostningerne forbundet med ALKs lancering forholdsvis høje.

Det ses også at Allergy Therapeutics EBITDA-margin er væsentligt lavere end de andre virksomheder, hvilket vidner om at de store aktører formår at udnytte nogle stordriftsfordele forholdet til deres driftsomkostninger.

Sammenligningen skal dog som nævnt tidligere vurderes varsomt, idet sammenligningsgrundlaget ikke er det samme. Desuden er både ALK og Stallergenes Greer virksomheder der er ved at transformere sig, for at kunne imødekomme fremtidens udvikling inden for allergi immunterapi, hvorfor der ses store udsving i nøgletallene.

4.4 Delkonklusion

Den historiske analyse af ALKs rentabilitet, vidste at virksomheden har oplevet store svingninger i rentabiliten. ALK oplevede den bedste egenkapitalforrentning i 2015, efter at have ramt et lavpunkt i 2013.

Ved at dekomponere ALKs egenkapitalforrentning, blev afkastningsgraden identificeret som driveren bag den forbedrede egenkapitalforrentning, idet virksomheden finansielle gearing og lånerente har påvirket afkastet negativt igennem perioden.

Den forbedret afkastningsgrad skyldes en forberedt overskudsgrad, mens aktivernes omsætningshastighed har påvirket nøgletallet negativt. Den negative ændring i omsætningshastigheden skyldes bl.a. større pengebindinger i varelager og anlægsaktiver.

De primære driver bag den forbedrede overskudsgrad skyldes, at virksomheden har forbedret sin EBITDA-margin væsentligt der dog er faldet fra 2014 til 2015. På trods af den forringede EBITDA-margin fra 2014 til 2015, så er overskudsgraden steget i perioden. Dette skyldes at virksomhedens resultat i 2015 er blevet påvirket særdeles positivt af en lavere effektiv skat grundet skatteeffekten ved lukning af en fabrik.

5. Budgettering

Den estimerede værdiansættelse af ALK er et resultat af dets drifts- og finansieringsaktiviteter. Til at budgettere den fremtidige værdiskabelse i ALK opstilles proforma-opgørelser. Udarbejdelsen af budgetteringen vil ske på baggrund af de historiske finansielle valuedrivers udpeget i regnskabsanalyse, men den fremtidige udviklingen vil desuden blive baseret på de udpegede valuedrivers fra den strategiske analyse. Derved opnås der en forståelse og forestilling om hvordan ALKs fremtidig værdiskabelse vil ske.

Teoretisk set baseres DCF modellen på tilbagediskontering af en uendelig pengestrøm, hvilket ikke er hensigtsmæssigt. Derfor er der behov for en eksplicit budgetperioden, hvorefter at proforma-opgørelserne har en konstant vækstrate, samt virksomhedens valuedriveres stabiliseres og er konstante, hvilket kaldes steady state. Budgetteringen terminalperiode indtræffer, når de følgende fire betingelser er opfyldt¹⁰¹:

- 1) Væksten i salget må falde til en konstant (langsigtet) vækstrate.
- 2) Overskudsgraden må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1), at driftsomkostningerne vokser med samme rate som salget.
- 3) Den samlede omsætningshastighed (AOH) må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1), at netto driftsaktiver vokser med samme vækstrate som salget.
- 4) FGEAR må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1) og (3), at netto finansielle forpligtelser (NFF) vokser med samme vækstrate som salget.

Ved at opfylde de ovenstående krav sikres det, at de frie pengestrømme til investorerne er konstante.

Budgetperiodens længde bestemmes af vækstudsigterne for branchen og den virksomhedsspecifikke konkurrencemæssige fordel¹⁰². Den generelle branchen for allergi immunterapi oplever medium vækstrater. Der forventes lave vækstrater for SCIT og SLIT dråber, mens der er store forventninger til høje vækstrater for SLIT tabletten. Samtidig vurderes det at ALK har en konkurrencemæssige fordel på kortsigt, hvilket skyldes virksomhedens pipeline af forskning- og udviklingsprojekter, der vil gøre at virksomheden vil opnå en first mover fordel indenfor SLIT tabletter. Selvom ALKs forsknings- og udviklingsafdeling historisk har udviklet produkter til porteføljen, der har været de første på markedet, så er disse produkter ikke patenteret, hvilket kun giver virksomheden en konkurrencemæssige fordel på kort sigt.

Budgetperioden sættes derfor til 10 år, hvorfor terminalåret vil være år 11.

¹⁰¹ (Sørensen, 2012), side 250

¹⁰² (Sørensen, 2012), side 252

De vigtigste valuedrivers der blev identificeret i den strategiske analyse, samt regnskabsanalyse, der påvirker den fremtidige værdiskabelse i ALK, vil blive gennemgået i det kommende afsnit.

Desuden vil budgetteringen blive understøttet af data fra virksomhedens 1. kvartalsregnskab 2016¹⁰³.

Det vurderes at ALKs SLIT tabletter har en konkurrencemæssige fordel, idet disse færdigudviklet før end konkurrentens. Værdiansættelsen af ALK er baseret på en stor grad usikkerhed, idet der er stor usikkerhed om hvordan markedet for allergi immunterapi forventes at udvikle sig. ALKs SLIT tabletter er i introduktionsfasen af dets livscyklus. Virksomheden har introduceret GRAZAX, RAGWITEK og ACARIZAX, men der er stadig stor usikkerhed omkring det fremtidige markedspotentiale for disse produkter. Budgetteringen vil derfor blive baseret på et realistisk base case scenario. Der vil derefter også blive foretaget en følsomhedsanalyse, idet ALKs SLIT tabletter kan udvikle sig til succes. Salget kan dog også skuffe. Der vil derfor vil derfor blive foretaget en følsomhedsanalyse på nogle af de primære value drivere i ALK.

5.1. Value drivers

Budgetteringen af ALKs proforma regnskaber vil være baseret på en række valuedrivere. De budgetterede value drivere vil tage udgangspunkt i Plenborg og Petersens oversigt over "Financial and strategic value drivers"¹⁰⁴ og vil blive estimeret og diskuteret i det følgende afsnit. Det samlede proforma regnskab kan findes i bilag 4.

Salgsvækst

En af de vigtigste value drivers for ALK er salgsvæksten. Som et af de tre fokusområder i virksomhedens strategiske fokus, så har virksomheden specielt fokus på at opnå vækst og dermed øge omsætningen. ALK segmentere sin omsætning efter om indkomsten kommer fra en af sine partnerskaber eller fra det primære salg af produkter.

¹⁰³ ALK: Three-month interim report (Q1) 2016

¹⁰⁴ (Plenborg & Petersen, 2012), side 196

Nedenfor ses en trendanalyse over udviklingen i omsætning med 2011 som basisår:

	2011=100	2012	2013	2014	2015
Omsætning salg af produkter	2100	100,4	102,2	104,9	114,0
Omsætning R&D partnere	248	95,2	39,1	93,1	71,0
Nettoomsætning	2.348	99,9	95,6	103,6	109,4

Tabel 14: Trendanalyse omsætning

Kilde: Egen tilvirkning

Omsætningen fra partnere dækker over royalties, milestone payments og service. Det ses at ALK igennem analyseperioden har oplevet vækst i nettoomsætningen hvert år, hvor væksten især i 2015 har været høj. Samtidig ses det at ALKs omsætning fra partnere har været svingende, hvilket skyldes at især milestone payments typisk udløses når SLIT-tabletterne succesfuldt gennemfører en af forsknings- og udviklingsfaserne. Det forventes at omsætningen fra salg af produkter vil opleve høje vækstrater, mens omsætningen fra forsknings- og udviklingspartnerne forventes at falde, i takt med at produkterne bliver færdigt udviklet. Indkomst fra partnerskaber kan dog karakteriseres som en del af ALKs primære drift, idet bl.a. milestens betalinger bidrager til forskning og udvikling af virksomhedens produkter.

Den primære driver for salgsvæksten er omsætningen fra salg af produkter. Nedenfor ses den årlige procentvise stigning i salg af produkter:

	2012	2013	2014	2015
%-vis stigning i omsætning fra salg af produkter	0,43%	1,80%	2,56%	8,67%

Tabel 15: Procentvis stigning i omsætning fra salg af produkter

Kilde: Egen tilvirkning

Samtidig opdeler ALK også sin omsætning efter produktgrupper, hvilket er inkl. Omsætning fra partnerskaber og baseret på de enkelte markeder.

Omsætningen registreret for de enkelte produktkategorier kan ses nedenfor, hvorefter den forventede omsætning vil blive diskuteret:

I DKK mio.	2012	2013	2014	2015
SCIT/SLIT dråber	1721	1719	1786	1845
% ændring		-0,12%	3,90%	3,30%
SLIT tabletter	428	298	432	439
% ændring		-30,37%	44,97%	1,62%
Andre produkter	196	227	215	285
% ændring		15,82%	-5,29%	32,56%

Tabel 16: Procentvis stigning i omsætning (produktkategori)

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses som tidligere nævnt at SCIT og SLIT dråber udgør hovedparten af omsætningen. SCIT bidrager med den største omsætning inden for denne produktkategori og vurderes at opnå den højeste vækst.

Omsætningen fra SLIT dråber forventes at falde grundet udfasningen af produkter på enkelte markeder, samt SLIT tabletten der forventes at overtage dette marked. Omsætningsstigningen for SCIT skyldes især den geografisk ekspansion ALK har igangsat, samt ALKs højere markedsandele og et voksende marked.

