

Strategisk analyse og værdiansættelse af



Coloplast



HD 2. del – Regnskab og Økonomistyring

8. semester – maj 2019

Forfattere:

Louise Lilleris Larsen – studienr. 20156399

Anders Tousgaard Kjær – studienr. 20163565

Vejleder: Niels Sandalgaard

1. Indholdsfortegnelse

1.	Indholdsfortegnelse	2
1.1.	Figuroversigt.....	5
1.2.	Tabeloversigt.....	5
2.	English summary	7
3.	Indledning	8
4.	Problembeskrivelse	10
5.	Problemformulering.....	10
6.	Afgrænsning	10
7.	Metode.....	11
7.1.	Metodevalg	11
7.2.	Opgavens struktur	12
8.	Kildekritik	13
9.	Kritik af modeller.....	14
9.1.	Kritik af PESTEL.....	14
9.2.	Kritik af Porters Five Forces.....	15
9.3.	Kritik af Ansoffs Vækstmatrice	15
9.4.	Kritik af Porters konkurrencestrategier.....	16
9.5.	Kritik af Porters værdikædeanalyse	16
9.6.	Kritik af SWOT	16
10.	Kort virksomhedsbeskrivelse.....	17
11.	Eksterne analyser	18
11.1.	PESTEL-analyse	18
11.1.1.	Politiske forhold	18
11.1.2.	Økonomiske forhold.....	19
11.1.3.	Sociale og kulturelle forhold.....	20
11.1.4.	Teknologiske forhold	21
11.1.5.	Miljømæssige forhold.....	21
11.1.6.	Lovmæssige forhold	22
11.1.7.	Delkonklusion	23
11.2.	Porters Five Forces	23
11.2.1.	Potentielle indtrængere	24
11.2.2.	Kunder	25
11.2.3.	Substituerende produkter	26

11.2.4.	Leverandører	26
11.2.5.	Konkurrencesituationen i branchen	27
11.2.6.	Delkonklusion	29
12.	Interne analyse	30
12.1.	Vækststrategier	30
12.1.1.	Delkonklusion	33
12.2.	Konkurrencestrategier	34
12.2.1.	Delkonklusion	35
12.3.	Værdikædeanalyse	36
12.3.1.	Primære aktiviteter	36
12.3.2.	Støtteaktiviteter	39
12.3.3.	Delkonklusion	42
13.	SWOT-analyse	43
14.	Konklusion på strategisk analyse	44
15.	Regnskabsanalyse	46
15.1.	Resultatopgørelse til analyseformål samt managerial balance sheet	48
15.2.	Regnskabsanalyse samt nøgletal	51
15.2.1.	Operating profit margin	53
15.2.2.	Capital turnover	55
15.2.3.	Return on invested capital before tax	57
15.2.4.	Financial structure ratio	58
15.2.5.	Financial cost ratio	59
15.2.6.	Financial leverage multiplier	60
15.2.7.	Tax effect ratio	60
15.2.8.	Return on equity	61
15.2.9.	Delkonklusion	62
16.	Budgettering	63
16.1.	Omsætning	64
16.2.	Omkostninger	66
16.3.	Finansielle poster og skat	68
16.4.	Pengebindinger	68
16.4.1.	Varelagerets omsætningshastighed	68
16.4.2.	Debitor- og kreditordage	70
16.5.	Investeringer og afskrivninger	72

16.6.	Øvrige regnskabsposter.....	74
17.	Værdiansættelse DCF-modellen.....	75
17.1.	Weighted average cost of capital (WACC).....	75
17.1.1.	Omkostning ved finansiering gennem egenkapital	75
17.1.2.	Omkostning ved finansiering gennem fremmedkapital	77
17.1.3.	Coloplast A/S' kapitalstruktur	77
17.2.	Free Cash flow	79
17.3.	Terminalværdi	80
17.4.	Beregning af værdiansættelse.....	81
18.	Følsomhedsanalyse	83
18.1.	Ændring i g-faktor kontra WACC	83
18.2.	Ændring i cost of equity kontra ændring i cost of debt	84
18.3.	Ændring i risikopræmie kontra betaværdi.....	86
18.4.	Ændring i free cash flow kontra WACC.....	87
18.5.	Delkonklusion	88
19.	Multipel-værdiansættelse.....	88
19.1.	Price to earnings.....	88
19.2.	Delkonklusion	91
20.	Konklusion.....	92
21.	Litteraturliste.....	94
21.1.	Årsrapporter.....	94
21.2.	Bøger	94
21.3.	Publikationer	94
21.4.	Hjemmesider	95
21.5.	Diverse kilder.....	95
22.	Bilag.....	96
22.1.	Bilag 1	96
22.2.	Bilag 2	97
22.3.	Bilag 3 – udsnit af beregning i excel	98

1.1. Figuroversigt

Figur 1 Aktiekurser for Coloplast A/S B-aktie for de seneste 5 år.	9
Figur 2 Gennemsnitlige aktiekurser for OMXC20 aktier for de seneste 5 år.....	9
Figur 3 Opgavens struktur.	12
Figur 4 Porters Five Forces.	24
Figur 5 Michael Porters konkurrencestrategier.	34
Figur 6 Oversigt over sammenhæng i nøgletal.	51
Figur 7 Oversigt over udviklingen i den risikofrie rente	76

1.2. Tabeloversigt

Tabel 1 Ansoffs udvidede vækstmatrix.	30
Tabel 2 Oversigt over markedsandele og markedsposition.	31
Tabel 3 Gennemsnitlige antal ansatte omregnet til fuldtid.	40
Tabel 4 SWOT-analyse.....	43
Tabel 5 Oversigt over resultatopgørelse for Coloplast A/S i perioden 2013/14 - 2017/18.....	46
Tabel 6 Oversigt over balance for Coloplast A/S i perioden 2012/13 - 2017/18.....	47
Tabel 7 Resultatopgørelse til analyseformål.	48
Tabel 8 Managerial balance sheet.	49
Tabel 9 Long and short term financing	50
Tabel 10 Beregnede nøgletal	52
Tabel 11 Nøgletallet operating profit margin efter regulering af hensættelser vedr. retssager	53
Tabel 12 Udvikling i gross profit.....	54
Tabel 13 Udvikling i de faste omkostninger	55
Tabel 14 Oversigt over arbejdskapitalen i analyseperioden	57
Tabel 15 Return on equity for konkurrenten Convatec	61
Tabel 16 Budgettering af omsætningen.....	64
Tabel 17 Budgettering af omkostninger.....	66
Tabel 18 Varelagerets omsætningshastighed.	68
Tabel 19 Budgettering af varelageret.....	69
Tabel 20 Gennemsnitlige debitordage	70
Tabel 21 Gennemsnitlige kreditordage.....	70
Tabel 22 Budgettering tilgodehavender fra salg	71
Tabel 23 Budgettering varekreditorer.....	71

Tabel 24 Budgettering immaterielle anlægsaktiver	73
Tabel 25 Budgettering materielle anlægsaktiver	73
Tabel 26 Beregning af market value added.....	78
Tabel 27 Fordeling af beregnet market value added	78
Tabel 28 Beregning af arbejdskapitalen	79
Tabel 29 Beregning af frit cash flow	80
Tabel 30 Nutidsværdi af terminalværdi	81
Tabel 31 Beregning enterprise value	81
Tabel 32 Opgørelse af værdien af egenkapitalen.....	82
Tabel 33 Beregning af aktieværdi.	82
Tabel 34 Ændring i vækstfaktor kontra WACC	83
Tabel 35 Ændring i fremmedkapitalomkostninger kontra egenkapitalomkostninger.	84
Tabel 36 Beregning udsving i aktieværdien	85
Tabel 37 Ændring i risikopræmie kontra betaværdien	86
Tabel 38 Beregning udsving i aktieværdien	86
Tabel 39 Ændring i frit cash flow kontra WACC	87
Tabel 40 Price to earnings ratio	89
Tabel 41 forventede 5-years average price to earnings ratio	90
Tabel 42 Værdiansættelse Coloplast A/S med price to earnings ratio på 43,16.....	90

2. English summary

The purpose of this project was to compute an estimated assessment of the market value of Coloplast A/S as of September 30th 2018.

To make the valuation of the market value possible, the project contains a strategic and accounting analysis. The strategic analysis highlighted that Coloplast A/S has good market positions in all four of the markets Coloplast A/S operates in. Furthermore, the strategic analyses highlighted that Coloplast A/S also has many value-adding activities which provides competitive advantages. The future of Coloplast A/S seems positive and profitable, due to increasing age burden and improving living standards in the world. On the other hand, the development in medical science and the development in grants from the health authorities might have a negative effect on Coloplast A/S in the future. The accounting analysis highlighted that Coloplast A/S has performed economically well in the analysis period of five years. The economically positive performance has resulted in positive key figures. On the negative side, the revenue in the analysis period has grown 32% while costs have grown 37%.

As basis for the valuation, a budget with a period of ten years was compiled. The compiled budget is discounted by the calculated WACC. The calculated WACC is based on several speculative variables that have been subject to a sensitive analysis.

In the project, it was illuminated that the Coloplast A/S stock is underestimated. The stock value on the stock market as of September 30th 2018 was 656.80 DKK. The computed discounted cash flow assessment of Coloplast A/S has shown that the theoretical valuation of a Coloplast A/s stock as of September 30th 2018 is 762.88 DKK. To support the computed estimation of the stock value a multiple estimation has been made. The multiple estimation also supports the fact that the stock value on the stock market is underestimated.

3. Indledning

Verdensmarkedet har de seneste årtier været præget af en markant globalisering. Denne globaliseringsproces har påvirket verdensmarkedet både politisk, kulturelt og økonomisk med en stor integration i verdenssamfundet. Globaliseringen har presset virksomhederne på verdensmarkedet til konstant, at forbedre konkurrenceevnen for, at opretholde efterspørgslen på produkter eller ydelser. Den danske virksomhed Coloplast A/S har, som så mange andre virksomheder, været præget af denne tendens og har for at opretholde konkurrenceevnen været nødsaget til, at flytte produktionen ud af Danmark til lande som Ungarn og Kina.

Markedet Coloplast A/S opererer på har ligeledes oplevet en demografisk udvikling, som har medført en stigning i antal aftagere på markedet. Den stigende levestandard, som følge af globaliseringen, har resulteret i en stigende levealder. Den stigende levealder samt den generelle livsstil har konsekvenser for befolkningen, som udvikler livstilssygdomme i højere grad end tidligere. Coloplast A/S er indenfor medicobranschen en væsentlig aktør, hvorfor virksomheden bør kunne drage nytte af denne udvikling.

Det findes interessant hvorvidt Coloplast A/S følger tendenserne for det samlede OMXC20 indeks eller som følge af, at være en nødvendighedsvarer følger egne tendenser. Coloplast A/S B-aktien er en af Danmarks mest handlede aktier, da aktien er inkluderet i OMXC20. OMXC20 er en oversigt over de 20 mest handlede aktier¹. Coloplast A/S aktien har været børsnoteret siden år 1983².

¹ <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omx-c20-cap>

² https://www.coloplast.com/Documents/Investor%20Relations/Annual%20reports/DK/Aarsrapport_2000-01_20DK.pdf



Figur 1 Aktiekurser for Coloplast A/S B-aktie for de seneste 5 år³.



Figur 2 Gennemsnitlige aktiekurser for OMXC20 aktier for de seneste 5 år⁴.

Af ovenstående figurer fremgår det, at Coloplast A/S B-aktien har en lavere markedsværdi end den gennemsnitlige værdi for OMXC20 aktier. Set i forhold til, at Coloplast A/S producerer og sælger nødvendighedsprodukter, sættes der spørgsmålstegn ved, hvorvidt denne aktiekurs er en korrekt afspejling af Coloplast A/S' markedsværdi. Det findes derfor interessant, at undersøge en teoretisk markedsværdi beregnet med afsæt i strategiske analyser for så vidt muligt, at belyse værdien af Coloplast A/S.

³

<https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/kursdata.html?identifier=3203&marketplace=14&inhibitTrade=1>

⁴ <https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/marknadsoversikt/marknadsoversiktDK.html>

4. Problembeskrivelse

Har Coloplast A/S' strategiske valg sikret effektivitet i særklasse og dermed påvirket udviklingen i markedsværdien positivt? Kan de interne og eksterne forhold belyses i en beregnet teoretisk værdiansættelse af den korrekte markedsværdi pr. 30. september 2018? Kan det afspejles af markedsværdien, at Coloplast A/S producerer produkter, som er en nødvendighedsvarer og ikke en luksusvarer og dermed alt andet lige ikke følger den generelle udvikling i markedsværdier?

Ovenstående problemstilling har udmøntet sig i nedenstående problemformulering med tilhørende underspørgsmål.

5. Problemformulering

Hvad er den teoretiske værdiansættelse af Coloplast A/S pr. 30. september 2018 og afspejler børs-værdien for den samme dato den beregnede teoretiske værdiansættelse?

Ovenstående problemformulering vil blive besvaret gennem nedenstående underspørgsmål:

- Hvilke strategiske forhold giver værdi for Coloplast A/S?
- Hvordan har Coloplast A/S' økonomiske udvikling været igennem årene?
- Hvad er værdien af Coloplast A/S efter discounted cash flow beregningsmetoden?

6. Afgrænsning

Afsnittet er til for, at gøre læseren opmærksom på, hvilke områder den opstillede problemformulering kunne give anledning til at løse, men som i denne afhandlingsprojekt ikke bliver behandlet.

For at komme i mål med de interne og eksterne strategiske analyser af Coloplast A/S, kan der anvendes utallige modeller. Anvendte modeller i opgaven er vurderet tilstrækkelige til, at afdække grundlaget for værdiansættelsen. Dermed afgrænser afhandlingsprojektet sig fra yderligere strategiske modeller end de i opgaven foretagne.

Regnskabsanalysen, som ligger til grund for budgettering for de kommende ti regnskabsår, udarbejdes primært på baggrund af Coloplast A/S's seneste fem aflagte årsrapporter. Dog anvendes årsrapporten fra 2012/13 til beregning af relevante nøgletal. Regnskabsanalysen afgrænses til de seneste fem aflagte årsrapporter af hensyn til opgavens omfang. Projektets regnskabsanalyse afgrænser sig desuden fra den skattemæssige behandling af årsrapporten samt skattelovgivningen herom.

Til beregning af værdiansættelsen vil der blive anvendt metoder og almindelig fagterminologi, der er blevet formidlet på HD-studiet. Der vil på baggrund af regnskabsanalysen og den strategiske analyse blive udarbejdet et budget for kommende ti år, hvoraf disse beregninger er foretaget med udgangspunkt i modeller undervist på HD-studiet. Yderligere er disse beregninger foretaget ud fra et skønsmæssigt syn påvirket af udfaldet af regnskabsanalysen. Til grund for beregningen af værdiansættelsen skal fastsættes en diskonteringsfaktor. Disse beregninger har udspring i relevante oplysninger til, at afdække værdiansættelsen.

Til ovenstående afgrænsede strategiske analyse og værdiansættelse fokuseres der på Coloplast A/S som helhed, hvorfor afhandlingsprojektet vil tage afsæt i den samlede koncern. Der vil dermed ikke ske en opdeling af selskabets forskellige forretningsområder og produkter.