I årets første kvartal har ALK oplevet høje vækstrater grundet Stallergenes Greers produktionsproblem, hvilket har påvirket deres omsætningen af SCIT og SLIT dråber positivt med 21% i forholdet til samme periode i 2015, hvoraf SLIT dråber voksede med 46%. Disse særdeles høje vækstrater inden for SCIT og SLIT dråber forventes aftagende allerede fra 2. kvartal 2016, idet Stallergenes Greers produktion er genoptaget. Dette vil dog påvirke væksten i 2016 særdeles positivt.

På længere sigt forventes væksten for SCIT og SLIT dråber at være aftagende, grundet udfasningen af SLIT dråber, mens SCIT forventes at opnå en lavere salgsvækst. Det forventes på sigt at den lave vækst i SCIT udligner faldet i SLIT dråber, hvorfor det i på budgetperioden forventes at væksten gradvist vil falde. Derfor budgetteres der på sigt med en vækst på 0%, for denne produktkategori.

SLIT tabletter er, som beskrevet fundamentalanalysen, meget afgørende for ALKs fremtidige udvikling. SLIT tabletter udgjorde i regnskabsåret 2015 17% af omsætningen. På trods af at omsætningen kun steg med 1,6% i forholdet til 2014, så må dette siges at være positivt. I Europa, hvor steg salget af ALK SLIT græstablet med 16%. Grunden til den lave omsætningsvækst for SLIT tabletter, skyldes at størstedelen af ALKs indtægter i forbindelse med partnerskaber kommer fra SLIT tabletter. ALK opnåede færre milestonesbetalinger i 2015, så på trods af dette formåede man stadig at øge omsætning.

I de seneste opgørelser for salget i 1. kvartal 2016 vidste, at salget fra SLIT tabletter steg med 87% i forholdet til samme periode året før, hvilket bl.a. skyldes produktionsproblemer hos Stallergenes, hvorved flere patienter er blevet behandlet med Grazax.

ALKs SLIT tablet mod husstøvmider blev lanceret i Japan i december 2015, mens den blev lanceret i 1. i Danmark og Tyskland. Der er store forventninger til denne, idet SLIT tabletten mod husstøvmider er den første på markedet. Produktet forventes at blive lanceret i lang række europæiske markeder i 2016, mens der er ansøgt om godkendelse i en lang række lande inklusiv det store amerikanske marked, hvor ansøgningen blev indgivet i begyndelsen af 2016. ALK forventes at markedsføre den eneste SLIT tablet mod husstøvmider i Europa og USA på kort sigt, idet konkurrenten Stallergenes Greers SLIT tablet befinder sig i fase 3 af de kliniske forsøg. Dette vil give mulighed for at markedsføre sig på markedet og opnå en first mover fordel. Samtidig er udviklingen af de resterende produkter til ALKs SLIT tablet portefølje på et væsentlig mere fremskredet punkt end konkurrenten Stallergenes Greer, idet deres tabletter mod bynke, japanske cedertræ og træ befinder sig længere fremme i udviklingen.

First mover fordelene forventes at give ALK en fordel, hvorved vil besidde en stor del af markedsandelen på markedet. De høje vækstrater for SLIT tabletter, forventes at fortsætte i takt med at produkterne bliver godkendt på de enkelte markeder, samt at allergispecialisterne og patienter i højere grad får kendskab til produkterne.

Den store vækst fra 1. kvartal 2016 på 87%, forventes ikke at forsættes for det fulde år grundet at Stallergenes Greer har genoptaget produktionen og dermed igen kan levere deres produkter. Væksten i omsætningen forventes at være høj i budgetperioden, grundet lanceringen af ALKs ny SLIT tabletter. Dette skyldes at ALK gradvist markedsfører sine produkter på nye markeder, samt lancerer de nye SLIT tabletter. Især forventes husstøvmidetablet inden for de første budgetår at påvirke væksten i omsætningen positivt.

Salget af andre produkter, såsom adrealinpen og diagnosetest steg første kvartal med 27%, i forholdet til samme periode året før. Det forventes at væksten for hele 2016 er en smule lavere, hvorefter væksten for denne produktkategori forventes gradvist at falde til 3% om året. ALK forventer selv baseret på omsætningen fra 1. kvartal 2016, at omsætningen vil stige med 15% for 2016¹⁰⁵.

¹⁰⁵ ALK: Three-month interim report (Q1) 2016

Nedenfor ses den forventede udvikling i ALKs nettoomsætning i budgetperioden 2016-2025 og terminal året 2026.

i DKK mio.	Budgetperiode										Terminal år
Kolonne1	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
SCIT/SLIT dråber	1974	2053	2094	2115	2136	2136	2136	2136	2136	2136	2136
%-vis stigning	7%	4%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SLIT	659	922	1198	1438	1654	1819	2001	2141	2248	2361	2479
%-vis stigning	50%	40%	30%	20%	15%	10%	10%	7%	5%	5%	5%
Andre produkter	331	347	364	379	390	402	414	427	439	453	466
%-vis stigning	16%	5%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Omsætning i alt	2963	3322	3657	3932	4181	4358	4552	4704	4824	4950	5081
%-vis stigning	15%	12%	10%	8%	6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%

Figur 14: Budgetteret udvikling i ALKs omsætning

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses på ovenstående budget for omsætningen, at det forventes at SLIT tabletterne vil opnå den højeste vækst. Det forventes også at SLIT tabletten er den produktkategori hos ALK der vil udgøre den største andel af nettoomsætningen i 2023.

EBITA-margin

Driftsomkostningerne vil som tidligere nævnt blive budgetteret på koncernniveau, idet virksomheden ikke har segmenteret disse, hvorfor en segmentering ikke vil give et retvisende billede. ALKs driftsomkostninger har været svingende i gennem perioden, hvilket ses i commonsize-analysen. Driftsomkostninger vil blive budgetteret på baggrund af regnskabsanalysen, samt den strategiske analyse.

Produktionsomkostninger forventes at stige på kortsigt grundet opskaleringen af produktion. Derudover satses der også en højere grad på produkter med lavere bruttofortjeneste, hvilket vil påvirke bruttofortjenesten negativt, hvilket forventes at sænke bruttofortjenesten¹⁰⁶. ALKs produktionsomkostninger i 2015 udgjorde 28,77%, mens de i 2011 udgjorde 24,11%. Der budgetteres derfor med at produktionsomkostningerne på kort sigt vil stige, mens de på længere sigt vil normalisere sig på et lavere niveau, i takt med at produktionsprocesserne bliver optimeret og produktionskapaciteten udnyttes. Det forventes derfor at produktionsomkostninger i år 2016 vil udgøre 29%, hvorefter den gradvist vil falde til 27%, hvilket skyldes udnyttelsen af produktionskapaciteten. Det forventes ikke at

¹⁰⁶ ALK årsrapport 2015, side 19

produktionsomkostningerne vil falde yderligere, idet omsætningen i højere grad er baseret på produkter med lavere bruttofortjeneste.

ALKs forsknings- og udviklingsomkostninger er iflg. commonsize-analysen faldet fra ca. 21,2% af nettoomsætningen i 2012 til 15,5% i 2015, svarende til gennemsnitligt 18,3%. ALK oplyser at forsknings- og udviklingsomkostningerne forventes ca. at udgøre 400 mio. DKK i 2016¹⁰⁷. Dette skyldes at ALK har færdiggjort flere projekter. ALK har dog et overordnet mål om, at der virksomheden investerer 20% af omsætningen i forskning og udvikling¹⁰⁸. På trods af den nedadgående trend i forskning- og udviklingsomkostningerne, samt udfasningen af en lang række produkter, så forventes omkostningerne, at stige til 20% på sigt, grundet ALKs fokus på innovation. Samtidig betyder konkurrenceintensiteten og den teknologiske udvikling, at ALK forstsat bliver nødt til at udvikle sine produkter for at fastholde sin konkurrencemæssige fordel. Forventningerne for omkostningerne til forskning og udvikling i 2016 er, at disse udgør 400 mio. DKK, hvilket der svarer til 13,5% af 2016 nettoomsætningen. Hvorefter budgetteres der med at omkostninger i procent af omsætningen gradvist stiger til 20% af omsætningen. Dette vurderes som realistisk, idet ALKs konkurrencemæssige fordel kun er på kortsigt, hvorfor virksomheden på sigt forventes at igangsætte nye forsknings- og udviklingsprojekter for at fastholde sin konkurrencemæssige fordel.

ALKs marketings- og salgsomkostninger har igennem perioden været konstante omkring 31,8-33,3% af nettoomsætningen. Årsagen til de høje omkostninger skyldes lanceringen af nye produkter, samt at virksomheden ønsker at trænge ind på en lang række nye markeder. Samtidig forsøger ALK også at kommunikere fordelene ved allergi immunterapi og deres produkter til mulige patienter og klinikker. Det forventes at markedsføring- og salgsomkostninger forbliver høje i de kommende år, grundet de fremtidige produktlanceringer, samt geografiske ekspansion. Det forventes dog at omkostningerne vil være gradvist aftagende mod slutningen af budgetperioden, når virksomheden har lanceret hele SLIT porteføljen. Det forventes dog stadig, at virksomheden benytter en relativ stor andel af nettoomsætningen på markedsføring og salg.

Administrationsomkostninger i ALK har haft en nedadgående trend igennem analyseperioden fra 7,45% til 6,27%. Denne trend forventes at fortsætte i forbindelse med at virksomhedens "simplify" program gennemføres, hvorfor administrationsomkostningerne budgetteres til at udgøre 6% igennem

¹⁰⁷ ALK årsrapport 2015, side 19

¹⁰⁸ www.alk-abello.com Research and development

analyseperioden. Grundet virksomhedens gradvise geografiske ekspansion forventes disse omkostninger at ligge stabilt på 6% af nettoomsætningen.

Omkostningerne i forbindelse med ALK restrukturering og fratrædelsesgodtgørelse har i perioden 2012-2015 udgjort 1,80% af nettoomsætningen. I budgetperioden forventes disse at udgøre 1%, hvilket vurderes passende grundet konkurrenceintensiteten og den teknologiske udvikling i branchen.

ALK forventer at EBITDA for 2016 udgør ca. 575 mio. DKK før særlige poster, hvorfor der for år 2016 er blevet budgetteret med dette. Samtidig estimerede virksomheden at omkostningerne til forskning og udvikling ville udgøre 400 mio. DKK. Baseret på disse oplysninger er følgende forventninger opstillet.

	Budgetperiode										Terminal år
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Produktions omk.	-29,0%	-28,5%	-28,5%	-28,0%	-28,0%	-27,5%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%
R&D omk.	-13,5%	-14,0%	-15,0%	-16,0%	-16,5%	-17,5%	-19,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
Marks.- salgs. Omk.	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-29,5%	-29,0%	-28,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%
Admin. Omk.	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%
Særlige poster	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
EBITDA	20,50%	20,50%	19,50%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Figur 15: Udvikling i ALKs driftsomkostninger i budgetperioden

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses på ovenstående budgettering for ALKs driftsomkostninger, at ALKs EBITDA-margin forventes at falde i løbet af budgetperioden. Dette sker på trods af fald i produktionsomkostningerne, samt markedsførings- og salgsomkostningerne. Grunden til den forringende EBITDA-margin, skal findes i de øgede omkostninger til forskning og udvikling, der må forventes at komme for ALK. Omkostningerne dækker over fase 4 udvikling for de allerede eksisterende produkter hos ALK. Her gennemgår disse kliniske forsøg for, at vurdere om lægemidlet kan benyttes til andre diagnoser, såsom f.eks. allergisk astma. Samtidig skal ALK også afholde en lang række omkostninger til kliniske forsøg og godkendelsesansøgninger. Det forventes at ALK hen mod slutningen af budgetperioden, vil intensivere forskningen i den næste generation allergi immunterapi, idet virksomhedens konkurrencemæssige fordel trues.

EBIT-margin

Afskrivninger for ALK har i perioden 2012-15 udgjort ml. 6,7-7,4 % af anlægs- og immaterielle aktiverne, svarende til at afskrivningerne i perioden gennemsnitligt har været 7,1% af anlægs- og immaterielle aktiverne.

	2012	2013	2014	2015
Afskrivninger i % af anlægs- og imm. aktiver	-7,4%	-6,7%	-6,9%	-7,4%

Tabel 17: Afskrivninger i % af anlægs- og imm. Aktiver

Kilde: Egen tilvirkning

Der vil blive budgetteret med at afskrivningerne i budgetperioden udgør 7,1% af anlægskapitalen.

Effektiv skat

Selskabsskatten i Danmark er i analysen perioden faldet til 23,5% og denne falder yderligere i 2016 til 22%.

ALK har i analyseperioden haft en effektiv skatteprocent på 39-47%, dog kun 23% i 2015 grundet skatteeffekten ved lukningen af en fabrik i Schweiz. I årene 2011-14 har ALK haft en gennemsnitlig effektiv skatteprocent på ca. 43%. Idet den effektive skatteprocent er væsentligt højere end selskabsskatteprocenten igennem hele perioden, så budgetteres der med en effektiv skat på 43% igennem budgetperioden.

Anlægskapital:

ALK har i analyseperioden øget investeringerne i anlægskapitalen relativt til omsætningen fra 0,71 til 0,93 (ultimo), hvilket i høj grad skyldes investeringen i nye produktionsfaciliteter for at kunne imødekomme efterspørgslen af deres nye SLIT produkter, samt den geografiske ekspansion. Investeringerne forventes at fortsætte, hvorefter anlægskapitalen relativt til omsætningen forventes at falde grundet udnyttelsen af produktionskapaciteten. Grundet den store stigning i nettoomsætningen, så anlægskapital relativt til nettosætningen at falde i budgetperiode, hvilket forventes gradvist at falde til 0,7. Dette skyldes at ALK ændre sin fokus til i højere grad at fokusere på standardiserede masseproducerede produkter, hvilket forventes at have en større omsætningshastighed. Det forventes derfor at ALKs overskudsgrad falder, mens omsætningshastigheden stiger.

Arbejdskapital

Arbejdskapitalen hos ALK er i analyse perioden steget fra 2% af omsætningen i 2011 til 13% i 2015 (ultimo). Dette skyldes primært at virksomhedens opbygning af varebeholdning, til at kunne efterkomme den forventede efterspørgsel i forbindelse med den geografiske ekspansion i forbindelse med GRAZAX, samt lanceringen af ACARIZAX. Det forventes at varebeholdningen i procent af omsætningen vil falde fra 20% i 2015 til et lavere niveau i forbindelse med, at SLIT tabletterne bliver lanceret. Arbejdskapitalen forventes derfor gradvist at falde til 0,08 i løbet af budgetperioden. Det forventes at ALK ønsker et relativt stort

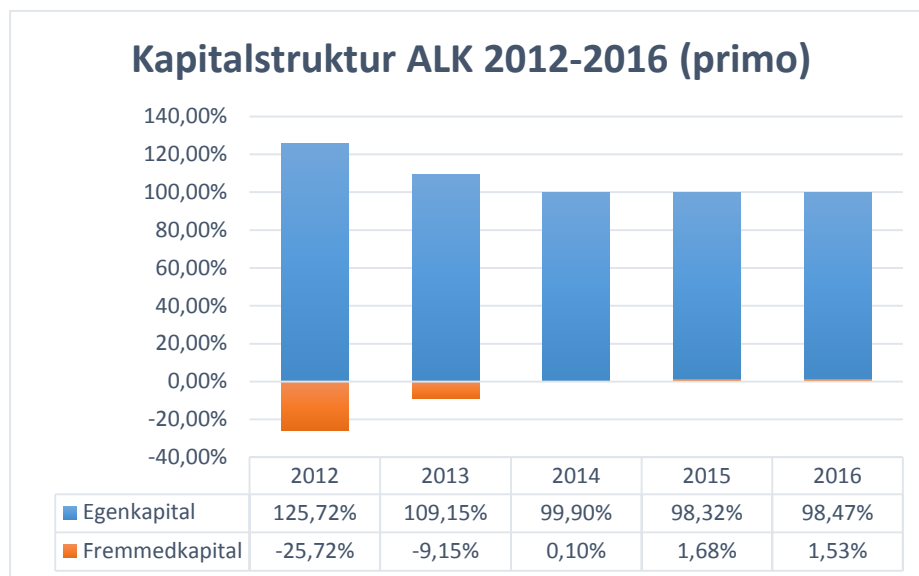
varelager grundet den geografiske ekspansion, samt i tilfælde af øget efterspørgsel, idet produktionsstop som Stallergenes Greers kan få store direkte og indirekte omkostninger.

Nettodriftsaktiverne, som er anlægskapitalen og arbejdskapitalen bliver derfor budgetteret således:

	Budgetperiode										Terminal år
Kolonne1	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Primo anlægsaktiver /nettoomsætning	0,81	0,77	0,75	0,73	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Primo arbejdskapital / nettoomsætning	0,11	0,10	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Primo netto driftsaktiver / nettoomsætning	0,92	0,87	0,84	0,81	0,79	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78

Kapitalstruktur

ALK er som mange andre virksomheden i medicinalbranchen i høj grad egenkapitalfinansieret. Som det kan ses i nedenstående tabel, så har der i analysen været store ændringer i ALKs kapitalstruktur.



Figur 16: Udvikling i kapitalstruktur

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses at virksomheden i begyndelsen af perioden, havde netto finansielle aktiver grundet en stor beholdning af værdipapirer, hvilket egenkapitalen finansierede. ALK har i perioden ændret kapitalstrukturen, så egenkapitalandelen er faldet fra ca. 126% af den samlede finansiering til at udgøre ca. 98,5%, svarende til at egenkapitalsandelen gennemsnitligt har igennem perioden har udgjort 106,3%.

Baseret på udviklingen i kapitalstrukturen, hvor fremmedkapitalandelen er steget, samt brancheestimerer så vurderes egenkapitalsandelen at stabilisere sig på et lavere niveau.

Som tidligere diskuteret, så er ALK fremtidige fokus på deres SLIT tabletter, samt videreudvikling af denne. Baseret på disse produkter kan ALK karakteriseres som et Biotek-selskab. Iflg. en undersøgelse af Prof. Damodaran blandt 103 biotek-selskaber, så er den gennemsnitlige kapitalstruktur blandt disse 91,66% egenkapital / 8,34% fremmedkapital¹⁰⁹. Denne kapitalstruktur underbygges af udviklingen igennem analyseperioden, hvorfor denne estimeres som ALKs fremtidige kapitalstruktur.