7. Metode

Dette metodeafsnit er til for, at klarlægge afhandlingsprojektets fremgangsmåde og metodikker. Afsnittet er ligeledes til for, at give en bedre indsigt i hvilke overvejelser, som ligger til grund for opstillede problemformulering. Afslutningsvis opstilles afhandlingsprojektets struktur for, at skabe et bedre overblik.

7.1. Metodevalg

Afhandlingsprojektet vil blive baseret på sekundære data herunder kvalitative og kvantitative data. Inden anvendelse af indhentet data, vil der blive foretaget en kvalitetssikring, for på den måde, at opnå troværdighed, reliabilitet og validitet til den anvendte teori og empiri. Afhandlingsprojektet vil primært blive udarbejdet ud fra den deduktive metode med elementer fra den induktive metode⁵.

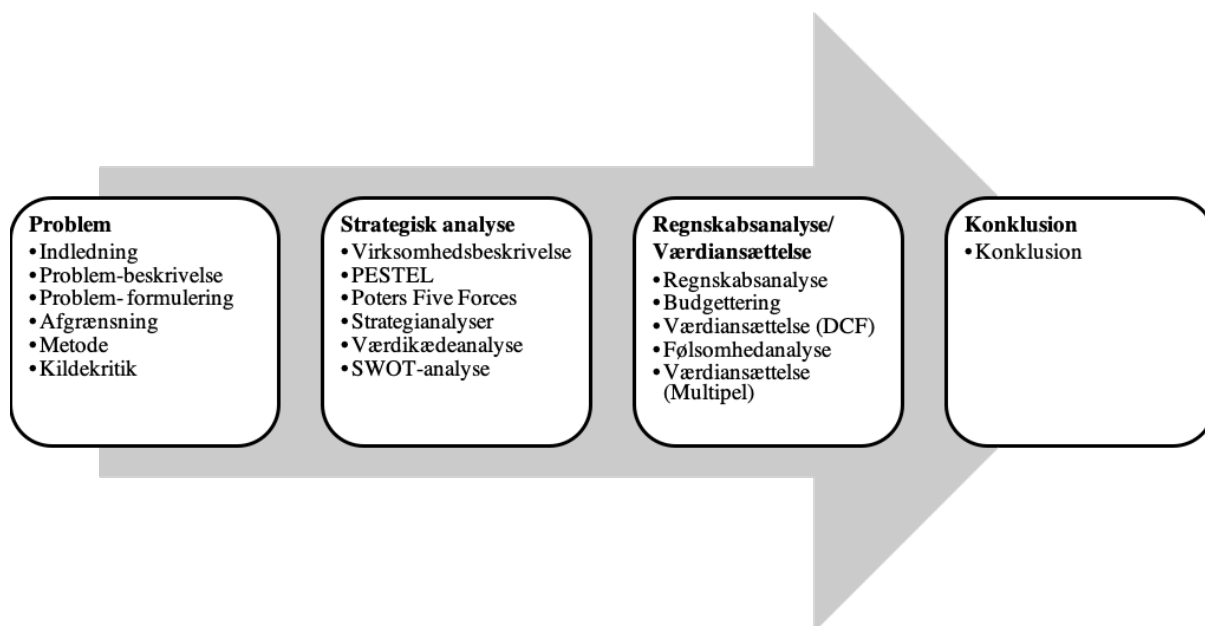
Afhandlingsprojektet vil primært gøre brug af objektive kilder, i det omfang det er muligt. Det er dog klart, at informationer fra Coloplast A/S kan indeholde subjektive informationer. Kvalitetssikringen af indsamlede data sikres ved, at forholde sig kritisk til det indsamlede data. Der vil igennem hele afhandlingsprojektet fremkomme kildereferencer til indhentede informationer og andet materiale. Der vil i afhandlingsprojektet udelukkende blive arbejdet med anerkendte metoder og modeller, hvormed der opnås en forståelse for resultaterne og muliggør kritisk, at vurdere disse.

⁵ <http://hvadvilduvide.dk/metode/induktion-og-deduktion/>

Afhandlingsprojektet tager udgangspunkt i virksomheden Coloplast A/S. Indhentede data og information om denne virksomhed er sket gennem offentligt tilgængeligt materiale, som er tilgængelig via desktop research. Der er dermed ikke taget personlig kontakt til virksomheden, hvorfor afhandlingsprojektet ikke indeholder fortrolige oplysninger.

7.2. Opgavens struktur

Strukturen i afhandlingsprojektet kan opdeles i fire nedenstående hovedgrupper.



Figur 3 Opgavens struktur.

Som det fremgår af ovenstående figur, vil der indledningsvis blive defineret en problemstilling, der i afhandlingsprojektet skal forsøges besvaret. Ligeledes er afhandlingsprojektets afgrænsning og den anvendte metode med til, at besvare den opstillede problemformuleringen.

Efterfølgende bliver der i afhandlingsprojektet foretaget en strategisk analyse af de interne og eksterne forhold for Coloplast A/S. De eksterne strategiske analyser vil igennem PESTEL-analysen og Porters Five Forces forsøge, at afdække udefrakommende faktorer som Coloplast A/S er påvirket af og som har en eventuel påvirkning på værdiansættelsen af Coloplast A/S. PESTEL-analysen belyser, hvilke samfundsøkonomiske forhold virksomheden påvirkes af. Porters Five Forces analysen er en brancheanalyse, som tydeliggør konkurrencesituationen i branchen.

De interne strategiske analyser vil igennem strategianalyser samt værdikædeanalyse afdække Coloplast A/S' konkurrencestrategi samt konkurrencemæssige fordele på markedet. Analyse af

Ansoffs vækststrategier afklarer, hvilken strategi Coloplast A/S fremadrettet bør benytte for at opnå størst mulige markedsandele. Denne analyse sammenholdes med en analyse af Porters konkurrencestrategier, som afklarer hvilke produkter Coloplast A/S bør fokusere på. Værdikædeanalysen anvendes til, at belyse virksomhedens værdiskabende aktiviteter og herunder kernekompetencer. Forudgående strategiske analyser samles til sidst i en SWOT-analyse, som belyser Coloplast A/S' stærke og svage sider samt muligheder og trusler.

I afhandlingsprojektets næste fase bliver der foretaget en regnskabsanalyse på baggrund af virksomhedens seneste fem årsrapporter. Denne regnskabsanalyse skal danne grundlag for udarbejdelse af budgettering for de kommende ti regnskabsår. Udarbejdede budget skal anvendes i DCF-modellen, som er en værdiansættelsesmetode, hvor man tilbagediskonterer forventede fremtidige cash-flow. I lighed med beregning af budget skal Coloplast A/S' vægtede kapitalomkostninger beregnes, da disse anvendes til den endelige værdiansættelses beregning. Den teoretiske beregnede værdiansættelse vil herefter undergå en følsomhedsanalyse. Formålet med følsomhedsanalysen er, at vise hvor meget et parameter ændre sig, såfremt andre parametre ændre sig. Sidst beregnes en værdiansættelse via multipler. Denne værdiansættelsesmetode sammenholdes med foretagne værdiansættelse via DCF-modellen, for at skabe sikkerhed for denne beregning.

Sluttelig vil afhandlingsprojektet indeholde en konklusion, som skal besvare den indledningsvise opstille problemformulering.

8. Kildekritik

Afhandlingsprojektet baseres på information og data fra tre hovedkategorier. Disse tre hovedkategorier er vurderet til, at have hver deres validitet. Ingen af kategorierne er vurderet ikke-valide og dermed uegnet til, at ligge til grund for afhandlingsprojektet. De tre kategorier er nedenfor listet i rang efter validitet, hvor kategorien med størst validitet altid vil gå forud for mindre valide kategorier.

Den mest valide kategori er modeller og teorier fra lærebøger på HD-studiet i regnskab og økonomistyring på Aalborg Universitet. Der er dermed tale om anerkendte akademiske modeller og teorier, som i afhandlingsprojektet ikke vil blive skævvredet og dermed ikke påvirke den objektive konklusion.

Den næst mest valide kategori er informationer, som er indhentet til primært de strategiske analyser samt regnskabsanalysen og budgettering. Der er hermed tale om informationer leveret af Coloplast A/S selv igennem årsrapporter og informationer på egen hjemmeside. Der er fra Coloplast A/S ledelsesberetninger indhentet store mængder informationer og der skal i den forbindelse understreges, at der i ledelsesberetninger ikke må skrives informationer som er forkerte, dog vil de bære præg af, at være subjektive.

Den mindst valide kategori er øvrige eksterne kilder som eksempelvis artikler fra anerkendte aviser, herunder blandt andet Børsen, MediaWatch mv. Ved brug af disse informationer tages der hensyn til, at disse kan indeholde en subjektiv politisk holdning. Dog anvendes informationer fra denne kategori til, at underbygge allerede indsamlet informationer anvendt i afhandlingsprojektets analyser.

9. Kritik af modeller

9.1. Kritik af PESTEL

Ved anvendelsen af en PESTEL-analyse kan der oftest kun opnås en begrænset akkurathed grundet en formindsket mulighed for, at anskaffe de nødvendige informationer. Informationerne til brug for en PESTEL-analyse er i høj grad præget af offentlig tilgængelige informationer, og derfor indgår ikke interne og ikke-offentliggjorte informationer ej i analysen. PESTEL-analysen vil derfor kun give en overordnet analyse af de eksterne forhold på markedet. Dertil giver PESTEL-analysen heller ikke anledning til, hvordan de eksterne forhold skal håndteres.

PESTEL-analysen er baseret på fortiden, hvorfor der kan argumenteres med hvorvidt, analysen kan bruges til at spå fremtiden. Dog kan de historiske begivenheder påvirke valg, der foretages i fremtiden, og derfor er det stadig vigtig, at Coloplast A/S kender sin fortid, for at kunne agere på fremtidige udfordringer.

PESTEL-analysen baseres på informationer/forhold, som hele tiden er i bevægelse. Derfor vil PESTEL-analysen være meget tidskrævende, at vedligeholde for at være brugbar i virksomheden. Risikoen for informationsfejl er større i PESTEL-analysen sammenlignet med de interne analyser grundet den svage detaljeringsgrad i informationerne.

PESTEL-analysen kan som udgangspunkt heller ikke stå alene, når der er tale om en hel omverdens-model. Dette skyldes, at modellen kun tager højde for nogle faktorer fra fjernmiljøet, som kan påvirke Coloplast A/S. Modellen bruges derfor, som et værktøj til, at give en overskuelig opstilling af Coloplast A/S' fjernmiljø.

9.2. Kritik af Porters Five Forces

Porters Five Forces giver et meget simplificeret billede, af et givet marked på et givet tidspunkt. Modellen kan være svær at præcisere nok til, at den vil være nyttig for en virksomhed. Porters Five Forces består af en række forhold, som kan være meget uforudsigelige, hvorfor modellen ikke vil kunne bruges fuld ud, til at vurdere hvor attraktivt eller ej et marked er. Modellen anses derfor, som værende en statisk model.

Hertil gør det sig gældende, at modellens fem faktorer vægtes lige meget, hvilket ikke altid gør sig gældende. Her kan der f.eks. argumenteres for, at Coloplast A/S' kunder vægtere mere end potentielle indtrængere.

Ligeledes gør det sig gældende, at modellen som udgangspunkt er henvendt til virksomheder, som producerer eller leverer et fysisk/håndgribeligt produkt. Dette vurderes ud fra, at modellen flere steder tager udgangspunkt i det fysiske produkt eller dets leverandører. Dette kan dog siges, at passe fint til Coloplast A/S, da der her er tale om en produktionsvirksomhed. Dog har Coloplast A/S også en servicedel, som derfor ikke som udgangspunkt medanalyseres i Porters Five Forces.

9.3. Kritik af Ansoffs Vækstmatrice

Ansoffs vækstmatrice kan være meget præget af subjektivitet. Dette kan henledes til, at det oftest er en subjektiv argumentation for, om det f.eks. vurderes, at der er tale om et nyt produkt eller et nyt marked. Derfor afhænger denne model meget af, hvordan der bliver argumenteret for et valg af vækststrategi. Dertil kan det ligeledes være vanskeligt, at finde dokumentation for, hvilken vækststrategi den givne virksomhed benytter sig af. Derfor bliver modellen oftest udarbejdet ud fra en række subjektive skøn af forfatterne. Dette bevirker, at konklusionen af modellen kan variere fra forfatter til forfatter.

9.4. Kritik af Porters konkurrencestrategier

Grundprincippet i Porters konkurrencestrategier er, at en virksomhed bør vælge én af de fire strategier, for at skabe de største fordele og ikke ende som "stuck-in-the-middle". Dog kan der argumenteres for, at Porters konkurrencestrategier er lidt forældet, idet der er sket meget i samfundet siden 1980'erne. I nutidens samfund kan det vises, at det kan være en fordel at satse på to konkurrencestrategier. Dette kan f.eks. være, at have et differentierende/unikt produkt og stadig have lave omkostninger herpå. Dette kan tilbageledes til den teknologiske udvikling, hvilket har resulteret i, at virksomheder kan producere deres produkter mere optimalt og derved billigere.

Ligeledes kan modellen give anledning til en række subjektive fortolkninger af, hvilken konkurrencestrategi en given virksomhed benytter sig af.

9.5. Kritik af Porters værdikædeanalyse

Porters værdikædeanalyse er bygget op efter en gammel forståelse for, hvordan en produktionsvirksomhed grundlæggende er bygget op. Værdikædeanalysen deler virksomheden op i en række faste aktiviteter, som virksomheden følger fuldt ud. Dette gælder, at produktionsvirksomheden i den ene ende står med en råvare som bearbejdes og i sidste ende står som et færdigt produkt.

Værdikædeanalysen tager ikke hensyn til den dynamik, som der kan skabes mellem de forskellige aktiviteter. I stedet anslår værdikæden, at værdien for produktet skabes i de enkelte "kasser" og ikke som en sammensætning af de forskellige aktiviteter.

9.6. Kritik af SWOT

SWOT-analysen tager udgangspunkt i de tidligere foretagne analyser og afhænger derfor af grundigheden i disse. Derfor vil resultatet af denne analyse, aldrig blive bedre end resultatet af de foregående analyser.

10. Kort virksomhedsbeskrivelse

Coloplast A/S er et børsnoteret aktieselskab med hovedsæde i Danmark. Coloplast A/S har i flere år lagt i C20-indekset, og har dermed været en af de mest handlede aktier på den danske aktiebørs⁶. Coloplast A/S har 51 datterselskaber.⁷ Coloplast A/S' datterselskaber består først og fremmest af en lang række salgsvirksomheder, som har til formål, at sælge og markedsføre Coloplast A/S' produkter, herunder Coloplast Danmark A/S, som sælger og markedsfører produkterne i Danmark og på Island.⁸ Herudover varetager en del af datterselskaberne produktionen af Coloplast A/S' produkter, herunder findes der bl.a. produktion i Ungarn, USA og nyest er der i opkøbt en grund i Costa Rica, hvor der i 2020 forventes, at stå nye produktionsfaciliteter færdige. Herudover påbegyndte Coloplast A/S i 2017/18 også lukningen af produktionen i Thisted, som et led i deres "Global Operations Plan 4"⁹.

Coloplast A/S' historie starter helt tilbage i 1954, hvor sygeplejerske Elise Sørensen udtænkte idéen til verdens første selvkøbende stomipose. Grundlaget for Elises idé opstod, da hendes søster Thora var blevet stomiopereret og frygtede, som mange andre stomiopererede, lækage fra sin stomi. Ud fra Elises idé skabte civilingeniør og plastikfabrikant Aage Louis-Hansen og hans hustru sygeplejerske Johanne Louis-Hansen¹⁰ den selvkøbende stomipose. Coloplast A/S har siden hen udvidet deres forretning, og i dag producere Coloplast A/S produkter/hjælpemidler til stomi, kontinens, hud- og sårbehandling og urologi¹¹.

Virksomhedens direktion består af administrerende direktør Kristian Villumsen og koncerndirektør Anders Lonning-Skovgaard.¹² Coloplast A/S beskæftiger i dag omkring 12.000 medarbejdere fordelt over hele verden.

Coloplast A/S' mission er "at gøre livet lettere for mennesker med behov inden for intim sundhedspleje". Coloplast A/S udvikler produkter, som skal gøre livet lettere for personer, som lider af en

⁶ https://borsen.dk/kurser/danske_aktier/c20.html

⁷ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁸ <https://www.coloplast.dk/kontakt-coloplast-danmark/hvem-er-vi/om-coloplast/>

⁹ Ibid

¹⁰ Ibid

¹¹ https://www.coloplast.dk/kontakt-coloplast-danmark/hvem-er-vi/om-coloplast/#section=Historien-bag-vores-brand_426915

¹² <https://www.coloplast.com/about-coloplast/management1/>

meget personlig og privat lidelse¹³. Coloplast A/S' vision er "at sætte den globale standard for at lytte og handle". Coloplast A/S vil lytte til deres kunder, som bruger deres produkter, og dernæst handle på dette for at opnå deres mission¹⁴.

11. Eksterne analyser

I det kommende afsnit, indeholdende eksterne strategiske analyser af Coloplast A/S, vil eksterne forhold, som påvirker Coloplast A/S fra omverdenen blive belyst. Den eksterne strategiske analyse indeholder en PESTEL-analyse samt Porters Five Forces. Formålet med de eksterne strategiske analyser er, at identificere hvilke forhold, som er relevante for Coloplast A/S, at forholde sig til i fremtiden og eventuelle forhold, som har en direkte påvirkning på værdiansættelsen af Coloplast A/S.

11.1. PESTEL-analyse

I en strategisk analyse er det vigtigt, at kortlægge de udefrakommende faktorer fra omverdenen, som kan påvirke Coloplast A/S. Til dette formål anvendes en PESTEL-analyse, som tager udgangspunkt i de politiske, økonomiske, sociale og kulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold. Med denne analysemodel kommer man hele vejen rundt om de faktorer, som kan have en betydning for Coloplast A/S. Der er udeladt underkategorier, som vurderes værende uden betydningsmæssig værdi.

11.1.1. Politiske forhold

Coloplast A/S kan være meget afhængige af de politiske forhold og beslutninger, der bliver taget i et land. Rundt omkring i verden findes der mange forskellige sundhedspolitikker, hvilket kan have en stor betydning. Størstedelen af Coloplast A/S' produkter leveres til hospitaler, institutioner, grossister og apoteker, hvorimod kun en lille del af produkterne leveres direkte til brugerne på nogle få markeder.¹⁵

Sundhedsmyndighederne er styret af de politiske beslutninger, som bliver taget i det pågældende land, og dermed kan disse beslutninger også påvirke Coloplast A/S. Dette kan f.eks. være ændringer i tilskud, der ydes til Coloplast A/S' produkter på de fleste markeder.¹⁶ F.eks. kunne man i 2017/18 se, at en ny sundhedsreform i Grækenland resulterede i et øget prispres på op til 1%, som påvirkede

¹³ <https://www.coloplast.dk/kontakt-coloplast-danmark/hvem-er-vi/om-coloplast/#section=Mission-426922>

¹⁴ <https://www.coloplast.dk/kontakt-coloplast-danmark/hvem-er-vi/om-coloplast/#section=Vision-426923>

¹⁵ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

¹⁶ Ibid

væksten i Coloplast A/S negativt. Et estimat fra Coloplast A/S er, at sundhedsreformer og pris påvirker væksten med op til -1% om året.¹⁷

En sundhedsreform kan også påvirke Coloplast A/S i en positiv retning. Dette så man f.eks. i årsrapporten for 2016/17, hvor der i Japan, Sydkorea og Australien blev introduceret nye tilskudskategorier indenfor kontinens, som havde en positiv påvirkning af vækstfaktoren i 2016/17.¹⁸

De politiske beslutninger kan også betyde, at Coloplast A/S skal presse prisen helt generelt. Det er set inden for sundhedssektoren, at der ikke findes forbrugerpræferencer, men at der udelukkende tages hensyn til prisen, når der forhandles aftaler om levering af medicinsk udstyr mv.

Derudover er Coloplast A/S også meget afhængige af bestemmelser og lovgivning, der findes på området for medicinsk udstyr. De lokale sundhedsmyndigheder på de forskellige markeder har forskellige bestemmelser og love om, hvad Coloplast A/S' produkter skal overholde. Disse bestemmelser og retningslinjer kan f.eks. være FDA i USA og den nye EU-forordning om medicinsk udstyr.¹⁹ Herunder er Coloplast A/S også påvirket af den nye persondatalovgivning GDPR.

11.1.2. Økonomiske forhold

Alt andet lige bør Coloplast A/S teoretisk set ikke blive påvirket af konjunkturer i verdensøkonomien på nogle af deres indsatsområder. Dette skyldes, at Coloplast producerer medicinske produkter, som for nogle er en nødvendighedsvarer. Derfor køber forbrugerne stadig produkterne selvom de har et mindre rådighedsbeløb pga. lavkonjunktur. Dog kan nogle af Coloplast A/S' produkter være et supplement eller et produkt, som gør arbejdet/hverdagen nemmere. Disse produkter vil alt andet lige blive mere påvirket af en lavkonjunktur ned nødvendighedsvarerne.

Dog findes der stadig økonomiske forhold, som kan påvirke Coloplast A/S. F.eks. oplevede Coloplast A/S i 2017/18 at omsætningen blev påvirket negativt af et fald i værdien af især den amerikanske dollar og den argentinske peso mod den danske krone.²⁰

Helt generelt er Coloplast A/S påvirket af prisniveauet i de pågældende lande, hvor virksomheden opererer. Dette gælder især lønniveauet i de lande, hvor Coloplast A/S har sin produktion. Det har

¹⁷ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

¹⁸ Coloplast A/S årsrapport 2016/17

¹⁹ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

²⁰ Ibid

også fået virksomheden til, at reagere på et forhøjet lønniveau i Danmark, hvor man, som respons på dette, har valgt at lukke produktionen i Thisted og satse mere på volumenproduktion i bl.a. Ungarn og Costa Rica.²¹

Derudover kan lavkonjunkturer også betyde, at et vilkårligt land skal spare. Disse besparelser kan gå ud over sundhedsmyndighederne, som derved vedtager nye sundhedsreformer, som har til formål, at spare på f.eks. hospitaler mv. og derved påvirke Coloplast A/S' afsætning af deres produkter. Coloplast A/S udtaler også selv, at sundhedsreformer koster Coloplast A/S' 1% vækst i omsætningen om året.

11.1.3. Sociale og kulturelle forhold

Demografien i verden viser en generel forøgelse af levealderen. Befolkningen bliver ældre end nogensinde. En undersøgelse fra 2012 viser, at verdens befolkning gennemsnitlig lever ti år mere end i 1970.²² Dette kan være en fordel for Coloplast A/S, da det ofte er den ældre generation, som udvikler kroniske lidelser. Coloplast A/S udtaler også selv, at drivkraften i deres markeder er den voksende ældrebefolkning.²³ Hertil kan det tilføjes, at Coloplast A/S' konkurrent Convatec også forventer, at ældrebefolkningen stiger i fremtiden. Heraf udtaler de sig, at befolkningen over 60 år forventes at stige fra 0,9 mia. til 2,1 mia. i 2050.²⁴

Tendenser viser, at danskerne bliver mere optaget af, at forkæle sig selv, og at leve aktivt.²⁵ Danskerne sætter pris på kvalitet og er derfor også villig til, at betale for et mere kvalitetsbevidst valg. Dette kan Coloplast A/S drage nytte af. Coloplast A/S kan forbedre hverdagen for de folk, som lever med en lidelse, der kan forhindre dem i, at udleve sine drømme fuldt ud. Coloplast A/S kan hjælpe de lidelsesramte, så de også kan komme ud og rejse og springe bungy jump mv. Det antages, at udviklingen i befolkningens værdier også gør sig gældende i andre lande.

Coloplast A/S blev i marts 2019 indstillet til en Danish Design Award for en stomipose designet til børn. Ved udviklingen af stomiposen er der taget hensyn til, at børn har større bevægelse- og aktivitetsniveau.²⁶ Dette giver også en indikation på, at en stomipose ikke længere bare anses som en

²¹ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

²² <http://videnskab.dk/kort-nyt/global-levealder-er-steget-med-ti-ar>

²³ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

²⁴ Convatec Annual Report and Accounts 2018

²⁵ <https://365design.dk/analyser/ny-indsigt-danskerne-forkaeles-dirigerer-forbruget-nye-retninger/>

²⁶ Dreyer-Andersen, Benita: *Mere end møbler: Godt design er også i stomiposer*, Plastforum, 20. marts 2019

stomipose. Den skal være unik, og der skal kunne vælges imellem forskellige typer, som passer til den enkelte bruger.

11.1.4. Teknologiske forhold

Teknologien i verden udvikler sig med lynets hast. Alle skal holde tungen lige i munden for, at følge med, og dette gælder også Coloplast A/S. Coloplast A/S skal være på forkant af sine konkurrenter, og være den første med nye tiltag samt produkter. Teknologiens udvikling bevirker, at der bliver opfundet nye materialer og måder, at formindske de lidelsesramtes lidelser på. Dertil er det også hele tiden vigtig, at de forbedrer deres nuværende produkter, så de lever op til de nyeste standarder samt teknologier.

Grundet den stigende globalisering, ligger kompetencerne ikke længere blot i nogle få lande, men spredt over næsten hele verden. Derfor skal Coloplast A/S også holde øje med udviklingen af den teknologiske viden i andre lande, så de altid er et skridt foran.

Den stigende teknologi og forskning heri, betyder også, at der opfindes nye kure og behandlingsmåder. Fremskridt inden for lægevidenskaben betyder, at der opfindes nye kirurgiske indgreb og medikamenter, som kan forhindre, at en patient f.eks. skal have stomi. Ifølge Coloplast A/S har dette en negativ virkning på deres markedsvækst,²⁷ og ses derfor, som en udfordring for Coloplast A/S' videre formåen. Den nye lægevidenskab kan også på længere sigt betyde, en lavere prissætning på Coloplast A/S' produkter, idet efterspørgslen herpå falder, og derved kan prisen også falde.

11.1.5. Miljømæssige forhold

Coloplast A/S forurener miljøet ligesom alle andre produktionsvirksomheder. Coloplast A/S udleder CO₂, når deres materialer skal fremstilles og bearbejdes. I følge Coloplast A/S arbejder de for, at minimere deres miljøpåvirkning ved bl.a. at reducere energiforbruget, øge forbrug af elektricitet fra vedvarende energikilder, reducere lufttransport, og øge genanvendelsen af affald.²⁸

Coloplast A/S skriver også på deres hjemmeside, at de følger og rapportere FN Global Compacts 10 principper. Herunder henvender princip 7, 8 og 9 sig til miljøet.²⁹

²⁷ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

²⁸ Ibid

²⁹ <https://globalcompact.dk/de-10-principper/>

Hertil foreligger der også en række bestemmelser fra EU-lovgivningen omkring miljøpåvirkning mv. Dette gælder bl.a. affaldshåndtering og luftforurening mm.³⁰

Der ses ligeledes en tendens i befolkning - forbrugerne går mere op i miljøet end tidligere. Især den danske befolkning tænker meget over, hvad de køber, og her går de op i miljøet. Den danske forbruger går op i økologi, bæredygtighed og genbrug.³¹ Derfor ses det også, som en styrke, at Coloplast A/S forsøger at forbedre deres miljømæssige profil.

Coloplast A/S har også en række ISO-certificeringer, herunder bl.a. ISO 14001, som har fokus på miljøledelse.³² Tilbage i 2015 fik Coloplast A/S også en tilkendegivelse af deres klima- og energiindsats i form af Energi- og Miljøprisen fra Energiforum Danmark. Prisen blev givet grundet en opnået reduktion af CO₂-udledningen på 7% på produktionsanlæggene i Danmark, Ungarn, USA og Kina.

11.1.6. Lovmæssige forhold

Coloplast A/S er meget afhængig af den forskelligartede lovgivning, der findes på markedet. Coloplast A/S arbejder med produkter, som der oftest anses som et lægemiddel, og derfor skal produkterne oftest godkendes, inden de må sælges på et bestemt marked. Coloplast A/S skal derfor hele tiden være opmærksom på, om der kommer ny lovgivning på området og om kravene til et produkt ændres. Dette gælder f.eks. FDA i USA, som stiller en række krav og skal godkende bl.a. Coloplast A/S' produkter, før de kan sælges på det amerikanske marked. Hertil kommer også EU-forordning for medicinsk udstyr, hvor igen størstedelen af Coloplast A/S' produkter skal leve op til denne forordning for at måtte sælges i Europa.³³ Disse bestemmelser og krav er til for, at øge patientsikkerheden i det pågældende land. Coloplast A/S vurderes, at stå med en konkurrencemæssig fordel, idet virksomheden i mange år har haft stor fokus på patientsikkerheden i deres produkter.

Det sker til tider, at Coloplast A/S får dårlig omtale af deres produkter f.eks. grundet en bivirkning fra et af deres produkter. I 2011 startede en lang række sager mod Coloplast A/S samt en lang række andre producenter af transvaginale net. De transvaginale net hjælper kvinder med nedsunket underliv, men produktet har givet bivirkninger på de kvinder, som har fået indopereret nettet. Der har siden 2011 kørt en massiv mediekritik af producenter, herunder Coloplast A/S. Dog beskytter

³⁰ https://eur-lex.europa.eu/summary/chapter/environment.html?root_default=SUM_1_CODED=20&locale=da

³¹ <https://mst.dk/service/nyheder/nyhedsarkiv/2017/sep/forbrugerne-taenker-groent-naar-de-handler/>

³² <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/e8ed2792-631b-40d4-9346-4513a2bfcaf9>

³³ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

Coloplast A/S sig selv ved at samarbejde med FDA. Dette har været en lang og omkostningsfuld proces for Coloplast A/S og processen er ikke slut endnu.³⁴

11.1.7. Delkonklusion

Ud fra ovenstående analyse vurderes det, at særligt de politiske, teknologiske samt de sociale og kulturelle forhold vil kendetegne Coloplast A/S' fremtidige formåen.

De politiske forhold har meget at sige i forhold til prissætningen samt efterspørgslen på Coloplast A/S' produkter. Dette skyldes, at politiske beslutninger kan ligge til grund for tilskudsaftaler til deres produkter. Generelt kan nye eller ændrede sundhedsreformer afspejles i Coloplast A/S' efterspørgsel. Derfor er Coloplast A/S meget afhængige af, at reformerne vil give tilskud til bl.a. Coloplast A/S' produkter.