6. Værdiansættelse

I dette afsnit estimeres værdien af ALK's egenkapital, hvorefter værdien af ALKs aktie kan estimeres. Først estimeres ALKs kapitalomkostninger wacc, hvorefter selve DCF-modellen baseret på det budgetteret proforma regnskab vil blive benyttet. Til sidst foretages der en følsomhedsanalyse af værdiansættelsen.

6.1 Fastlæggelse af driftsaktivitetens kapitalomkostninger r_{wacc}

Til brug i den videre værdiansættelse skal ALKs kapitalomkostninger/diskonteringsrente estimeres. ALKs kapitalomkostninger kan beskrives vha. af WACC¹¹⁰:

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

r_{wacc}	=	Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
V_0^E	=	Markedsværdi af egenkapital
V_0^{NFF}	=	Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser
V_0^{EV}	=	Markedsværdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$)
r_e	=	Ejernes afkastkrav
r_g	=	Finansielle omkostninger efter skat

Figur 17: WACCs komponenter

Kilde: (Sørensen, 2012), side 46

6.1.1 Egenkapitalomkostninger (r_e)

Egenkapitalomkostningerne forklarer det afkastkrav en virksomhedens ejere kræver ved, at investere i virksomheden, hvilket svarer til en alternativ investering med samme risiko.

¹⁰⁹ (Plenborg & Petersen, 2012), side 248

¹¹⁰ (Sørensen, 2012), side 46

Egenkapitalomkostningerne kan beskrives vha. CAPM der beskriver sammenhængen mellem det forventede afkast og markedsrisikoen. CAPM-modellen estimeres¹¹¹:

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

Hvor:

r_e	=	Ejernes afkastkrav
r_f	=	Risikofri rente
β	=	Beta (systematisk risiko)
$E(r_m)$	=	Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen
$E(r_m) - r_f$	=	Markets risikopræmie

Figur 18: CAPMs komponenter

Kilde: (Sørensen, 2012), side 44

I det næste afsnit beskrives og estimeres de enkelte komponenter i egenkapitalomkostningerne.

Risikofri rente (r_f)

Den risikofrie rente er teoretisk set lig med renten på nul-kuponobligationer, dog anbefales det at den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation benyttes¹¹². Den danske statsobligation vurderes risikofri, samtidig har statsobligationen den samme tidshorisont som den valgte budgetperiode på 10 år. Som nævnt i omverdensanalysen oplever vi i dag historisk lave renter. Nedenfor ses en udviklingen i den 10-årige danske statsobligation, der igennem de sidste år er faldet til et historisk lavt niveau.

¹¹¹ (Sørensen, 2012), side 43

¹¹² (FSR, 2002), side 53



Figur 19: Udvikling i renten på 10-årig statsobligation

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken

Renten på den 10-årige danske statsobligation var i marts 2016 på 0,4%¹¹³. Renteniveauet er historisk lavt, hvorfor det kan diskuteres om der skal findes en normaliseret risikofri rent, som f.eks. gennemsnittet af rentesatsen de sidste 10-20 år. Dette vurderes at valget af en historisk risikofri rente vil skabe støj i kapitalomkostningerne. Dette skyldes at den risikofrie rente skal ses som en alternativ omkostning, hvorfor den risikofrie rente pr. 4. maj 2016 som investor kan placere sin investering i er 0,4%.

Derfor vælges den nuværende rente på den 10-årige statsobligation, som den risikofrie rente.

Beta (β_e)

Betaværdien udtrykker den systematiske risiko ved at investere i ALK. Betaværdien udtrykker den systematiske risiko relativt til markedet¹¹⁴. Betaværdien kan beskrives:

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

Figur 20: Tolkning af beta

Kilde: (Sørensen, 2012), side 45

¹¹³ Danmarks Statistik, Statistikbanken

¹¹⁴ (Sørensen, 2012), side 45

Betaværdien kan estimeres på baggrund af den historiske samvariation mellem ALKs aktie og afkastet på aktiemarkedet. Problemet ved denne fremgangsmåde er at denne værdi er baseret på historiske tal og derefter kan være problematisk til at estimere det fremtidige forløb.

ALK opererer i branchen for allergi immunterapi, som er en del af medicinalbranchen. Denne branche er mindre påvirket af konjunktursvingninger end markedsporteføljen, hvilket taler for en betaværdi under en.

Flere uafhængige medier har vurderet ALKs betaværdi, hvor Reuters, MSN, Financial Times og Thomson One har vurderet ALKs betaværdi til henholdsvis 0,33¹¹⁵; 0,25¹¹⁶; 0,31¹¹⁷ og 0,31¹¹⁸, hvilket vurderes for lavt i forholdet til den driftsmæssige risiko analyseret i den strategiske analyse.

Bloomberg vurderer ALKs fem årige beta til 0,625, mens den to årige beta vurderes til 0,732.

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen viste, at ALK har oplevet store ændringer henover de sidste 5 år. ALK er i højere grad begyndt at fokusere på sine SLIT tabletter. Regnskabsanalysen vidste store svingninger i nøgletallene, der var lavest i 2013. I årene efter kunne der identificeres en trend, hvorfor en to årige beta vurderes som passende.

Beta-værdien kan også estimeres med commonsense-metoden, der er en kvalitativ vurdering af virksomhedens samlede risiko (driftsmæssige og finansielle risiko), der herefter bliver konverteret til et beta-estimat¹¹⁹.

Baseret på den strategiske analyse, så vurderes det at ALK driftsmæssige risiko er neutral, mens den finansielle risiko er lav til neutral, hvilket gør at betaværdien typisk vil ligge ml. 0,6-0,85¹²⁰.

Den to årige beta-værdi fra Bloomberg på 0,732 vurderes derfor som et passende estimat for risikoen i ALK.

Markedets risikopræmie ($E(r_m) - r_f$)

Markedets risikopræmie er det tillæg en investor kræver for at påtage sig risikoen ved at investere i aktiv, relativt til at investere i det risikofrie aktiv. Her den 10-årige danske statsobligation. Markedets risikopræmie er forskellen mellem afkastet på markedsporteføljen og den risikofrie rente.

¹¹⁵ www.reuters.com Alk Abello A/S (ALKb.CO)

¹¹⁶ www.msn.com MSN: ALK-ABELLO A/S

¹¹⁷ www.markets.ft.com FT: Alk Abello A/S

¹¹⁸ THOMSON ONE BANKER, database

¹¹⁹ (Sørensen, 2012), side 45

¹²⁰ (Plenborg & Petersen, 2012), side 262

Der har historisk set været store udsving i markedets risikopræmie, og der er ikke fundet konsensus omkring størrelsen på denne. Iflg. en undersøgelse blandt 224 europæiske professorer, så benyttes der gennemsnit en risikopræmie på 5,3% på det europæiske marked¹²¹, hvorfor denne værdi vil bruges til estimering af kapital omkostningerne.

6.1.2 Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav (r_g)

Afkastkravet for virksomhedens fremmedkapital beskriver låneomkostningerne for de finansielle forpligtelser. Afkastkravet for virksomhedens finansielle forpligtelser kan estimeres¹²²:

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

hvor:

r_f	=	Risikofrie rente
r_s	=	Selskabsspecifikt risikotillæg
t_s	=	Selskabsskatteprocent

Figur 21: Finansielle forpligtelsers afkastkravs komponenter

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 45

Den risikofrie rente er tidligere estimeret til 0,4%.

Til at estimere afkastkravet for fremmedkapitalen, så anbefales det at den risikofri rente benyttes, samt et selskabsspecifikt risikotillæg baseret på virksomhedens risikoprofil. Det selskabsspecifikke risikotillæg kræves som kompensation for risikoen for, at virksomheden ikke kan tilbagebetale sit lån. Risikotillægget øges relativt til stigningen i virksomhedens risiko.

ALK er ikke offentligt ratet af kredit rating bureauerne. Bloomberg har dog vurderet ALKs kredit rating til investeringsgrad 6¹²³, svarende til en BBB+ rating på Standard & Poor's rating skala. Bloomberg vurderer dermed at ALK til have en middel på grænsen til høj kreditværdighed. Investeringsgraden BBB har tilstrækkelig kapacitet til at opfylde sine økonomiske forpligtelser, men negative økonomiske forhold eller ændrede omstændigheder kan føre til en svækket evne til at opfylde sine økonomiske forpligtelser¹²⁴.

¹²¹ (Plenborg & Petersen, 2012), side 264

¹²² (Sørensen, 2012), side 48

¹²³ Bloomberg terminal

¹²⁴ (Plenborg & Petersen, 2012), side 278

Denne kreditvurdering vurderes at være passende på ALK, der på trods af sin lave gældsandel har en medium driftsmæssig risiko, hvor negative omstændigheder omkring udviklingen af virksomhedens SLIT tabletter, kan være en trussel for virksomheden mulighed for at opfylde sine økonomiske forpligtelser.

Grundet kreditvurderingen BBB+ gives ALK et selskabsspecifikt risiko på 288 basispoint¹²⁵, svarende til 2,88%.