Derudover ses en udvikling i, at den ældre befolkning bliver større, hvilket øger Coloplast A/S' kundegrundlag. Den ældre befolkning har en større tendens til, at udvikle kroniske sygdomme, hvortil Coloplast A/S har produkter, som kan gøre livet nemmere.

Dernæst ses en trussel i den teknologiske udvikling i verden. Lægevidenskaben bliver større og større, og der findes mange nye kirurgiske indgreb og behandlingsmetoder, som kan gøre Coloplast A/S' produkter overflødige. Et større gennembrud inden for lægevidenskaben kan derfor betyde en stagnerende efterspørgsel på deres produkter.

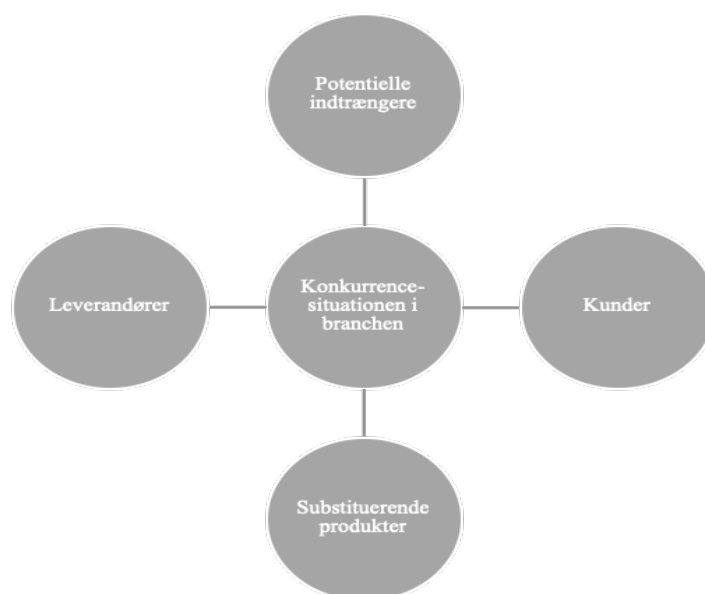
11.2. Porters Five Forces

Porters Five Forces bruges til, at analysere og klarlægge branchen. Herunder bruges analysen til at analysere forhold, som gør sig gældende på markedet og forhold som kan påvirke konkurrencesituationen i branchen³⁵.

³⁴ Rønning-Andersson, Albert: *Coloplast-chef forsvarer skandaleombrust medicoudstyr...*, MedWatch, 27. november 2018

³⁵ Lynggaard, Peter: *Driftsøkonomi*, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag, side 273

Porters Five Forces er, som navnet antyder, delt op i fem faktorer, som nedenfor er illustreret:



Figur 4 Porters Five Forces³⁶.

11.2.1. Potentielle indtrængere

Markedet for medicinsk udstyr kan for nogle være attraktivt, at komme ind på. Markedets primære kundegrundlag er voksende, og ud fra Coloplast A/S' opgørelser er der stadig vækst i markedet.³⁷ Derudover stiger efterspørgslen også på nye og mere teknologiske produkter, som kan differentiere sig fra andre produkter. Endvidere ønsker befolkningen i dag oftest produkter specificeret til den enkelte bruger, og derfor søger brugerne også et større udvalg af produkterne.

Hertil kommer også, at sundhedsmyndigheder, som er Coloplast A/S største afsætningsgruppe, ikke har nogen præference for varemærker, men mere eller mindre kun ser på prisen, og selvfølgelig den dokumentation, som skal foreligge på produktet. Dette kan være en trussel for de nuværende virksomheder i branchen, idet der i østlandene, sædvanligvis kan produceres billigere. Dog har virksomhederne i branchen oftest en del af deres produktion i østlandene, og kan dermed holde priserne nede.

For at blive en del af branchen findes der en række store indgangsbarrierer. Fortrinsvis kræver det, at man har brugt en masse tid på udviklingen af et færdigt produkt, hvilket også er meget omkostningstungt. Hvis man vil trænge ind på markedet, skal man have et færdig produkt, som er klar til,

³⁶ Lynggaard, Peter: *Driftsøkonomi*, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag, side 273

³⁷ Coloplast A/S årsrapport 2018/17

at blive solgt på markedet. Herudover gælder det også, at produktet skal kunne differentiere sig på markedet, da prisen oftest vil være højere i starten af salgsprocessen. Differentieringen af produktet skal også hjælpe med, at give et konkurrencedygtigt produkt. Her vil en formodet højere pris igen gøre produktet mindre konkurrencedygtigt.

En anden stor indgangsbarrierer er også, at produktet oftest skal godkendes af sundhedsmyndighederne, som agerer på det marked, som man ønsker, at trænge ind på. Sundhedsmyndighederne stiller oftest store krav til, hvad produkterne må indeholde af f.eks. bestemte plastikarter eller særlig stoffer. Derfor kan det også betyde for produktionen, at man ser sig nødsaget til, at benytte et dyrere materiale, for at få produktet godkendt. Dette betyder, også at produktet skal godkendes for, at der ydes tilskud til produktet. Hvis man bliver godkendt til, at sælge på et specifikt marked, men ikke bliver godkendte til tilskud, bliver det utrolig svært, at opnå en konkurrencedygtig virksomhed.

For at kunne konkurrere med de garvede virksomheder i branchen, kræver det også, at prisen kan holdes nede. Dette kan med fordel gøres med stordriftsfordele. Dette har de nuværende aktører på markedet alt andet lige. Stordrift kan oftest være umuligt, hvis man er en nystartet produktionsvirksomhed. Derfor har nye indtrængere ikke de samme stordriftsfordele, og derfor vil produktionen være mere omkostningstung. Dette vil give sig til udtryk i udbudsprisen, og derved svække deres konkurrencemæssige position.

Ud fra ovenstående kan det fastslås, at indtrængningsbarriererne til branchen for medicinsk udstyr er meget høje, og svære at overgå. Dette ses naturligvis, som en fordel for de aktører, som allerede agerer i branchen, og derved er sandsynlighed for nye konkurrenter i branchen lille.

11.2.2. Kunder

Kundesegmentet i branchen er oftest business-to-business, idet Coloplast A/S udtaler sig, at deres produkter afsættes til hospitaler, institutioner, grossister og apoteker. Dog leverer Coloplast A/S også deres produkter direkte til slutbrugeren på enkelte markeder.³⁸

Efterspørgslen fra kunderne formodes, at stige i fremtiden. Flere undersøgelser viser, at verdens befolkning stiger blandt andet pga. faldende dødelig blandt børn under fem år. Ligeledes vil levealderen stige pga. bedre levevilkår³⁹, og derved vil kundegrundlaget for Coloplast A/S stige. Grundet

³⁸ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

³⁹ <https://www.dr.dk/nyheder/udland/fn-inden-2030-er-jordens-befolkning-vokset-med-en-milliard-mennesker>

de tidligere omtalte høje indtrængningsbarrierer vil udviklingen også betyde, at de nuværende aktører alt andet lige vil opleve en øget vækst i deres afsætning.

Substituerende produkter kan ligeledes påvirke kundernes forhandlingskraft. Mange opdagelser sker inden for lægevidenskaben og derved opstår der nye behandlingsmetoder, der i realiteten kan være en substituerende mulighed for f.eks. stomi, se mere i afsnit 11.2.3. Dette betyder endvidere, at sundhedsmyndigheder har alternative muligheder for, at hjælpe de skadelidte.

Det vurderes ud fra ovenstående afsnit, at kundernes forhandlingsstyrke kan ses fra to sider. På den ene side, forventes det, at efterspørgslen på produkter til at afhjælpe den skadelidte stiger, hvilket er til Coloplast A/S' fordel. Endvidere vurderes det også, at kunderne vil få flere alternativer til Coloplast A/S' produkter, og derved vil deres forhandlingsstyrke være stigende, og til dels anses, som en trussel.

11.2.3. Substituerende produkter

Lægevidenskaben er i en rivende udvikling, og der opfindes hele tiden nye behandlingsmetoder og kirurgiske indgreb. Dette bevirker, at der i fremtiden formentlig vil fremkomme flere alternativer til f.eks. stomiposen. Fremskridtene i lægevidenskaben indebærer også, at sygdommene opdages tidligere, og derved kan de hurtigere behandles, og måske uden brug af Coloplast A/S' produkter.

Alt andet lige vil det formentlig blive mere attraktivt, at vælge et kirurgisk indgreb fremfor, at skulle bruge et af Coloplast A/S' produkter resten af livet. Lægevidenskaben kan resultere i, at Coloplast A/S' produkter kan blive overflødige, hvis et kirurgisk indgreb kan kurere den skadelidte.

Konklusionen på ovenstående er, at der i fremtiden vil blive flere substituerende produkter eller kure til behandlingen af de kroniske sygdomme, som Coloplast A/S i dag kan afhjælpe. Derfor anses de substituerende produkter, som en reel trussel for Coloplast A/S' videre vækst i branchen. Coloplast A/S forholder sig også selv til denne trussel og er bevidst om, at dette har en negativ virkning på deres videre vækst.⁴⁰

11.2.4. Leverandører

Coloplast A/S producerer selv deres delkomponenter til deres produkter på deres egne fabrikker. Dette betyder, at de fra deres underleverandører mere eller mindre kun modtager standardiserede

⁴⁰ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

komponenter eller materialer til den videre bearbejdning. Coloplast A/S stiller store krav til deres produkter, og foretager derfor selv den sidste bearbejdning af produkterne. Endvidere stilles der stadig store krav til deres underleverandører, idet materialer eller komponenterne, som underleverandørerne producere, skal også leve op til de krav, som Coloplast A/S stræber efter at nå.

Derudover bliver der også stillet en række krav fra sundhedsmyndighederne, som Coloplast A/S skal kunne dokumentere. Derfor skal underleverandører også kunne dokumentere fremgangsmåde og indholdet af de produkter, som de sælger til Coloplast A/S. Dette kan f.eks. dreje sig om særlige plastikarter, der skal dokumenteres. Dette skyldes bl.a., at man ønsker at øge patientsikkerhed, idet en lang række plasticstoffer kan være skadelige for kroppen eller kan udløse bivirkninger ved f.eks. produkter, som opereres ind i kroppen eller lign.

Generelt vil det ikke kræve det store samarbejde, at outsource produktionen af råmaterialet eller delkomponenterne til andre underleverandører. Dog vil de store krav til bl.a. dokumentationen kræve, at samarbejdet mellem Coloplast A/S og underleverandøren er tilstrækkelig. Leverandørerne skal ligeledes sikre en høj kvalitet af de komponenter, som Coloplast A/S køber. Igen kræver det tillid mellem Coloplast A/S og dens underleverandører. Coloplast A/S skal kunne stole på, at dokumentationen fra underleverandørerne holder stik, hvorfor patientsikkerheden ellers vil være svækket.

Det vurderes, at Coloplast A/S står middelmådigt i forhold til deres leverandører. Det kræver blot, at Coloplast A/S finder en leverandør, som har sin dokumentation i orden. Dette kan være svært, men udviklingen i industrien har betydet, at størstedelen af verdens produktion i dag bliver dokumenteret, grundet øget krav hertil i mange brancher.

[11.2.5. Konkurrencesituationen i branchen](#)

Medicobranschen beskæftiger sig med en lang række produkter inden for medicinsk udstyr. Dette gælder selvfølgelig Coloplast A/S' produkter, men derudover også mange andre produkter, som f.eks. høreapparater, medicinske tests, kørestole mv. Grundet at branchen er så omfattende, vil der i dette afsnit kun blive analyseret på Coloplast A/S' fire forretningsområder.

Stomi

Inden for stomi findes der tre store globale aktører, som styrer markedet for stomiposer. Den ene produkt er selvfølgelig Coloplast A/S, hvor yderligere Convatec og Hollister præger markedet.⁴¹ Herudover findes der også en række mindre leverandører, som også producere stomiposer.

Det kan være svært, at vurdere om markedet for stomiposer er homogent eller heterogent. Det vurderes, at der søges en vis trykshedsgrad igennem en præference til et produkt/mærke, som man i forvejen kender og måske bruger. Det antages altså, at forbrugeren foretrækker den type stomipose, som vedkommende bruger og derfor opstår der en præference, og derved betragtes markedet som heterogent. Endvidere er det omtalt, at der findes få store udbydere, og der er derfor tale om et differentieret oligopol, som konkurrenceform på markedet for stomiposer.

På det europæiske marked har Coloplast A/S en markedsandel på 35-40%⁴², hvilket også er deres største marked. På det amerikanske marked ligger deres markedsandel noget lavere nemlig nede på 15%⁴³. Samlet set anser Coloplast A/S sig globalt som markedsleder på marked for stomi, hvor deres samlede markedsandel ligger på 35-40% globalt.⁴⁴

Coloplast A/S vurderer at der i 2017/18 var en markedsvækst på 4-5%⁴⁵, hvorfor det vurderes, at markedet stadig er attraktivt.

Kontinens

På markedet for continens anser Coloplast A/S sig igen, som værende markedsleder. Dette ligger til grund i deres markedsandel på omkring 40% af det globale marked. Markedet for continens er voksende med omkring 5-6% om året.⁴⁶ Katetermarkedet er hurtigvoksende, da man i dag foretrækker, at bruge mere avancerede kateterløsninger. Dog ses det, at væksten inden for uridomer og urinposer er lavere, hvilket bl.a. kan henledes til, at der findes mange udbydere og derved opstår der en lavpriskonkurrence på markedet.⁴⁷

⁴¹ Christensen, Benjamin Werner: *Rival vil angribe Coloplasts vækstmotor*, Medwatch, 8. november 2016

⁴² Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁴³ Grønnemann, Kevin m.fl.: *Coloplast glipper hospitalskontakt i USA...*, Medwatch 25.september 2018

⁴⁴ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁴⁵ Ibid

⁴⁶ Ibid

⁴⁷ Ibid

Urologi

Inden for markedet for urologi anser Coloplast A/S sig, som den fjerde største udbyder i verden, hvilket ligger til grund i en markedsandel på omkring 15% på globalt plan.⁴⁸ Markedet vurderes til, at have en størrelse på 11-12 mia. kr. og anslås til at vokse med 3-5% om året. Dog fortæller Coloplast A/S, at de vurderer, at deres markedsandele er hurtigere voksende end væksten på markedet. Væksten på markedet stammer fra en aldrende befolkning samt stigende antal personer med livsstilssygdomme. Endvidere stammer væksten også fra, at befolkningen bliver mere bevidste på hvilke behandlingsmuligheder der i dag findes, hvorfor efterspørgslen stiger.

Sår- og hudpleje

Markedet for sårpleje anses for at være 18-20 mia. kr. værd.⁴⁹ Hertil vurderes markedsstørrelsen for hudpleje at ligge på omkring 5 mia. kr. Markederne er kendetegnet ved, at der findes en række direkte konkurrenter til Coloplast A/S og derudover en række alternativer til produkterne. Markedet er yderligere karakteriseret ved mange udbydere og derfor en form for fuldkommen konkurrence, da det oftest er pris, som produkterne bliver vurderet på. Derfor er konkurrencen også hård på dette marked.