Selskabsskatteprocenten falder som tidligere nævnt til 22% i 2016. Der forventes ikke yderligere sænkninger, hvorfor der vil blive budgetteret med en selskabsskatteprocent på 22%

6.1.3 Kapitalstruktur

Som tidligere nævnt i budgetteringen, som bevæger ALK i højere grad i retning mod at blive et biotek selskab. Den gennemsnitlige kapitalstruktur for biotekselskaber, er ifølge en undersøgelse af Prof. Damodaran blandt 103 biotek-selskaber 91,66% egenkapital / 8,34% fremmedkapital, hvorfor denne kapitalstruktur benyttes som ALKs target kapitalstruktur og benyttes i estimeringen af WACC.

6.1.4 Estimering af kapitalomkostninger

Baseret på den ovenstående gennemgang kan ALKs kapitalomkostninger udregnes til

Estimering af egenkapitalomkostninger:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f] = 0,4 * 0,732 * 5,3 = 4,28\%$$

Estimering af fremmedkapitalomkostninger

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s) = (0,4 + 2,88)(1 - 0,22) = 2,56\%$$

Estimering af WACC:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g = 0,9166 * 4,28\% + 0,0834 * 2,56\% = 4,14\%$$

6.2 DCF-modellen

DCF-modellen værdiansætter værdien af de fremtidige pengestrømme, ved at tilbagediskontere pengestrømmene med de estimerede kapitalomkostninger. DCF-modellen hentyder typisk til den indirekte

¹²⁵ (Koller et. Al.,2010), side 259

cash flow model, hvor de frie pengestrømme til alle investorer findes (FCF), hvorved virksomhedens Enterprise Value (EV) findes¹²⁶:

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t} + TV * \frac{1}{(1 + wacc)^n}$$

Det første led af ligningen er værdien af de frie pengestrømme i budgetperioden, mens ligningens andet led er værdien af pengestrømmen fra terminalperioden. Begge led tilbagediskonteres med de estimerede kapitalomkostninger. Terminalværdien udregnes som:

$$TV = \frac{FCF_{T+1}}{r_{wacc} - g}$$

FCF_{T+1} er den frie pengestrøm fra terminalperioden, der er perioden året efter budgetperioden er afsluttet. g er den konstante vækstrate.

Værdien af egenkapitalen findes herefter ved at fratrække værdien af netto finansielle forpligtelser:

$$V_0^E = V_0^{EV} - NFF_0$$

Idet skæringsdatoen for indsamling af information til værdiansættelsen er sat til d. 4. maj 2016, så vælges denne dato også som værdiansættelsesdatoen eller tidspunkt 0. Idet regnskabsåret afsluttes d. 31. december, så tilbagediskonteres de fremtidige frie pengestrømme til investorerne til d. 4. maj 2016, for at finde nutidsværdien. Dette gør pengestrømmene skal tilbagediskonteres med 241 dage, svarende til 0,67 år (n).

¹²⁶ (Plenborg & Petersen, 2012), side 216

Nedenfor ses FCFF i budgetperioden og terminal året, samt diskonteringsfaktor:

	Budgetperiode										Terminal år
Værdiansættelse											
DCF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCFF	87	85	159	163	202	160	206	242	246	251	256
WACC	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%
n	0,67	1,67	2,67	3,67	4,67	5,67	6,67	7,67	8,67	9,67	
Diskonterings-faktor	0,97	0,93	0,90	0,86	0,83	0,79	0,76	0,73	0,70	0,68	
Nutidsværdi FCFF	85	80	143	141	167	127	157	178	173	169	

Tabel 18: Værdiansættelse DCF

Kilde: Egen tilvirkning

Beregningerne til estimeringen af ALKs teoretiske aktiekurs med DCF-modellen kan findes i bilag 6.

Nedenfor ses der et overblik over værdiansættelsen af ALK ud fra DCF-modellen.

Overblik DCF-modellen	
Nutidsværdi FCFF i budgetperioden i DKK mio.	1.420
Nutidsværdi FCFF i terminalperioden i DKK mio.	11.704
Enterprise Value i DKK mio.	13.124
NFO i DKK mio.	42
Værdi af egenkapital	13.081.803.156
Antal udestående aktier	10.128.360
Værdi pr. aktie d. 4. maj 2016	1.292

Tabel 19: Overblik over DCF-modellen

Kilde: Egen tilvirkning

ALKB aktien blev d. 4. maj 2016 handlet til 1.129 DKK pr. aktie, hvilket svarer til at aktien er undervurderet med 14,4%. Der ses derfor et potentiale i aktien.

Samtidig er der også foretaget en værdiansættelse med EVA-modellen til validering, hvilket kan findes i bilag 5

Det ses at størstedelen af værdien i DCF-modellen kommer fra terminalperioden, hvor 89,2% virksomhedens værdi skal findes. Dette skyldes i høj grad den 10-årige budgetperiode, samt en forventet omsætningsvækst i budgetperioden på ca. 2,7%.

DCF-modellen er baseret på de budgetterede proforma regnskaber udarbejdet i budgetteringen. Budgetteringen er som tidligere nævnt, fortaget på baggrund af et base case scenarie med realistiske forventninger til udviklingen i ALKs value drivere. Som nævnt, i budgetteringen er omsætningen en af de primære value drivere. Omsætningen er baseret på forventninger til ALKs forsknings- og udviklingsprojekter, samt udviklingen i virksomhedens forrentningsenheder i særdeleshed i forholdet til omsætningen af SLIT tabletterne.

For at vurdere mulige ændringer, samt robustheden i DCF-modellen, så foretages der en følsomhedsanalyse.

6.2.1 Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen bruges både til at analysere robustheden i DCF-modellen. Men samtidig også til at vurdere følsomheden i analysen.

Som diskuteret tidligere, så står ALK overfor lancering af SLIT tabletter på en lang række markeder, der har potentiale til revolutionere markeder, men samtidig kan salget også skuffe. Udviklingen af SLIT tablet porteføljen, samt udviklingen i salget af disse, har stor betydning for værdiansættelsen af ALK.

En af de primære komponenter i værdiansættelsen af ALK, er udviklingen i salgsvæksten. SLIT tabletterne forventes at blive den største produktgruppe hos ALK over tid, hvorfor SLIT tabletterne har stor betydning for den fremtidige værdiskabelse i ALK. Udviklingen i nettoomsætningen afhænger dog i høj grad også, af en række eksterne faktorer der kan påvirke salget i positiv og negativ retning:

Nedenfor ses en følsomhedsanalyse over hvordan den værdien af ALKs aktiekurs ændrer, sig hvis salgsvæksten ændres i henholdsvis budgetperioden, terminal året, samt i både budgetperioden og terminalåret.

Salgsvækst	Ændring Budgetperioden	Ændring Terminal år	Ændring Budgetperiode + terminal år
+1%-point	1.386	3.747	4.081
+0,5%-point	1.338	1.890	1.965
Base	1.292	1.292	1.292
-0,5%-point	1.247	996	966
-1%-point	1.205	821	777

Tabel 20: Følsomhedsanalyse salgsvækst

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser modellens følsomhed over for den budgetterede salgsvækst. Det ses at især en højere salgsvækst i terminalåret, påvirker værdien af ALK kraftigt. Det ses f.eks. at hvis budgetforventningerne til salgsvæksten stiger med 1% igennem både budgetperioden og terminal året, så estimeres værdien til 4.081 DKK, svarende til at aktien er undervurderet med 261%, mens et fald i omsætningsvæksten på 1%, vil resultere i at aktiekursen er overvurderet med 31%.

En anden af de primære komponenter i værdiansættelsen er kapitalomkostningerne WACC.

Kapitalomkostningerne for ALK blev estimeret til 4,14%, hvilket bl.a. skyldes en historisk lav risikofri rente.

Samtidig har den estimerede beta værdi stor påvirkning for den estimerede værdi.

For at analyse følsomheden herfor, er der udarbejdet en følsomhedsanalyse for ændringer i ALKs kapitalomkostninger (WACC), samt ændringer i salgsvæksten (g) igennem budgetperioden og terminal året. Tabellen ses nedenfor:

WACC					
Salgsvækst		-0,50%-point	Base	+0,5%-point	+1%-point
	+1%-point		4.081	1.988	1.294
	+0,5%-point	4.138	1.965	1.302	960
	Base	1.999	1.292	969	767
	-0,5%-point	1.317	966	776	642
	-1%-point	975	777	645	551

Tabel 21: Følsomhedsanalyse WACC & Salgsvækst

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses ovenfor, så har kapitalomkostningerne betydning for den estimerede værdi. Det observeres yderligere at salgsvæksten har større betydning for estimeringen af værdien end kapitalomkostningerne.

7. Konklusion

Formålet med denne afhandling har været at vurdere, hvordan forsknings- og udviklingsprojekterne, samt udviklingen i forrentningsområderne påvirker værdiansættelsen af ALK. Til at besvare denne problemformulering, benyttes DCF-modellen som den primære værdiansættelsesmodel. DCF-modellen estimerer værdien af virksomheden, ved at tilbagediskontere de frie pengestrømme til selskabet fra proforma budgettet. Til at udarbejde dette og besvare, hvordan forsknings- og udviklingsprojekterne, samt udviklingen i forrentningsområderne, forventes at påvirke den fremtidige rentabilitet i virksomheden blev der udarbejdet en strategisk analyse og regnskabsanalyse. Idet disse vil kunne udpege finansielle og ikke-finansielle value drivere.