Det vurderes, at markedet vokser med omkring 2-4% årligt, hvoraf Coloplast A/S har en markedsandel på 7-9%. Coloplast A/S er dermed den femte største udbyder.⁵⁰

11.2.6. Delkonklusion

Ud fra ovenstående analyse vurderes det, at den del af branchen, hvor Coloplast A/S har forretningsaktivitet er præget af en høj konkurrencetryk. Kundernes forhandlingsstyrke anses, som værende en medvirkende faktor til det høje konkurrencetryk. Dette skyldes, at kunderne for det første er store enhed, som aftager store mængder sammenholdt med, at der findes mange alternativer til produkterne, som Coloplast A/S udbyder. Dette gør sig især gældende på markedet for sår- og hudpleje, da der her findes mange udbydere af billigere og simplificerede produkter sammenlignet med Coloplast A/S' avancerede produkter.

⁴⁸ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁴⁹ Ibid

⁵⁰ Ibid

Samtidig vurderes substituerende produkter, at udgøre en trussel for branchen. Der opfindes mange nye metoder og indgreb, hvorpå man kan forhindre, at den skadelidte f.eks. skal have anlagt stomi.

Ny indtrængere i branchen ses ikke, som en trussel, idet indtrængningsbarrierer er meget høje, og dermed svære at overgå. Sidst vurderes leverandørerne til, at have en moderat forhandlingsstyrke.

Det vurderes, at konkurrenceformen på markedet for kontinens er fuldkommen konkurrence eller monopolistisk konkurrence, idet det vurderes, at der findes mange udbydere, og at det er en vis form for præference medmindre prisen er for høj, hvoraf der derfor ikke er nogen præference.

12. Interne analyse

I det kommende afsnit, indeholdende interne strategiske analyser af Coloplast A/S, vil interne forhold i selve virksomheden blive belyst. Den interne strategiske analyse indeholder en analyse af vækststrategier, konkurrencestrategier samt værdikæde. Formålet med de interne strategiske analyser er, at belyse hvad virksomheden hidtil har gjort, hvilke aktiviteter virksomheden udfører, samt hvordan virksomhedens organisation er skruet sammen.

12.1. Vækststrategier

I en intern strategisk analyse er det vigtigt, at definere hvilken strategi, der giver virksomheden styrke til, at vinde markedsandele og dermed overgå konkurrenterne på markedet. Til at klarlægge hvilken vækststrategi Coloplast A/S anvender og bør anvende, tages der afsæt i Ansoffs udvidede vækststrategier.

Intensivering	Integration	Diversifikation
Omfatter strategierne markedsindtrængning, markedsudvikling og produktudvikling i henhold til Ansoffs vækstmatrix.	Omfatter opkøb af leverandørvirksomhed, kundevirksomhed eller konkurrencevirksomhed. Der tales i den forbindelse om henholdsvis vertikal og horisontal integration.	Omfatter oprettelse af nye strategiske forretningsenheder i virksomheden

Tabel 1 Ansoffs udvidede vækstmatrix⁵¹.

⁵¹ <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3399>

Ansoffs udvidede vækststrategier er en udvidelse af Ansoffs vækstmatrix hvoraf de fire vækststrategier markedsindtrængning, markedsudvikling, produktudvikling og diversifikation fremgår. Diversifikation er fortsat særskilt præsenteret i den udvidede vækststrategimatrix hvorimod markedsindtrængning, markedsudvikling og produktudvikling samlet er præsenteret i vækststrategien intensivering.

Coloplast A/S gør på nuværende tidspunkt brug af vækststrategien intensivering og har dermed hidtil satset på organisk vækst. Coloplast A/S har anvendt en rolig og kontrolleret vækst ved, at anvende strategierne markedsindtrængning, markedsudvikling og produktudvikling. For året 2017/18 leverede Coloplast 8% organisk vækst og for året 2016/17 7% organisk vækst, hvilket skal ses i forhold til et marked, som i samme perioder blot har oplevet en vækst på 4-5 %⁵². Den organiske vækst ses på alle fire produktmarkeder – stomi, kontinens, urologi samt hud- og sårpleje, dog er det urologi, stomi og kontinens, som oplever den største organiske vækst⁵³.

Markedsindtrængning er hvor Coloplast A/S øger sin vækst med et eksisterende produkt på et eksisterende marked. Denne vækst skal dermed fremkomme ved, at tage markedsandele fra konkurrenterne. Da Coloplast A/S ved denne vækststrategi udelukkende står overfor kendte markedsforhold, vil mulige handlingsparametre primært være pris og markedsføring. Coloplast A/S er på nuværende tidspunkt allerede markedsleder på markedet for stomi og kontinens samt godt placeret på markedet for urologi og hud- og sårpleje. Af nedenstående tabel fremkommer overblik over Coloplast A/S' markedsposition samt markedsandel på de fire produktmarkeder Coloplast A/S opererer indenfor.

	Samlet markedsandel	Markedsposition
Stomi	35-40 %	# 1
Kontinens	40 %	# 1
Urologi	15 %	# 4
Hud- og sårpleje	7-9 %	# 5

Tabel 2 Oversigt over markedsandele og markedsposition⁵⁴.

⁵² Coloplast A/S Årsrapport 2016/17 og 2017/18

⁵³ Ibid

⁵⁴ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

Af ovenstående tabel fremkommer det klart, at det er på markederne for urologi og hud- og sårpleje Coloplast A/S bør have fokus på, at justere på handlingsparametrene pris og markedsføring. Det er på disse markeder, Coloplast A/S på nuværende tidspunkt besidder de mindste markedsandele og har den dårligste markedsposition. I processen bør Coloplast A/S dog ikke miste grebet på markederne, hvor man på nuværende tidspunkt er godt placeret og dermed risikere, at blive overgået af konkurrenter.

Markedsudvikling er hvor Coloplast A/S øger sin vækst med et eksisterende produkt på et nyt marked. Afsætningsmuligheder samt den øgede vækst vil ved denne vækststrategi være behæftet med lidt større usikkerhed, da markedets ageren kan fremkomme anderledes end tidligere erfaret på andre markeder. Coloplast A/S er de senere år ikke gået ind på nye markeder. Denne form for vækststrategi har tidligere været et fokusområde for Coloplast A/S, men på nuværende tidspunkt fokuserer man i stedet på, at opleve vækst på de eksisterende markeder. I forlængelse af dette bør også nævnes, at Coloplast A/S på nuværende tidspunkt allerede operere på en lang række lande i Europa, Sydamerika, USA, Kina, Australien, Japan, Rusland m.v.

Produktudvikling er hvor Coloplast A/S øger sin vækst med et nyt produkt på et eksisterende marked. Afsætningsmuligheder samt den øgede vækst vil ligeledes ved denne vækststrategi være behæftet med lidt større usikkerhed, da markedet for medicinal medikamenter kan være længe om, at ibrugtage nye produkter. Coloplast A/S har i de senere år lanceret nye produkter inden for stomi, konsistens, urologi samt hud- og sårpleje⁵⁵. Coloplast A/S lancerer desuden i den nærmeste fremtid den nye SenSura Baby & Kids portefølje på alle hovedmarkeder. Med denne lancering sætter Coloplast A/S helt nye standarder og vil være fist mover på markedet for pædiatriske stomiprodukter⁵⁶.

Coloplast A/S har de senere år desuden gjort brug af vækststrategien integration. Integration er en vækststrategi hvor Coloplast A/S har skabt vækst ved, at opkøbe andre virksomheder. Der er 2 former for integration herunder vertikal integration og horisontal integration. Det er primært den ver-

⁵⁵ Coloplast A/S årsrapport 2016/17 og 2017/18

⁵⁶ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

tikale integration Coloplast A/S har gjort brug af, gennem opkøb af en direct-to-customer distributør⁵⁷. Ved opkøb af denne kundevirksomhed bliver Coloplast A/S i stand til, at levere produkter direkte til slutbrugerne.

I fremtiden bør Coloplast A/S satse mere på en horisontal integration. For at opnå en yderligere vækst ud over den organiske vækst, bør Coloplast A/S forsøge sig med en uorganisk vækst gennem opkøb af konkurrenter. Coloplast A/S bør især overveje opkøb af konkurrenter inden for urologi eller hud- og sårpleje, da det er her virksomhedens svagheder ligger. Ved at købe en konkurrent inden for disse segmenter, vil virksomheden overtage konkurrentens viden og markedsandele, hvilket umiddelbart vil have en positiv indflydelse på Coloplast A/S.

Den sidste og umiddelbart mindst attraktive vækststrategi for Coloplast A/S er diversifikation. Ved denne vækststrategi forsøger virksomheden, at sælge nye produkter på nye markeder. Coloplast A/S bør hele tiden søge, at udvikle nye produkter samt at komme på nye markeder. Dog anses det ikke, at være gavnligt at forene disse to i en, men blot gøre som hidtil – præsentere nye produkter på allerede eksisterende markeder og gå på nye markeder med allerede eksisterende produkter. Vækststrategien diversifikation er behæftet med for stort usikkerhed, set i forhold til den gode succes med organisk vækst samt integration.

12.1.1. Delkonklusion

Det kan af ovenstående analyse konkluderes, at Coloplast A/S gør brug af to vækststrategier nemlig intensivering samt integration.

Coloplast A/S har gennem de senere år, ved brug af vækststrategien intensivering oplevet flot organisk vækst på alle fire produktmarkeder. Det er vigtigt for Coloplast A/S, at bibeholde sine høje markedsandele samt markedsposition inden for stomi og konsistens. Dette forventes, at kunne bibeholdes ved en fortsat anvendelse af vækststrategien intensivering, som skal sikre en højere organisk vækst for virksomheden end væksten på markedet. Coloplast A/S bør ligeledes gøre brug af vækststrategien intensivering til, at opnå højere markedsandele samt bedre markedspositioner på markedet for urologi samt hud- og sårpleje.

⁵⁷ Coloplast A/S årsrapport 2016/17 og 2017/18

Ud over vækststrategien intensivering har Coloplast A/S gjort brug af vækststrategien integration gennem opkøb af kundevirksomheder. Coloplast A/S bør i forlængelse af dette overveje, at gøre brug af horisontal integration og opkøbe konkurrenter inden for produktmarkederne urologi samt hud- og sårpleje, da Coloplast A/S her har de laveste markedsandele og markedsposition.

Coloplast A/S bør først anvende vækststrategi diversifikation når mulighederne for organisk vækst samt integration er udtømte. Coloplast A/S har stor succes med vækststrategierne intensivering samt vertikal integration, hvorfor det ikke ses nødvendigt, at anvende strategier behæftet med store usikkerheder.

12.2. Konkurrencestrategier

I en intern strategisk analyse er det vigtigt, at få kortlagt hvordan virksomheden kan konkurrere med de andre udbydere på markedet. Til at analysere hvilke strategier Coloplast A/S benytter til at opnå konkurrencemæssige fordele anvendes nedenstående model for Michael Porters konkurrencestrategier.

Konkurrenceforhold		
Stor andel af totalmarked	Omkostningsleder	Differentiering
	Lav pris	Høj pris
Lille andel af totalmarked	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering
	Lav pris	Høj pris

Figur 5 Michael Porters konkurrencestrategier⁵⁸.

Uanset hvilken af ovenstående konkurrencestrategier Coloplast A/S benytter, er det vigtigste, at konkurrencestrategien styrker Coloplast A/S' konkurrencekraft og dermed styrke virksomhedens mulighed for, at konkurrerer med de andre udbydere på markedet.

Som det fremgår af kapitel 12.1. omhandlende Coloplast A/S' vækststrategier er Coloplast A/S den førende aktør på markedet for stomi og kontinens samt i top fem på markedet for urologi og hud- og sårpleje. Det kan dermed udledes, at Coloplast A/S besidder en stor andel af totalmarkedet for

⁵⁸ Lynggaard, Peter: *Driftsøkonomi*, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag.

alle produktmarkederne. Coloplast A/S har dermed mulighed for, at benytte vækststrategierne omkostningsleder og differentiering.

Ved at anvende konkurrencestrategien omkostningsleder ønsker man, at konkurrere på prisen. Coloplast A/S' førende kunder er sundhedsmyndigheder, som ikke har præferencer for produkterne og dermed i høj grad omfatter produkterne som værende homogene. Coloplast A/S har anvendt denne konkurrencestrategi ved, at gennemføre omfattende omstruktureringer i produktionsledene. Omstruktureringerne har af flere omgang indebåret udflytning af produktionen i Danmark til udlandet. Af aflagte årsrapport for 2017/18 fremgår det, at man i regnskabsåret har færdiggjort udvidelsen af volumen fabrikken i Ungarn, samt købt en grund i Costa Rica, hvor den næste volumen fabrik skal bygges⁵⁹. I forlængelse af dette forventes det, at produktionen i Danmark er lukket i regnskabsåret 2018/19. Coloplast A/S har altså valgt, at satse på volumenfabrikker med lavere kapacitetsomkostninger og lønninger og det er dermed muligt for Coloplast A/S, at konkurrerer på prisen. Prisen på Coloplast A/S produkter vil dog aldrig kunne styres fuldstændig af Coloplast A/S, da prisen for slutbrugerne er påvirket af tilskud ydet af sundhedsmyndigheder.

Ved at anvende konkurrencestrategien differentiering ønsker man, at tillægge sit produkt ekstra værdi i kundernes øjne. Kunderne af produkterne omfatter dermed produkterne som værende unikke og har dermed præferencer for produktet. Coloplast A/S er i den senere tid begyndt at følge denne strategi i forlængelse af konkurrencestrategien omkostningsleder. Coloplast A/S har som en del af deres LEAD20 strategi valgt, at fokusere på fire temaer hvoraf unik brugerfokuseret markeds-tilgang er iblandt. Med dette tema vil Coloplast A/S udfordre normen i markedet og skabe en direkte interaktion med brugerne gennem Coloplast Care-programmet. Programmet skal sikre brugerne den støtte og viden som de løbende har behov i deres liv med personlige og private lidelser.⁶⁰ Coloplast A/S vil differentiere sig fra konkurrenterne ved, at skabe produkter tilkoblet en unik støtte omkring rammebetingelser for det daglige liv med personlige og private lidelser.

12.2.1. Delkonklusion

Det kan af ovenstående analyse konkluderes, at Coloplast A/S anvender konkurrencestrategien omkostningsleder. Grundet usikkerheden omkring tilskudsordninger ydet af sundhedsmyndighederne er Coloplast A/S begyndt, at anvende konkurrencestrategien differentiering. Med køb af den nye

⁵⁹ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁶⁰ Ibid

grund i Costa Rica har Coloplast A/S allerede forberedt sig på fortsat, at have fokus på lave kapacitetsomkostninger i fremtiden. Coloplast A/S bør derfor overveje, at gøre mere brug af konkurrencestrategien differentiering. Coloplast A/S er godt i gang med, at implementerer denne konkurrencestrategi med deres LEAD20 strategi, men er fortsat i begynderstadiet og bør give denne konkurrencestrategi mere opmærksomhed for, at opnå en endnu højere konkurrencekraft på markedet.

12.3. Værdikædeanalyse

Ved hjælp af Poters værdikædeanalyse belyses Coloplast A/S' aktiviteter, herunder primære aktiviteter samt støtteaktiviteter. Formålet med analysen er, at tydeliggøre de aktiviteter, som er værdiskabende for Coloplast A/S og som skaber konkurrencemæssige fordele.