Formålet med den strategiske analyse var at identificere ikke-finansielle value drivere hos ALK. Den strategiske analyse bestod af at analysere ALKs eksterne miljø i form af Porter's Five Forces og PESTEL, mens det interne miljø blev analyseret vha. en værdikædeanalysen.

Den interne analyse identificerede ALKs forskning- og udviklingsafdeling, som en konkurrencemæssige fordel. Dette skyldes at virksomheden har færdigudviklet tre SLIT tabletter og har to under udvikling. ALK er dermed nået væsentligt længere i udviklingsprocessen end sine nærmeste konkurrenter. Dette gør at virksomheden kan udnytte sin first mover fordel, hvilket blev vurderet som konkurrencemæssige fordel på kort sigt. Svagheden i virksomheden er modsat, at kravene til at virksomheden hele tiden formår, at videreudvikle sin produktportefølje af store. Samtidig er virksomheden afhængig af enkelte forskere.

Flere faktorer i det eksterne miljø påvirker budgetforventningerne hos ALK. Brancheanalysen identificerede en branche præget af to store aktører, hvoraf ALK er den ene. Branchen er præget af en vis grad konkurrence og vurderes attraktiv. Branchen trues dog på langt sigt af større medicinalvirksomheder, der kunne trænge ind på markedet. Markedet er ikke beskyttet af patenter, men myndighedernes krav til evidensbaseret behandling gør at branchen har relativt høje adgangsbarriere.

Omverdensanalysen af ALKs makromiljø identificerede flere faktorer der kan påvirke det fremdige udvikling i ALK. Antallet af allergikere på verdens plan forventes at stige eksplosivt, hvilket gør at antallet af patienter med svære symptomer vil stige. Dette skyldes klimaændringer, hygiejne-hypotesen, samt at flere patienter får adgang til lægehjælp. Derudover ses der en tendens til, at sundhedsmyndigheder i højere grad favoriserer evidensbaseret behandling Allergi immunterapi oplever også en positiv trend inden for

behandlingsvejledninger og tilskudsordninger, hvilket giver patienten et yderligere incitament til allergi immunterapi. Dog kan økonomiske faktorer gøre, at sundhedsmyndigheder fjerner tilskudsordninger eller foretager prisreguleringer. Desuden identificerede den eksterne analyse også, at kendskabet til allergi immunterapi globalt ikke er højt, samt at der i mange lande skal en kulturændring til.

Regnskabsanalyse af ALK i perioden 2011-2015 viste store svingninger i egenkapitalforrentningen, hvor den i perioden steg fra 9,1% til 13,4%, dog kun var 1,8% i år 2013. En nøgletalsanalyse sporede denne udvikling til afkastningsgraden. Yderligere blev det identificeret, at overskudsgraden var den primære driver bag udviklingen. Virksomheden har i analysenperioden formået at effektivisere sin driftsomkostninger, hvorfor EBITDA-marginen er blevet forbedret. Samtidig har virksomheden øget sine investeringen i aktiver, hvor bl.a. ALKs varebeholdning og anlægsaktiver er steget relativt til omsætning. Denne udvikling skyldes forventningen om en øget efterspørgsel efter SLIT tabletter.

ALK har samtidig også oplevet en positiv trend i sin omsætningsvækst, hvor nettoomsætningen i 2015 steg med 5,6%, mens salget af produkter steg med 8,7%.

Budgetteringen på baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen, samt salgstal fra 1. kvartal 2016 budgetteret en omsætningsvækst i 2016 på 15%. Forventningerne til SLIT tabletten er høje vækstrater på kortsigt, hvorfor det også forventes at produktgruppen på sigt kommer til, at stå for den største andel af ALKs omsætning. Derudover vil produktgruppen på langt sigt vil være ansvarlig for størstedelen af salgsvæksten. Budgetteringen blev sat til 10-årig, idet ALK forventes at have en konkurrencemæssig fordel i denne periode. Ydermere, bliver usikkerheden herefter for stor.

DCF-modellen estimerede på baggrund af budgetteringen en værdi af ALK aktien på 1.292 DKK pr. d. 4. maj 2016. Markedsprisen på aktien denne dag var 1.129 DKK, hvilket indikerer at aktien er undervurderet med 14%.

Følsomhedsanalysen vidste at den estimerede værdi var følsom over for mindre ændringer i både WACC og salgsvæksten. Den estimerede værdi var især følsom overfor ændringer i salgsvæksten i terminalperioden.

Det kan konkluderes, at ALKs forskning og udviklingen i SLIT tabletten, samt forventningerne til de eksisterende SLIT tabletter har stor betydning for værdiansættelsen af ALK. De realistiske forventning har en meget positiv påvirkning af den estimerede værdi.

Muligheden for en stor salgssucces er til stede på mellemlangt sigt, det vurderes dog ikke at dette er i blockbuster kategorien.

8. Litteraturliste

Hjemmesider:

- ALK and Abbott expand partnership into South-East Asian growth markets
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=692909&lang=en>
- ALK and bioCSL enter into a partnership for allergy
<http://ir.alk-abello.com/releasedetail.cfm?releaseid=895291>
- ALK enters collaboration to accelerate growth in China
<http://www.eddingpharm.com/content.aspx?id=55>
- ALK: Financial outlook 2016
<http://ir.alk-abello.com/outlook.cfm>
- ALK Partnerships
<http://www.alk-abello.com/aboutalk/structure/partnerships/Pages/home.aspx>
- ALK: Research and development
<http://www.alk-abello.com/AlkContentPages/PageNotFound.aspx?oldUrl=http%3A%2F%2Fwww%2Ealk-abello%2Ecom%2FUS%2Fresources%2FPages%2FSectionFront%2Easpx>
- ALK: Risk Management
<http://ir.alk-abello.com/risk.cfm>
- ALK Source Materials
<http://www.alk-abello.com/US/aboutalk/whatwedo/Pages/SourceMaterials.aspx>
- Allergopharma Worldwide
<https://www.allergopharma.com/allergopharma-worldwide/>
- Astma&Allergi forbundet: Hvad er astma?
<http://astma.astma-allergi.dk/hvaderastma>
- Biopharmaceutical
<https://en.wikipedia.org/wiki/Biopharmaceutical>
- Business.dk: Alk-Abelló/CEO: Vi er relativt uberørt af finanskrisen
<http://www.business.dk/investor/alk-abelloceo-vi-er-relativt-uberoert-af-finanskrisen>
- Børsen: ALK-Abellós græstablet har blockbuster-potentiale
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/281027/alk-abellos_graestablet_har_blockbuster-potentiale.html
- Børsen: ALK: Femårigt Grazax-studie bekræfter effekt på børn

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/318025/alk_femaarigt_grazax-studie_bekraeftet_effekt_paa_boern.html

- Børsen: ALK luger ud i aktiviteter uden for kerneforretningen
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/316819/alk_luger_ud_i_aktiviteter_uden_for_kerneforretningen.html?hl=YToxOntpOjA7czozOiJBTEsiO30
- Børsen: ALK-opkøb styrker salg af allergiprodukt
http://penge.borsen.dk/artikel/1/181715/alk-opkoeb_styrker_salg_af_allergiprodukt.html
- Børsen: FAKTA ALK's barrierer for vækst
<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/100206/artikel.html?hl=YTo0OntpOjA7czozMT0iRkFLVEEgQUxLJ3MgYmFycmllcmVylGZvciB25mtzdCI7aToxO3M6MzoiZm9yljtpOjI7czozOiJBTEsiO2k6MztzOjk6ImJhcnJpZXJlciI7fQ>
- Børsen: Formand: Ny topchef i ALK-Abelló skal sikre globalt fodfæste
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/320335/formand_ny_topchef_i_alk-abello_skal_sikre_globalt_fodfaeste.html?hl=YToyOntpOjA7czozOiJBTEsiO2k6MTg7czozOiJBbGsiO30
- Børsen: Virksomhedsside: ALKB
http://borsen.dk/vaerktoejer/virksomhedsside/isin/wljikflgbjZgt/alk_abello_b.html
- Børsen: ALK-Abelló værdisat mellem to stole
http://penge.borsen.dk/artikel/1/297337/alk-abello_vaerdisat_mellem_to_stole.html
- Combination of STALLERGENES and Greer Laboratories: Creation of the Global Leader in Allergy Immunotherapy
<http://www.businesswire.com/news/home/20150907005500/en/Combination-STALLERGENES-Greer-Laboratories-Creation-Global-Leader>
- Dagens Medicin: En mio. allergikere må deles om 12 specialister
<http://www.dagensmedicin.dk/nyheder/en-mio-allergikere-ma-deles-om-12-specialister/>
- Euroinvestor: ALK-Abelló: Invesco Canada reducerer sin ejerandel
<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/01/15/alk-abello-invesco-canada-reducerer-sin-ejerandel/13292178>
- Fakta om overfølsomhed
<http://www.netdoktor.dk/sygdomme/fakta/overfoelsomhed.htm>
- FASTKURSPOLITIK OG ERM2
<http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/fastkursERM2/Sider/Default.aspx>
-
-

- FT: Alk Abello A/S
<http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Summary?s=ALK%20B:CPH>
- GRAZAX
<http://www.netdoctor.co.uk/medicines/allergy-and-asthma/a6829/grazax-grass-pollen-allergen-extract/>
- Historien om Merck & co.
<http://www.merck.com/about/our-history/home.html>
- Ingeniøren: Allergitablet godkendt på det europæiske marked
<https://ing.dk/artikel/allergitablet-godkendt-pa-det-europaeiske-marked-73524>
- Jyllandsposten: Så besværlig er en pollenvaccination
<http://jyllands-posten.dk/livsstil/familiesundhed/sundhed/ECE8414856/saa-besvaerlig-er-en-pollenvaccination/>
- JV: Frygtet ukrudtsplante kan gøre 100.000 til allergikere
<http://www.jv.dk/artikel/1619447:Indland--Frygtet-ukrudtsplante-kan-gOere-100-000-til-allergikere>
- MarketNews: ALK/CEO: Rivals kvaler giver tocifret vækst i 2016
http://marketnews.dk/artikel/19/54978/alk-ceo_rivals_kvaler_giver_tocifret_vaekst_i_2016.html
- Merck Announces FDA Acceptance of Biologics License Application for Investigational House Dust Mite Sublingual Allergy Immunotherapy Tablet
<http://www.mercknewsroom.com/news-release/merck-announces-fda-acceptance-biologics-license-application-investigational-house-dust>
- MinMedicin: Acarizax
<http://min.medicin.dk/Medicin/Praeparater/7925>
- MSN: ALK-ABELLO A/S
<http://www.msn.com/da-dk/finans/aktieoplysninger/fi-172.1.ALK%7CSLA%7CB.CSE.ALK%20B>
- Ny vaccine i tabletform mod husstøvmideallergi får tilskud i Danmark
<http://www.alk-abello.com/DK/plejepersonale/acarizax/Pages/Welcome.aspx>
- ProMedicin: Allergenspecifik immunterapi (Allergener)
<http://pro.medicin.dk/Laegemiddelgrupper/grupper/289012>
- ProMedicin: Lægemiddeludvikling
<http://pro.medicin.dk/Specielleemner/Emner/318115>
- Reuters: Alk Abello A/S (ALKb.CO)
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=ALKb.CO>

- Skatteprocenter
<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oID=2049049>
- Stallergenes Greer Announces a Temporary Suspension of Manufacturing at Its Stallergenes Antony Plant <http://www.businesswire.com/news/home/20151202006164/en/Stallergenes-Greer-Announces-Temporary-Suspension-Manufacturing-Stallergenes>
- Statens Serum Institut: Allergi
<http://www.ssi.dk/Forskning/Forskningsomraader/Epidemiologi/Allergi.aspx>
- ThePharmaLetter: Stallergenes Greer able to resume manufacturing at Antony plant
<http://www.thepharmaletter.com/article/stallergenes-greer-able-to-resume-manufacturing-at-antony-plant>
- White book on allergy
http://www.worldallergy.org/UserFiles/file/WAO-White-Book-on-Allergy_web.pdf

Databaser:

- Danmarks Statistik: Statistikbanken
- Verdensbanken: Sundhedsomkostninger pr. Indbygger
<http://data.worldbank.org/indicator/SH.XPD.PCAP>
- Bloomberg Terminal på CBS
- THOMSON ONE BANKER, database

Bøger:

- Financial Statement Analysis (2012), T. Plenborg & C. Petersen, 1. udgave, Pearson
- Fra Gåsefjer til GRAZAX: Historien om ALK (2008), K. Jacobsen, 1. udgave, ALK-Abelló
- FSR: Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, rådgivningsudvalget, 2002
- Investments (2014), Bodie et. al., 10. udgave, McGraw-Hill Education
- Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang (2012), O. Sørensen, 4. udgave, Gjellerup/Gads Forlag
- Valuation in Life Science – a practical guide (2010), B. Bogdan & R. Villiger, 3. udgave, Springer
- Valuation, measuring and managing the value of companies (2010), T. Koller et. al., 5. Udgave, Wiley & Sons Inc.

Rapporter/publikationer

- ALK-Abelló årsrapport 2011-2015

- ALK corporate brochure 2012
- ALK: R&D and Business Briefing 14th May 2014
- ALK: Three-month interim report (Q1) 2016
- Stallergenes årsrapport 2011-2014
- Stallergenes Greer årsrapport 2015
- Allergy Therapeutics årsrapport 2011-2015
- Merck Group årsrapport 2015
- Merck & co. Årsrapport 2015
- Lundbeckfondens årsrapport 2015
- Stallergenes Greer FY15 Results, webcast, 28-apr-2016
- Lundbeckfondens fundats pr. 16-apr-2016
- ALK præsentation til DDF's virksomhedsdag, 30 Maj 2006
- REFERAT ORDINÆR GENERALFORSAMLING I ALK-ABELLÓ A/S DEN 27. MARTS 2012
- 11 globaliserings sucsesser (joachimsperling.dk/blog/wp.../11-globaliseringssucceser_case-rapport_endelig.doc)

Bilag 1

Reformuleret resultatopgørelse					
År	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	2348	2345	2244	2433	2569
Produktionsomkostninger	-566	-586	-632	-654	-739
Bruttofortjeneste	1782	1759	1612	1779	1830
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-442	-498	-451	-384	-398
Salgs- og marketingsomkostninger	-761	-781	-741	-773	-819
Administrationsomkostninger	-175	-174	-163	-173	-161
EBITDA før særlige poster	404	306	257	449	452
Særlige poster	-	-64	-22	-49	-38
EBITDA	404	242	235	400	414
Afskrivninger	-107	-124	-127	-140	-159
EBIT	297	118	108	260	255
Betalt skat	-121	-59	-43	-119	-56
Skat på core andet driftsresultat	1	0	0	1	0
Skattefordel	3	5	-1	-3	-3
Estimeret skat af EBIT	-117	-55	-44	-121	-59
Effektiv skat på EBIT	39,48%	46,19%	40,28%	46,62%	22,97%
NOPAT	180	64	65	139	196
Core andre driftsindtægter	2	0	1	4	0
Skat på core andet driftsresultater	0,5	0,0	0,3	1,0	0,0
Core andet driftsoverskud	181	64	65	142	196
Resultat af ophørt virksomhed	0	155	-	-	37
Tab/gevinst pensionsordninger	0	-35	3	-26	-4
Skat relateret til tab/gevinst pensionsordninger	0	12	0	8	2
Valutakurstab/gevinst	9	-3	-12	39	119
Valutakursregulering af udenlandsk tilknyttede virksomheder	2	-	-18	43	-2
Skat relateret til øvrig total indkomst	-1	-5	5	-1	-2
Samlet driftsoverskud	191	188	43	205	346
NFO	13	18	-3	-13	-11
Skatteskjold	3	5	-1	-3	-3
NFO efter skat	10	14	-2	-10	-8
Totalindkomst til ordinære aktionærer	201	201	41	195	338

Værdiansættelse af ALK-Abelló A/S

Afskrivninger					
År	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger inkl. afskrivninger	-611	-648	-697	-736	-836
Afskrivninger allokaret	45	62	65	82	97
Produktionsomkostninger ekskl. afskrivninger	-566	-586	-632	-654	-739
Forsknings- og udviklingsomkostninger inkl. afskrivninger	-455	-511	-463	-394	-407
Afskrivninger allokaret	13	13	12	10	9
Forsknings- og udviklingsomkostninger ekskl. afskrivninger	-442	-498	-451	-384	-398
Salgs- og marketingsomkostninger inkl. afskrivninger	-781	-801	-762	-795	-843
Afskrivninger allokaret	20	20	21	22	24
Salgs- og marketingsomkostninger ekskl. afskrivninger	-761	-781	-741	-773	-819
Administrationsomkostninger inkl. afskrivninger	-204	-203	-192	-199	-190
Afskrivninger allokaret	29	29	29	26	29
Administrationsomkostninger ekskl. afskrivninger	-175	-174	-163	-173	-161
Afskrivninger i alt	107	124	127	140	159

År	2011	2012	2013	2014	2015
Finansielle indtægter	21,00	9,00	20,00	12,00	3,00
Valutakurstab/gevinst	9,00	-3,00	-12,00	39,00	119,00
Tab/gevinst på finansielle aktiver bestemt for salg	-	20,00	-10,00	-10,00	-
Finansielle omkostninger	-8,00	-11,00	-13,00	-15,00	-14,00
Netto finansielle omkostninger	13,00	18,00	-3,00	-13,00	-11,00

År	2011	2012	2013	2014	2015
NFO	13,00	18,00	-3,00	-13,00	-11,00
Effektiv skattesats	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Skatteskjold	-3,25	-4,50	0,75	3,19	2,59
NFO efter skat	9,75	13,50	-2,25	-9,82	-8,42

Bilag 2

Anlægskapital					
År	2011	2012	2013	2014	2015
Immaterielle aktiver	619,00	649,00	674,00	663,00	759,00
Materielle aktiver	1.236,00	1.323,00	1.405,00	1.549,00	1.571,00
<i>Langfristede driftsaktiver:</i>					
Udskudt skatteaktiv	68,00	82,00	136,00	168,00	378,00
<i>Langfristede driftsforpligtigelser:</i>					
Hensættelser til pensioner og lignende forpligtigelser	93,00	144,00	147,00	190,00	202,00
Andre hensatte forpligtigelser	142,00	7,00	15,00	4,00	6,00
Hensættelser til udskudt skat	21,00	19,00	33,00	28,00	100,00
<i>Langfristede driftsforpligtigelser i alt</i>	<i>256,00</i>	<i>170,00</i>	<i>195,00</i>	<i>222,00</i>	<i>308,00</i>
Anlægskapital	1.667,00	1.884,00	2.020,00	2.158,00	2.400,00