Aktiviteterne i værdikæden er, som sagt, opdelt i to kategorier, primære aktiviteter og støtteaktiviteter.

12.3.1. Primære aktiviteter

De primære aktiviteter danner grundlaget for Coloplast A/S' eksistens. De primære aktiviteter er selve produktionen af produkterne. Det er vejen Coloplast A/S går fra at modtage råvarerne og til sidste stå med det salgsklare og færdige produkt.

Indgående logistik

For at opretholde et flow i hele værdikæden er det altafgørende, at samarbejdet mellem Coloplast A/S og dens leverandører bevares. Coloplast A/S er nødsaget til, at stille store krav til deres leverandører, samt hele tiden følge op på disse. Coloplast A/S skal stille krav til bl.a. dokumentationen af de råvarer samt komponenter de modtager fra deres leverandører. Dette skyldes, som tidligere nævnt, at mange af deres produkter skal godkendes af sundhedsmyndigheder, hvis der skal ydes tilskud hertil. Derfor kan sundhedsmyndighederne stille mange krav til produkter, hvorfor Coloplast A/S derfor skal kunne dokumentere dette.

Coloplast A/S samarbejder med flere forskellige leverandører verden over, men forsøger så vidt muligt, at have nogle få hovedleverandører. Dette nævner Coloplast i deres årsrapport 2017/18, hvor de udtaler, at der *"i visse tilfælde indkøbes råvarer og komponenter, der bruges i produktionen, fra kun en leverandør"*.⁶¹ Coloplast A/S har taget dette valg ud fra, at det øger tilgængeligheden, kvalitetssikringen samt det er mere omkostningseffektivt. Dog er Coloplast A/S også opmærksom på, at

⁶¹ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

det kan være risikofyldt kun, at have nogle få leverandører, hvor de går ind og identificerer deres høj-risiko leverandører. For at undgå en situationen, hvor de f.eks. lige pludselig ikke kan få råvarer fra deres leverandør. Derfor sikrer Coloplast A/S sig ved, at have kvalificering af to leverandører til den samme råvarer og at have erstatningsmaterialer, som allerede er godkendte.⁶²

Endvidere er det også vigtig, at styrke samarbejdet med sin leverandører for, at opnå stabile og korrekte leverancer. En forkert eller en forsinket leverance vil kunne mærkes i hele værdikæden og vil sprede sig, som ringe i vandet. En evt. forsinket leverance vil kunne forsinke produktionen, og herefter vil kunden ikke kunne få sine varer til tiden og derved forringes leveringsgraden. Dette prøver Coloplast A/S ligeledes at undgå ved, at de har ekstra lagre, hvor ekstra råvarer er opbevaret, så de aldrig løber helt tør for en given råvare. For Coloplast A/S' volumenfabrikker betyder samarbejdet med leverandørerne også meget, idet man producere i meget store mængder, og derved afhængige af, at leverandører kan levere den store mængde af råvarer eller komponenter. Coloplast A/S lægger også stor vægt, at på volumenfabrikkerne er fremtiden, og de vælger derfor at investere i disse samt effektivisere dem.⁶³ Derudover har Coloplast A/S også fokus på, at forbedre deres indkøbsprocesser, hvorfor samarbejdet med leverandørerne igen er vigtigt.

Der opstår et stort behov for grundig kontrol med den indgående logistik, idet Coloplast A/S benytter flere leverandører verden over. Indkøbsprocesserne skal være meget præcise for, at der ikke skal ske fejl i den indgående logistik og derved forringe hele værdikæden.

Produktion

Coloplast A/S arbejder hele tiden på, at effektivisere deres produktion og arbejder på, at holde produktionsomkostningerne nede. Som et led heri har man valgt, at centrere volumenproduktionen i Ungarn og Kina, og i fremtiden også i Costa Rica.⁶⁴ Denne beslutning er taget på baggrund af, at lønniveauet er lavere i disse lande, sammenlignet med Danmark og USA, hvor man også har produktion. Fabrikkerne i Danmark bruges i dag, som innovationsfabrikker,⁶⁵ hvor nye produkter udvikles og testes indtil produktionen og maskinerne hertil er helt klar til, at blive flyttet til f.eks. Ungarn.

⁶² Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁶³ Ibid

⁶⁴ Ibid

⁶⁵ Nymark, Jens: *Vokseværk i Coloplast - brug for by fabrik*, Børsen, 13. august 2013

Dog har man valgt, at lukke fabrikken i Thisted ved udgangen af 2019, men der vil fortsat blive produceret nye projekter på fabrikken i Mørdrup.

Som tidligere nævnt har Coloplast A/S købt en ny grund i Costa Rica, hvor der i slutningen af 2020 skal stå en ny og stor volumenfabrik færdig.⁶⁶ Coloplast A/S har valgt at gøre dette for fortsat, at kunne sikre deres vækst i fremtiden.

Coloplast A/S forsøger gennem deres volumenfabrikker, at opnå stordriftsfordele. Dette sker ved, at Coloplast A/S satser på produktionen de steder, hvor der kan opnås en optimal kostpris. Og alt dette sker selvfølgelig uden, at Coloplast A/S går på kompromis med kvaliteten på produkterne. Grundet den meget intense konkurrence, der findes i branchen er det nødvendigt for Coloplast A/S, at optimere processerne for, at reducere omkostningerne mest muligt.

Coloplast A/S producerer størstedelen af deres komponenter selv for at sikre en høj kvalitet. Dette betyder også, at der skal investeres i mere omkostningstunge maskiner til denne del af produktionen. Coloplast A/S' produkter er unikke og derfor er det værdiskabende, at komponenterne produceres samme sted. Dette kommer sig af, at komponenterne til Coloplast A/S' produkter ikke er standardkomponenter, men i stedet for komponenter, som skal produceres til Coloplast A/S' produkter.

Produktionen i Coloplast A/S anses derfor, som værende meget værdiskabende.

Udgående logistik

Coloplast A/S' produkter leveres over hele verden. Coloplast leverer til hospitaler, institutioner, grossister og apoteker, hvorfor der pakkes og sendes større mængder af gangen. Grundet globaliseringen i verden, er det i dag blevet nemmere og billigere at sende varer rundt til slutdestinationerne. Coloplast A/S' produkter er ikke særlig pladskrævende, hvilket derfor betyder, at der kan sendes store mængder forholdsvis billigt.

Man forsøger også, at sikre leveringsgraden ved bl.a. at placere lagre rundt om i verden. Dette gælder også i Storbritannien, hvor Coloplast A/S på nuværende tidspunkt har en større lagerbeholdning end normalt, hvilket skyldes Brexit-aftalen og uvisheden om afgørelsen af denne.⁶⁷

⁶⁶ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁶⁷ Ibid

Den udgående logistik ses derfor ikke, som særligt værdiskabende for Coloplast A/S.

Markedsføring og salg

Coloplast A/S har oprettet salgskontorer på alle deres etablerede markeder. Dette gør, at Coloplast A/S er tæt på deres kunder, og at salgskonsulenter kan møde op på deres kunders adresser og demonstrere deres produkter. Som tidligere nævnt sælger Coloplast A/S størstedelen af deres produkter til business-to-business. Hertil skal markedsføringen rettes til hospitaler, institutioner, grossister og apoteker. Key account managere er derfor en utrolig vigtig funktion i en stor virksomhed, som Coloplast A/S. En key account manager har en tættere kontakt til deres kunder, og har en relation til dem.

Inden for sundhedsbranchen er det oftest set, at der indgås længerevarende kontrakter mellem køber og sælger. Dette betyder også, at Coloplast A/S er afhængige af, at disse kontrakter bliver indgået, da det kan sikre dem indkomst i f.eks. tre år af gangen.

Service efter salg

Normalt vil Coloplast A/S ikke levere en betydelig service efter købet af deres produkter, idet at vejledning mv. heri foretages af f.eks. hospitalerne. Dog har Coloplast A/S udvidet deres service, ved at oprettet et serviceorgan ved navn Coloplast Care. Coloplast Care er et servicecenter, hvor det sidder kompetente medarbejdere, som kan hjælpe brugerne efter udskrivelsen fra hospitalet. Der ved udvider Coloplast A/S deres forretningsområde, og kan derfor differentiere sig fra konkurrenterne. Det vurderes derfor, at dette serviceorgan kan give ekstra værdi for Coloplast A/S.

12.3.2. Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteterne har til formål, at understøtter de primære aktiviteter. Man kan kalde støtteaktiviteterne for et serviceorgan. Støtteaktiviteter berører altså ikke produktet direkte, men er nødvendige for sikre processerne i de primære aktiviteter.

Virksomhedens infrastruktur

Coloplast A/S' øvre direktion består af fire personer. Coloplast A/S' CEO er i dag Kristian Villumsen, som tiltrådte stillingen i december 2018, efter at den tidligere CEO Lars Rasmussen fratrådte stillingen og i stedet satte sig på posten som bestyrelsesformand.⁶⁸ Kristian Villumsen har været ansat

⁶⁸ Hansen, Astrid Krydsfelt: *Coloplast topchef om ny direktørs råderum...*, Børsen, 1. november 2018

som koncerndirektør for "Chronic Care" siden 2014, og hans stilling overtages af Paul Marcun, som har stor erfaring fra tidligere jobs inden for medicobranschen.⁶⁹ Herudover består den øvre direktion af CFO Anders Lønning-Skovgaard og koncerndirektør for "Global Operations" Allan Rasmussen.⁷⁰

Menneskelige ressourcer

2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14
11.155	10.420	9.817	9.303	8.741

Tabel 3 Gennemsnitlige antal ansatte omregnet til fuldtid⁷¹.

Som det fremgår af ovenstående tabel er antallet af medarbejdere i Coloplast A/S steget i årenes løb. Dette skyldes en øget aktivitet i virksomheden og derved et øget behov for flere medarbejdere. Coloplast A/S ligger utrolig stort vægt på, at deres medarbejdere er oplært i adfærdskodeks, for at opnå et godt arbejdsmiljø.⁷² Herudover bliver alle medarbejdere også undervist i virksomhedens IT-politikker.

Coloplast A/S forsøger også, at opretholde et godt samarbejde med medarbejderne for at bibeholde dem og derved bibeholde deres viden i virksomheden. Coloplast A/S er meget afhængige af medarbejdernes specialiserede viden inden for branchen. Medicobranschen er præget af medarbejdere med højt uddannelsesniveau og høj viden.

Coloplast A/S forsøger også at bibeholde deres ledende medarbejdere ved, at tilbyde dem aktieoptioner. Dette kan give en følelse af medejerskab og derved et større engagement i virksomhedens interesser.

Produkt- og teknologiudvikling

Hvis Coloplast A/S fortsat vil beholde sin plads, som den førende produktudvikler, skal de hele tiden sørge for, at være et skridt foran sine konkurrenter. For en virksomhed, som Coloplast A/S er det vigtigt, at de kan differentiere sig fra sine konkurrenter, og det kan de gøre ved, altid være de første med nye produkter. Dette gælder både når der er tale om udvikling af eksisterende produkter eller helt nye produkter, som kan afhjælpe en helt anden lidelse.

⁶⁹ <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2018/11/12/paul-marcun-vender-tilbage-til-coloplast-som-medlem-af-direktionen-og-ny-koncerndirektoer-for-chronic-care/13927717>

⁷⁰ <https://www.coloplast.com/about-coloplast/management1/#->

⁷¹ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁷² Ibid

Coloplast A/S' evne til at udvikle nye produkter, som kan benyttes med velbehag af slutbruger, kræver at slutbruger også har noget at skulle have sagt. Derfor ligger Coloplast A/S stor vægt på, at slutbruger samt sundhedspersonalet involveres i udviklingen af produktet. Herudover samarbejder Coloplast A/S også med slutbruger og sundhedspersonalet om, at sikre Coloplast A/S' immaterielle rettigheder i form af bl.a. patenter mv.⁷³

Sideløbende med, at nye produkter udvikles, er det vigtigt, at der foretages test og lign. undervejs i udviklingsprocessen. Dette skal medvirke til, at man ikke arbejder videre med et produkt, som kan kasseres tidligt i processen. Derudover skal de lovgivningsmæssige aspekter også klarlægges tidligt i processen for, at afklare priser samt muligheder for tilskud fra sundhedsmyndighederne til produktet.⁷⁴

I Coloplast A/S' årsrapport 2017/18 ses det også, at forsknings- og udviklingsomkostninger er steget med 11,5% fra 2016/16 til 2017/18. Dette giver også en indikation på, at Coloplast A/S ved, at de skal bruge tid og penge på denne del af værdikæden, da det er her, hvor den største værdi skabes.

Indkøb

Indkøbsfunktionen i Coloplast A/S hænger meget sammen med den indgående logistik. Indkøbsfunktionen skal hele tiden sørge for, at de rigtig vare bestilles og modtages til den rigtig tid, således værdikæden ikke går i stå.

Indkøbsfunktionen har også til formål, at udvælge de rigtig materialer, som Coloplast A/S skal bruge i deres produktion. Dette kan være en krævende opgave, da materialerne skal leve op til de krav, som der bliver stillet af sundhedsmyndighederne. Et forkert materiale kan betyde, at sundhedsmyndighederne ikke vil godkende produktet til at være tilskudsberettiget eller til ikke at måtte sælges på markedet. Derfor er det vigtig, at indkøbsfunktionen hele tiden sikre sig, at råvaren eller komponenten, som de køber hjem, er godkendt af sundhedsmyndighederne på det marked, hvor produktet skal sælges.

For at sikre en høj leveringsgrad har Coloplast A/S ekstra lagre med deres råvarer, for altid at kunne spæde til, hvis deres leverandører skulle svigte. Derudover har Coloplast A/S også altid en ekstra

⁷³ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁷⁴ Ibid

leverandør af samme råvare, som også er godkendt eller et alternativt materiale, som igen er godkendt. Dette er også til, som en sikkerhed for, ikke at standse et led i værdikæden.

Sidst forsøger Coloplast A/S, at køre store volumenproduktioner og derved sikre sig stordriftsfordele. Dette stiller igen krav til indkøbsfunktionen. Indkøbsfunktionen skal sørge for, at leverandørerne kan levere den mængde af materialer, som produktionen kræver for, at fuldføre en serie. Derudover har indkøbsfunktionen også til opgave, at finde det billigste alternativ, uden at det går ud over kvaliteten. Dette kan de bl.a. gøre ved, at indgå forhandlinger med leverandørerne og derved også skabe et samarbejde og et tillidsbånd.

Det vurderes, at indkøbsfunktionen har en stor betydning for værdiskabelsen i Coloplast A/S, da materialer, som købes ind skal leve op til mange krav, som skaber en værdi for Coloplast A/S.

12.3.3. Delkonklusion

Ud fra ovenstående analyse af Coloplast A/S' værdikæde kan det konkluderes, at særligt en af de primære aktiviteter er værdiskabende og at af de primære aktiviteter kan blive mere værdiskabende i fremtiden. Herudover vurderes en støtteaktivitet, som værende ekstrem værdiskabende og en støtteaktivitet, som værende delvis værdiskabende for Coloplast A/S.

Coloplast A/S' største primære aktivitet er produktionen. Det er her, hvor produktet og den fysiske værdi skabes for slutbrugeren. Coloplast A/S er specialister i, at producere kvalitetsprodukter, som hjælper deres slutbrugere. Derfor anses produktionen, som en af Coloplast A/S' kernekompetencer.

Den primære aktivitet service, kan i fremtiden blive meget værdiskabende for Coloplast A/S, og kan blive et konkurrenceparameter. De største konkurrenter til Coloplast A/S har i lighed med Coloplast A/S oprettet et serviceorgan. Hvis Coloplast A/S fortsat vil være den førende medicovirksomhed er dette et område, hvor de skal have større fokus på, at være konkurrencedygtige idenfor.

Støtteaktiviteten produkt- og teknologiudvikling er måske den mest værdiskabende aktivitet for Coloplast A/S. Det er her, hvor magien opstår og hvor Coloplast A/S kan differentiere sig fra sine konkurrenter. Coloplast A/S vil være den første med nye produkter og løsninger til sine slutbrugere. Det er her, hvor Coloplast A/S især og har sin kernekompetence i at udvikle nye og forbedrede løsninger til at afhjælpe slutbrugeren.

Indkøbsfunktionen anses til dels også, som værdiskabende for Coloplast A/S og slutbrugeren. Dette skyldes, at materialerne, som Coloplast A/S bruger i sine produkter, skal leve op til en masse krav for, at blive godkendt af sundhedsmyndighederne som værende tilskudsberettiget.

Endvidere skal det kommenteres, at alle aktiviteter er vigtige i en stor virksomhed som Coloplast A/S. Alle aktiviteter er med til, at sikre et flow gennem hele virksomheden, og en fejl i en af aktiviteterne kan betyde forsinkelser i alle andre led. Derfor anses det som altafgørende, at ledelsen lægger vægt på, at optimere alle processerne i hele virksomheden, for at skabe værdi for både Coloplast A/S og slutbrugeren.

13. SWOT-analyse

For at kunne overskue ovenstående analyseres resultater samles den interne og eksterne analyse i en SWOT. Denne er med til, at overskueliggøre og opsummere de interne og eksterne forhold, der kan have en fremtidig påvirkning på Coloplast A/S og dennes værdiskabelse. Styrker og svagheder stammer fra analysen af vækst- og konkurrencestrategier samt værdikædeanalysen. De eksterne forhold, altså muligheder og trusler, stammer fra en PESTEL-analyse samt Poters Five Forces.

Interne forhold	
Styrker	Svagheder
- Produktudvikling - Markedsposition for stomi og kontinens - Stordriftsfordele - Satser på forskning og udvikling - Centraliseret volumenproduktion med adgang til billig arbejdskraft	- Lav markedsandel for sår- og hudpleje og urologi - Negativ påvirkning af omdømme grundet sagen om transvaginale net
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
- Voksende kundegruppe - Vækstende marked - Sundhedsreformer - Høje indgangsbarrierer for nye udbydere - Stærk økonomi giver mulighed for opkøb	- Sundhedsreformer - Gennembrud i lægevidenskaben - Højt konkurrencetryk - Valutarisiko - Kunders høje forhandlingsstyrke

Tabel 4 SWOT-analyse.

14. Konklusion på strategisk analyse

Den interne og eksterne strategiske analyse har til formål, at besvare det første delspørgsmål i den opstillede problemformulering:

- *Hvilke strategiske forhold giver værdi for Coloplast A/S?*

Jævnfør den udarbejdede strategiske analyse af Coloplast A/S kan det konkluderes, at både interne og eksterne forhold har en betydelig påvirkning på Coloplast A/S.

Ud fra de eksterne forhold kan det først og fremmest konkluderes, at Coloplast A/S agerer på et marked, der er voksende. Dette ses både på, at selve markedsvæksten samt at kundegrundlaget vokser. Dette skyldes til dels en voksende befolkning, hvoraf den ældre generation bliver større. Tendenserne viser, at den ældre befolkning har større sandsynlighed for, at udvikle kroniske sygdomme og livsstilssygdomme. For Coloplast A/S betyder dette, at der i fremtiden kan blive flere kunder, som får brug for f.eks. stomi eller kateter. Demografien forventes derfor på længere sigt, at have en positiv virkning på Coloplast A/S, idet den vil bidrage til den videre vækst på forretningsområdet.

Fra et konkurrencemæssigt syn konkluderes det, at Coloplast A/S ikke umiddelbart skal frygte nye store konkurrenter. Det kræver bl.a. stor kapital samt stort knowhow, at trænge ind i medicobranchen. Dog er konkurrencetrykket stadig højt i medicobranchen, hvilket også påvirker Coloplast A/S, og kan derfor være med til, at øge prispresset på Coloplast A/S' produkter. Kundernes høje forhandlingsstyrke er også med til, at øge konkurrencetrykket i branchen.

Sundhedsreformerne kan være både en mulighed, men kan også være en trussel for Coloplast A/S. Sundhedsreformerne er med til, at sætte barren for, hvilke produkter, der er tilskudsberettigede. Derfor kan sundhedsreformerne både være positive og negative for Coloplast A/S alt efter, hvilket udfald de får. Nogle sundhedsreformer kan øge prispresset på Coloplast A/S, hvis eks. reformen kræver, at der spares i sundhedssektoren. Omvendt kan en mere lempelig sundhedsreform betyde, at tilskuddene til tilskudsberettigede produkter vil stige, og dermed lette prispresset på produkterne.

På længere sigt kan et lægevidenskabeligt gennembrud blive en trussel for Coloplast A/S. Hvis lægevidenskaben finder nye behandlingsmetoder og/eller kan opdage sygdommen på et tidligere stadium og derved standse den, vil det betyde, at kundegrundlaget for Coloplast A/S vil falde. Et lægevidenskabeligt gennembrud kan betyde, at f.eks. personer med tarmkræft kan kureres uden brug af stomi.

Endvidere ses der også gode muligheder for opkøb af f.eks. konkurrenter for, at styrke Coloplast A/S markedsposition. Dette kunne med fordel være inden for sår- og hudpleje, for at styrke markedandelene på netop dette marked.

Sidst kan valutakurserne udgøre en risiko for Coloplast A/S. Faldende valutakurser kan betyde en forringet indtjening for Coloplast A/S, og er derfor også en faktor, som ledelsen skal indregne i sine forventninger.

Ud fra de interne forhold konkluderes det, at produktudviklingen er særligt værdiskabende for Coloplast A/S. Dette skyldes, at Coloplast A/S forsøger, at være den første udbyder med de nye produkter, og kan herved differentiere sig fra sine konkurrenter. Dette understøtter også Coloplast A/S' position, som markedsleder på markedet for stomi og kontinens. Herunder skal det også nævnes, at Coloplast A/S på nogle områder benytter konkurrencestrategien omkostningsleder ved, at fastholde en lav pris på sine produkter. Dog vurderes det, at Coloplast A/S bevæger sig mere over i en diversifikation-præget konkurrencestrategi, idet de forsøger at differentiere sig fra konkurrenterne på deres produkter.

Rollen, som markedsleder bevirker også, at Coloplast A/S har så store andele af markederne, at de med fordel kan arbejde med stordriftsfordele. Dette bidrager igen til, at kostpriserne på produkterne kan holdes nede på et tilfredsstillende niveau. For at opnå stordriftsfordele har Coloplast A/S også valgt, at centralisere deres volumenproduktioner i lande med et lavt lønniveau. Derved skabes der igen værdi for Coloplast A/S, idet der kan opnås en højere indtjening på produkterne.

Sidst kan et dårligt omdømme betyde, at Coloplast A/S markedsposition svækkes på et givet marked. Dette kan bl.a. være på det amerikanske marked, hvor en sag omkring transvaginale net har skabt stort omtale af Coloplast A/S.

15. Regnskabsanalyse

Som omtalt i den strategiske analyse ovenfor har Coloplast A/S på lige fod med alle andre selskaber på verdensmarkedet været hårdt presset af globaliseringen og den dermed øgede konkurrence. Coloplast A/S har helt tilbage til aflagte årsrapport for 1986/87 dog ikke præsenteret et underskud på bundlinjen⁷⁵. At Coloplast A/S til trods for finanskriser m.v. har formået, at aflægge årsrapporter med sorte tal på bundlinjen kan være påvirket af, at virksomheden af flere omgange har valgt at, flytte produktionen til udlandet frem for at fastholde denne i Danmark.

Nedenstående er et overblik over Coloplast A/S' resultatopgørelse fra årsrapporter i perioden 2013/14 til 2017/18⁷⁶. Som det fremgår af resultatopgørelsen er af- og nedskrivninger præsenteret på særskilt linje og er dermed fratrullet den omkostning afskrivningen vedrører.

Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14
Omsætning	16.449	15.528	14.681	13.909	12.428
Produktionsomkostninger	-4.921	-4.498	-4.246	-4.009	-3.580
Distributionsomkostninger	-4.639	-4.305	-4.087	-3.918	-3.477
Administrationsomkostninger	-605	-573	-511	-550	-440
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-608	-538	-478	-418	-374
Andre driftsindtægter	66	46	42	38	43
Andre driftsomkostninger	-27	-25	-27	-32	-27
Særlige poster	0	0	-750	-3.000	-1.000
Af- og nedskrivninger	-624	-611	-528	-485	-426
Resultatandele efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	0	-2	-1	-1	-2
Finansielle indtægter	125	73	66	13	89
Finansielle omkostninger	-207	-145	-79	-302	-43
Resultat før skat	5.009	4.950	4.082	1.245	3.191
Skat af årets resultat	-1.164	-1.153	-939	-346	-801
Årets resultat	3.845	3.797	3.143	899	2.390

Tabel 5 Oversigt over resultatopgørelse for Coloplast A/S i perioden 2013/14 - 2017/18

⁷⁵ Der er ikke gennemgået ældre årsrapporter, hvorfor der ikke vides hvorledes Coloplast A/S har aflagt årsrapporter med sorte eller røde tal på bunden efter dette.

⁷⁶ Af- og nedskrivninger er af hensyn til efterfølgende regnskabsanalyse indsat på specificeret linje i resultatopgørelsen. I årsrapporterne for Coloplast A/S fremgår året af- og nedskrivninger i de respektive regnskabsposter hvorpå der afskrives. Der henvises til note 9 og 10 af årsrapporten 2017/18.

Nedenfor følger Coloplast A/S' balance fra årsrapporter i perioden 2012/13 til 2017/18. Balancen for 2012/13 er medtaget af hensyn til nøgletalsberegning, som er baseret på gennemsnitlige balancetal. Af hensyn til efterfølgende regnskabsanalyse er nogle af regnskabsposterne i årsrapporten for Coloplast A/S sammendraget i enkelte regnskabsposter i nedenstående balance⁷⁷.

Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14	2012/13
Langfristede aktiver	6.179	5.856	4.843	5.052	4.332	4.198
Varebeholdninger	1.725	1.692	1.518	1.473	1.322	1.069
Tilgodehavender fra salg	2.877	2.890	2.679	2.467	2.210	1.970
Andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter	356	416	438	310	467	400
Likvide beholdninger	297	314	546	881	971	1.504
Andre ikke-rentebærende omsætningsaktiver	335	882	983	634	1.077	423
Kortfristede aktiver	5.590	6.194	6.164	5.765	6.047	5.366
Aktiver i alt	11.769	12.050	11.007	10.817	10.379	9.564
Egenkapital	6.418	5.952	5.068	4.706	6.283	6.769
Hensættelser	523	534	600	1.492	549	485
Langfristet rentebærende gæld	91	98	0	0	0	0
Langfristet ikke rentebærende gæld	29	41	30	41	18	44
Langfristet gæld i alt	643	673	630	1.533	567	529
Leverandører af varer og tjenesteydelser	751	675	697	591	566	111
Kreditinstitutter	1.262	1.358	222	100	92	418
Leasingforpligtelse	8	0	0	0	0	0
Andre ikke-rentebærende forpligtelser	2.462	3.070	3.562	1.827	2.162	1.714
Hensatte forpligtelser	225	322	828	2.060	709	23
Kortfristet gæld i alt	4.708	5.425	5.309	4.578	3.529	2.266
Passiver i alt	11.769	12.050	11.007	10.817	10.379	9.564

Tabel 6 Oversigt over balance for Coloplast A/S i perioden 2012/13 - 2017/18

⁷⁷ Sammendragne balanceposter kan specificeres således:

- Andre ikke rentebærende omsætningsaktiver indeholder selskabsskat, deponeringer og værdipapirer.
- Langfristet rentebærende gæld indeholder langfristet leasingæld.
- Langfristet ikke rentebærende gæld indeholder periodeafgrænsningsposter.
- Andre ikke rentebærende forpligtelser indeholder selskabsskat, anden gæld og periodeafgrænsningsposter.

I de følgende afsnit vil ovenstående regnskabstal for Coloplast A/S undergå en regnskabsanalyse indeholdende nøgletal. Regnskabsanalysen for Coloplast A/S vil blive udarbejdet på grundlag af nøgletal, som er relevante for Coloplast A/S' aktionærer. Ydermere vil beregnede nøgletal danne grundlag for kapitel 16 omhandlende budgettering samt opgørelse af FCF og det frie cash-flow, som begge skal anvendes i DCF-modellen.

15.1. Resultatopgørelse til analyseformål samt managerial balance sheet

Nedenstående resultatopgørelse til analyseformål er udarbejdet på baggrund af Coloplast A/S' resultatopgørelse. Resultatopgørelse til analyseformål indeholder beregnede mellemtotaler som gross profit, EBITDA, EBIT, EBT og EAT.

Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14
Omsætning	16.449	15.528	14.681	13.909	12.428
Produktionsomkostninger	-4.921	-4.498	-4.246	-4.009	-3.580
Gross profit	11.528	11.030	10.435	9.900	8.848
Distributionsomkostninger	-4.639	-4.305	-4.087	-3.918	-3.477
Administrationsomkostninger	-605	-573	-511	-550	-440
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-608	-538	-478	-418	-374
Andre driftsindtægter	66	46	42	38	43
Andre driftsomkostninger	-27	-25	-27	-32	-27
Særlige poster	0	0	-750	-3.000	-1.000
EBITDA	5.715	5.635	4.624	2.020	3.573
Af- og nedskrivninger	-624	-611	-528	-485	-426
EBIT	5.091	5.024	4.096	1.535	3.147
Resultatandele efter skat af kapitalandele i as-socierede virksomheder	0	-2	-1	-1	-2
Finansielle indtægter	125	73	66	13	89
Finansielle omkostninger	-207	-145	-79	-302	-43
EBT	5.009	4.950	4.082	1.245	3.191
Skat af årets resultat	-1.164	-1.153	-939	-346	-801
EAT	3.845	3.797	3.143	899	2.390

Tabel 7 Resultatopgørelse til analyseformål.

Det er af ovenstående resultatopgørelse til analyseformål værd at bemærke, at indkomsten fra kapitalandele i associerede virksomheder ikke er udeladt. Grundlaget for dette skal findes i opgavens afgrænsning, hvoraf det fremgår, at projektet fokuserer på Coloplast A/S som helhed og at der dermed ikke vil ske opdeling af selskabets forskellige forretningsområder og produkter. Regnskabsposten vurderes dermed at være relevant for nærværende projekt.