Arbejdskapital					
År	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Kortfristede driftsaktiver</i>					
Varebeholdninger	291,00	295,00	336,00	408,00	520,00
Tilgodehavender fra salg	254,00	248,00	224,00	240,00	273,00
Tilgodehavender fra tilknyttede virksomheder	-	61,00	57,00	1,00	30,00
Selskabsskat	30	12	12	13	14
Andre tilgodehavender	31,00	46,00	58,00	53,00	65,00
Periodeafgrænsninger	36,00	46,00	30,00	28,00	26,00
Driftslikviditet	11,74	11,725	11,22	12,165	12,845
<i>Kortfristede driftsaktiver i alt</i>	<i>653,74</i>	<i>719,73</i>	<i>728,22</i>	<i>755,17</i>	<i>940,85</i>
<i>Kortfristede driftsforpligtigelser</i>					
Leverandører af varer og tjenesteydelser	147	136	100	90	81
Selskabsskat	61	17	28	6	73
Andre hensatte forpligtigelser	0	54	34	32	22
Andre hensættelser	315	329	335	391	426
Periodeafgrænsninger	74	0	0	0	0
<i>Kortfristede driftsforpligtigelser i alt</i>	<i>-597</i>	<i>-536</i>	<i>-497</i>	<i>-519</i>	<i>-602</i>
Arbejdskapital	56,74	183,73	231,22	236,17	338,85

Værdiansættelse af ALK-Abelló A/S

Egenkapital					
År	2011	2012	2013	2014	2015
Ordinær egenkapital	2167	2257	2249	2354	2697

Netto finansielle forpligtelser					
År	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Finansielle aktiver</i>					
Værdipapirer og tilgodehavender	35	56	24	7	8
Værdipapirer	529	435	157	208	432
Likvide beholdninger	213,26	30,28	143,78	68,84	163,16
<i>Finansielle aktiver ialt</i>	<i>777,26</i>	<i>521,275</i>	<i>324,78</i>	<i>283,835</i>	<i>603,155</i>
<i>Finansielle forpligtelser</i>					
Gæld til realkreditinstitutter / prioritetsgæld	25	24	22	20	327
Banklån og finansielle lån	305	303	300	299	1
Gæld til realkreditinstitutter	1	1	2	2	17
Banklån og finansielle lån	3	4	3	3	300
<i>Finansielle forpligtelser i alt</i>	<i>334</i>	<i>332</i>	<i>327</i>	<i>324</i>	<i>645</i>
Netto finansielle forpligtelser	-443,26	-189,275	2,22	40,165	41,845

År	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsaktiver (anlægskapital + arbejdskapital)	1.724	2.068	2.251	2.394	2.739

År	2011	2012	2013	2014	2015
Samlet finansiering (Ordinær egenkapital + netto finansielle forpligtelser)	1724	2068	2251	2394	2739

Bilag 3

Stallergenes Greer in EUR '000	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoomsætning	248.496	254.773	266.320	271.310	292.600
Produktionsomkostninger	43808	46.363	52.008	58.244	90.200
Bruttofortjeneste	204.688	208.410	214.312	213.066	202.400
Forsknings- og udviklingsomkostninger	41.584	38.625	47.849	46.320	52.400
Salgs- og marketingsomkostninger	68.095	70.134	70.581	72.204	
Administrationsomkostninger	23.686	25.322	26.066	26.922	
Andre generelle omkostninger	16.681	18.763	7.336	3.097	
Driftsomkostninger					169.400
EBIT	54.642	55.566	62.480	64.523	-19.400

Allergic Therapeutics in GBP '000	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoomsætning	41.552	41.280	39.279	41.955	43.230
Produktionsomkostninger	13.221	13.670	11.953	11.951	12.179
Bruttofortjeneste	28.331	27.610	27.326	30.004	31.051
Forsknings- og udviklingsomkostninger	1.670	2.095	2.535	2.963	3.121
Salgs- og marketingsomkostninger	17.524	17.881	16.278	17.922	17.060
Administrationsomkostninger	9.232	6.542	7.845	7.986	10.218
Andre indtægter	210			76	73
EBIT	115	1.092	668	1209	725

Bilag 4

Historisk analyseperiode					Budgetperioden		
Kolonne1	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Salgsvækstrate	-0,1%	-4,3%	8,4%	5,6%	15,3%	12,1%	10,1%
EBITDA-margin	10,3%	10,5%	16,4%	16,1%	20,5%	20,5%	19,5%
Afskrivninger i % af anlægs- og imm. aktiver	-7,44%	-6,74%	-6,93%	-7,37%	-7,1%	-7,1%	-7,1%
Effektiv skatteprocent	46,19%	40,28%	46,62%	22,97%	40,0%	40,0%	40,0%
Netto finansielle omk.					2,6%	2,6%	2,6%
Primo anlægsaktiver / salg	0,71	0,84	0,83	0,84	0,81	0,77	0,75
Primo arbejdskapital / salg	0,02	0,08	0,10	0,09	0,11	0,10	0,09
NFF/NDA (primo)	-0,26	-0,09	0,0010	0,0168	0,0153	5,00%	8,34%
(EK+MIN)/NDA (primo)	1,26	1,09	1,00	0,98	0,98	95,00%	91,66%

							Terminal år
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
7,5%	6,3%	4,2%	4,5%	3,4%	2,5%	2,6%	2,7%
19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%
40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
0,73	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%
91,66%	91,66%	91,66%	91,66%	91,66%	91,66%	91,66%	91,66%

Værdiansættelse af ALK-Abelló A/S

Proforma opgørelse	Budgetperiode										Terminal år
Resultatopgørelse	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettoomsætning	2.963	3.322	3.657	3.932	4.181	4.358	4.552	4.704	4.824	4.950	5.081
EBITDA	608	681	713	747	794	828	865	894	917	940	965
Afskrivninger	-210	-236	-260	-279	-297	-309	-323	-334	-343	-351	-361
EBIT	397	445	453	468	497	519	542	560	574	589	605
Skat af EBIT	159	178	181	187	199	207	217	224	230	236	242
NOPAT	238	267	272	281	298	311	325	336	344	353	363
Netto finansielle omkostninger'	1	4	7	7	7	7	8	8	8	8	8
Årets resultat	237	263	266	274	291	304	317	328	336	345	354

Proforma opgørelse	Budgetperiode										Terminal år
Blancen (primo)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Primo anlægskapital	2.400,00	2.558	2.743	2.871	2.968	3.050	3.186	3.293	3.377	3.465	3.557
Primo arbejdskapital	338,85	332	329	315	334	349	364	376	386	396	407
Primo netto driftsaktiver	2.739	2.890	3.072	3.185	3.303	3.399	3.550	3.669	3.763	3.861	3.963
Primo egenkapital	2.697	2.746	2.816	2.920	3.027	3.116	3.254	3.363	3.449	3.539	3.633
Primo netto finansielle forpligtelser	42	145	256	266	275	283	296	306	314	322	331
Samlet finansiering	2.739	2.890	3.072	3.185	3.303	3.399	3.550	3.669	3.763	3.861	3.963

Proforma opgørelse	Budgetperiode										Terminal år
Pengestrømsopgørelse	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NOPAT	238	267	272	281	298	311	325	336	344	353	363
Afskrivninger	210	236	260	279	297	309	323	334	343	351	361
d arbejdskapital	7	3	15	-20	-14	-16	-12	-10	-10	-11	-11
Netto investeringer	-368	-421	-387	-377	-379	-445	-430	-418	-430	-444	-457
FCFF	87	85	159	163	202	160	206	242	246	251	256
Ændring netto rentebærende gæld	103	112	9	10	8	13	10	8	8	9	9
Netto finansielle omk	-1	-1	-4	-7	-7	-7	-7	-8	-8	-8	-8
FCFE	188	196	165	167	203	165	209	243	247	251	256

Bilag 5

Værdiansættelse EVA	Budgetperiode										Terminal år
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NOPAT	238	267	272	281	298	311	325	336	344	353	363
Primo netto driftsaktiver	2.739	2.890	3.072	3.185	3.303	3.399	3.550	3.669	3.763	3.861	3.963
ROIC	8,70%	9,24%	8,86%	8,81%	9,04%	9,15%	9,15%	9,15%	9,15%	9,15%	9,15%
WACC	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%
COST OF CAPITAL	113	120	127	132	137	141	147	152	156	160	164
ROIC-WACC*Invested capital	125	148	145	149	162	171	178	184	189	194	199
Diskontering	0,973	0,935	0,897	0,862	0,828	0,795	0,763	0,733	0,704	0,676	
PV	122	138	130	128	134	136	136	135	133	131	

Overblik EVA	
Primo netto driftsaktiver i DKK mio.	2.739
Nutidsværdi EVA i budgetperioden i DKK mio.	1.322
Nutidsværdi EVA i terminalperioden i DKK mio.	9.100
EV i DKK mio.	13.161
NFO i DKK mio.	42
Værdi af egenkapital	13.119.009.866
Antal udestående aktier	10.128.360
Værdi pr. aktie	1.292