Nedenstående managerial balance sheet er udarbejdet på baggrund af Coloplast A/S' balance. Forskellen på disse to måder, at opstille balancen på er, at managerial balance sheet udelukkende indregner rentebærende gæld som passiver. Ikke rentebærende gæld indregnes i arbejdskapitalen (WCR), der indregnes som et aktiv. Dermed er det blot poster med forrentningskrav, som fremgår af capital employed. Fordelene ved managerial balance sheet kontra en almindelig balance opdelt på langfristet- og kortfristet gæld er, at managerial balance sheet er et bedre grundlag til beregning af de ønskede nøgletal i projektet.

Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14	2012/13
Likvider	297	314	546	881	971	1.504
Arbejdskapital (WCR)	2.051	2.094	1.329	2.425	2.330	1.993
Anlægsaktiver	6.179	5.856	4.843	5.052	4.332	4.198
Hensættelser	-748	-856	-1.428	-3.552	-1.258	-508
Invested Capital	7.779	7.408	5.290	4.806	6.375	7.187
Kortfristet gæld	1.270	1.358	222	100	92	418
Langfristet gæld	91	98	0	0	0	0
Egenkapital	6.418	5.952	5.068	4.706	6.283	6.769
Capital Employed	7.779	7.408	5.290	4.806	6.375	7.187

Tabel 8 Managerial balance sheet.

I ovenstående managerial balance sheet er langfristede og kortfristede ikke rentebærende gældsforpligtelser, andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter og andre ikke rentebærende omsætningsaktiver indregnet i arbejdskapital sammen med de tre sædvanlige regnskabsposter - tilgodehavender fra salg, varebeholdninger og leverandører af varer og tjenesteydelser. Langfristede og kortfristede hensættelser som fremgår af balancen er i managerial balance sheet præsenteret

på en særskilt linje under invested capital. Da Coloplast A/S er en produktionsvirksomhed, vil arbejdskapitalen alt andet lige være positiv. Dette skyldes, at man sælger på kredit, opretholder et lager og køber på kredit.

Af ovenstående managerial balance sheet fremgår det, at virksomhedens capital employed og invested capital stiger fra 7.187 mio. DKK til 7.779 mio. DKK, svarende til en stigning på 8,23%. I analyseperioden opleves dog et fald frem til 2015/16, hvorefter der igen sker en stigning. Udviklingen i invested capital skyldes primært udviklingen i anlægsaktiver og arbejdskapitalen. Udviklingen i arbejdskapitalen kan henføres til en stigning i varebeholdninger, tilgodehavender fra salg, andre ikke rentebærende forpligtelser, leverandører af varer og tjenesteydelser samt et fald i andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter og andre ikke rentebærende omsætningsaktiver.

Jo større en andel af arbejdskapitalen, som er finansieret af langfristet gæld, jo mere likvid er virksomheden.

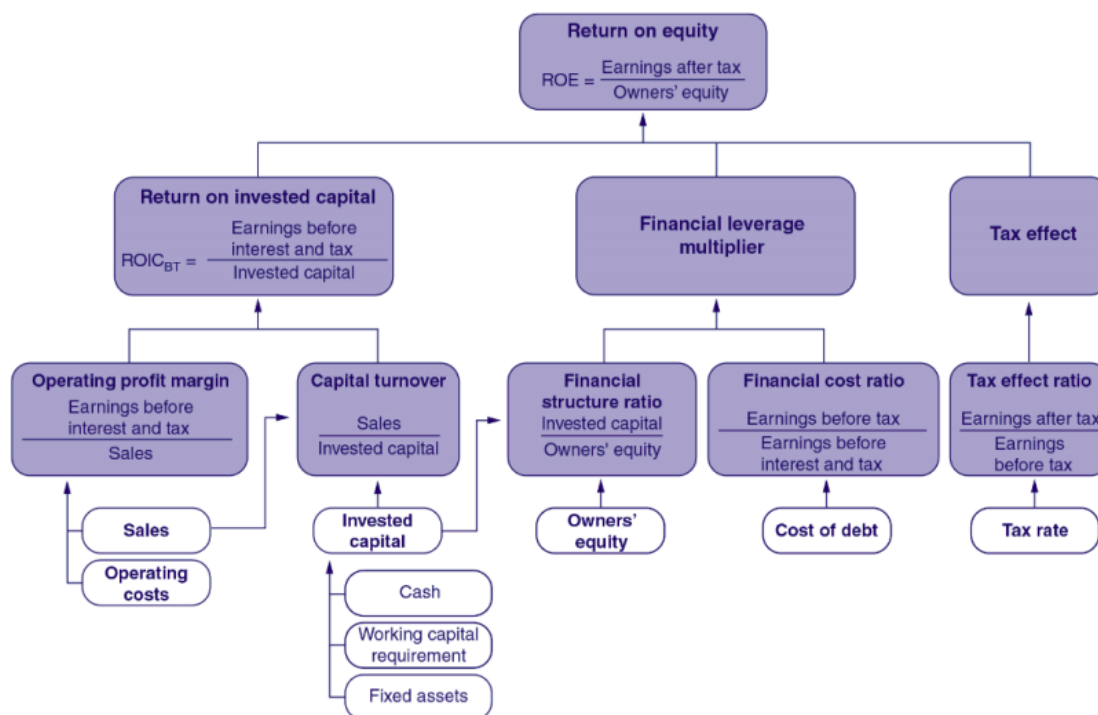
Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14	2012/13
NFL	1.078	1.050	1.653	3.206	3.209	3.079
NSF	973	1.044	-324	-781	-879	-1.086
Liquidity ratio	53%	50%	124%	132%	138%	154%

Tabel 9 Long and short term financing

Som det fremgår af ovenstående tabel er Coloplast A/S blevet mindre likvid i analyseperioden. Liquidity ratio er faldet fra 154 % til 53 %, hvilket vil sige et fald på 101 procentpoint. Udviklingen i Coloplast A/S' finansiering kan jävnfør den strategiske analyse højst sandsynligt henledes til udvidelsen af produktionsfaciliteterne i Ungarn. Denne udvidelse er først færdiggjort i slutningen af 2017/18 regnskabet og det kan alt andet lige antages, at det er en mulighed, at denne udvidelse er foretaget ved anvendelse af en byggekredit, som i starten af det nye regnskabsår vil blive konverteret om til langfristet gæld.

15.2. Regnskabsanalyse samt nøgletal

Regnskabsanalysen for Coloplast A/S vil basere sig på fremgangsmåder beskrevet i Finance for Executives af Gabriel Hawawini og Claude Viallet. Det skal hertil nævnes, at alle beregnede nøgletal i de efterfølgende afsnit er beregnet ud fra en gennemsnitlig balancesum.



Figur 6 Oversigt over sammenhæng i nøgletal⁷⁸.

Ovenstående figur 6 viser sammenhængen mellem de i det efterfølgende projekts beregnede nøgletal.

Regnskabsanalysen starter ud i en beregning af operating profit margin og capital turnover. Nøgletallet operating profit margin, er forholdet mellem EBIT og omsætningen. Dermed udtrykker nøgletallet hvor stor en andel, der er tilbage, når Coloplast A/S har dækket alle omkostninger vedr. den primære driftsaktivitet. Capital turnover udtrykker hvor mange gange Coloplast A/S omsætter den investerede kapital⁷⁹. Ved multiplicering af beregnede nøgletal operating profit margin og capital turnover forekommer nøgletallet return on invested capital before tax⁸⁰. Return on invested capital

⁷⁸ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: *Finance for executives*, 5. udgave, Cengage Learning, side 199.

⁷⁹ Nøgletallet er på dansk ofte betegnet som aktivernes omsætningshastighed.

⁸⁰ Nøgletallet er på dansk ofte betegnet som afkastningsgraden.

before tax udtrykker dermed hvor god virksomheden er til, at skabe afkast af den investerede kapital. En tilfredsstillende return on invested capital before tax skal sammenholdes med markedsrenten plus et eventuelt risikotillæg.

Regnskabsanalysen vil herefter indeholde beregning af financial structure ratio og financial cost ratio. Nøgletallet financial structure ratio er et udtryk for forholdet mellem invested capital beregnet i managerial balance sheet og egenkapitalen. Financial cost ratio er et udtryk for forholdet mellem EBT og EBIT. Også dette nøgletal er påvirket af mængden af fremmedfinansiering, da der alt andet lige vil være større finansielle omkostninger ved mere fremmedfinansiering. Ved multiplicering af beregnede nøgletal financial structure ratio og financial cost ratio forekommer nøgletallet financial leverage multiplier.

Tax effect er et udtryk for forholdet mellem EAT og EBT. Beregnede tal er altså et udtryk for den effektive skatteprocent.

Ved multiplicering af return on invested capital before tax, financial leverage multiplier og tax effect fremkommer return on equity. Return on equity er et udtryk for virksomhedens profitabilitet ud fra aktionærernes synspunkter. Dette skyldes, som illustreret i figur 6, at nøgletallet består af alle bestanddele og herunder de beslutninger som er foretaget i regnskabsåret

Nedenstående tabel af beregnede nøgletal danner baggrund i tidligere gennemgået resultatopgørelse til analyseformål samt managerial balance sheet.

Nøgletal / regnskabsår	Operating profit margin	Capital turnover	Return on invested capital before tax	Financial structure ratio	Financial cost ratio	Financial leverage multiplier	Tax effect	Return on equity
2013/14	25,32%	1,83	49,47%	1,01	1,00	1,01	74,90%	37,59%
2014/15	11,04%	2,49	32,01%	1,02	0,81	0,83	72,21%	19,15%
2015/16	27,90%	2,91	77,59%	1,04	1,00	1,04	77,00%	62,15%
2016/17	32,35%	2,45	67,91%	1,24	0,99	1,23	76,71%	63,88%
2017/18	30,95%	2,17	65,53%	1,21	0,98	1,19	76,76%	59,99%

Tabel 10 Beregnede nøgletal

15.2.1. Operating profit margin

Som nævnt i ovenstående afsnit 15.2. er nøgletallet operating profit margin forholdet imellem EBIT og omsætningen – det vil altså sige, at det er et nøgletal, som udelukkende relaterer sig til resultatopgørelsen for Coloplast A/S. Fra 2013/14 til 2017/18 er nøgletallet forbedret fra 25,32% til 30,95% det vil sige en stigning på 5,63 procentpoint. Nøgletallet oplever dog et betydelig fald i 2014 /15 på 14,28 procentpoint, hvorefter der opleves en stigning indtil 2017/18.

Stigningen i operating profit margin kan enten henledes til en fald i omsætningen og/eller en stigning i EBIT. Som det fremgår af resultatopgørelsen til analyseformål oplever omsætningen i analyseperioden en stabil stigning år for år og er over hele analyseperioden steget med 4.021 mio. kr. svarende til en stigning på 32%. Af resultatopgørelsen til analyseformål fremgår det desuden, at EBIT i analyseperioden samlet oplever en stigning på 1.944 mio. kr. svarende til en stigning på 62%. Stigningen i EBIT er altså højere end stigningen i omsætningen, hvilket påvirker nøgletallet operating profit margin positivt. EBIT oplever i 2014/15 et fald samtidig med, at omsætningen er steget hvorfor nøgletallet som nævnt ovenfor oplever et betydelig fald.

EBIT er i regnskabsårene 2013/14 – 2015/16 især påvirket af regnskabsposten særlige poster. Denne regnskabspost består jævnfør note 5 i årsrapporterne af hensættelse til retssager vedrørende transvaginale net. Der er dermed tale om omkostninger, som ikke er af tilbagevendende karakter eller en del af den primære drift. Reguleres der for regnskabsposten særlige poster vil operating profit margin se ud som nedenstående.

Nøgletal/regnskabsår	Operating profit margin
2013/14	33,37%
2014/15	32,60%
2015/16	33,01%
2016/17	32,35%
2017/18	30,95%

Tabel 11 Nøgletallet operating profit margin efter regulering af hensættelser vedr. retssager

Såfremt der reguleres for regnskabsposten særlige poster vil nøgletallet operating profit margin i analyseperioden have oplevet et fald på 2,42 procentpoint. Denne udvikling skyldes EBIT, der i analyseperioden nu blot oplever en stigning på 944 mio. kr. svarende til en stigning på 23%, hvorimod omsætningen fortsat stiger med 32% som nævnt ovenfor.

Det findes interessant at undersøge hvad stigningen i EBIT skyldes, hvorfor der i nedenstående er opstillet overblik over udviklingen i gross profit samt de faste omkostninger.

Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14
Omsætning	16.449	15.528	14.681	13.909	12.428
Produktionsomkostninger	-4.921	-4.498	-4.246	-4.009	-3.580
Gross profit	11.528	11.030	10.435	9.900	8.848
Gross margin	70,08%	71,03%	71,08%	71,18%	71,19%

Tabel 12 Udvikling i gross profit

Stigningen i EBIT på 1.944 mio. kr. kan henføres til en stigning på 2.680 mio. kr. på gross profit samt en stigning i de faste omkostninger på 736 mio. kr. Gross margin var i 2013/14 på 71,19 % mens den i 2017/18 var på 70,08 %, og har dermed oplevet et fald på 1,11 procentpoint. Det kan dermed konkluderes, at Coloplast A/S ikke har formået, at sikre mere favorable indkøbsaftaler og at effektiviteten i produktionen eventuelt er blevet forringet. Faldet i gross margin kan muligvis også henføres til, at Coloplast A/S har knaphed på produktionsressourcer og at det dermed er for dyrt, at producere de ekstra produkter, der skal produceres som følge af stigningen i omsætningen. Til at understøtte denne påstand er, som nævnt i den strategiske analyse, at Coloplast A/S i året har udvidet produktionen i Ungarn samt opkøbt en grund i Costa Rica til, at bygge nye produktionsfaciliteter.

Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14
Distributionsomkostninger	-4.639	-4.305	-4.087	-3.918	-3.477
Administrationsomkostninger	-605	-573	-511	-550	-440
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-608	-538	-478	-418	-374
Andre driftsindtægter	66	46	42	38	43
Andre driftsomkostninger	-27	-25	-27	-32	-27
Særlige poster	0	0	-750	-3.000	-1.000
Af- og nedskrivninger	-624	-611	-528	-485	-426
Total	-6.437	-6.006	-6.339	-8.365	-5.701

Tabel 13 Udvikling i de faste omkostninger

Stigningen i de faste omkostninger inklusiv særlige poster stiger i analyseperioden med 736 mio. kr. svarende til en stigning på 13% hvortil gross profit steg med 30%. Det er altså den mindre stigning i de faste omkostninger set i forhold til gross profit, som har påvirket operating profit margin positivt. Som nævnt tidligere havde udviklingen set anderledes ud, såfremt man ikke have indtægtsført reguleringen på hensættelserne til retssager vedrørende transvaginale net. De totale faste omkostninger er især negativt påvirket af stigningen i omkostninger til forskning og udvikling samt af- og nedskrivninger. Stigningen i disse omkostninger skal dog ikke blot ses som noget negativt, da begge omkostninger er en investering i fremtiden. Stigningen i af- og nedskrivninger skyldes betydelige aktiveringer vedr. udvidelse af produktionsfaciliteter i Ungarn.

15.2.2. Capital turnover

Som nævnt i ovenstående afsnit 15.2. er nøgletallet capital turnover et udtryk for, hvor mange gange Coloplast A/S omsætter den investerede kapital. I analyseperiode 2013/14 til 2017/18 er nøgletallet forbedret fra 1,83 gange til 2,17 gange og har dermed oplevet en stigning på 0,34 gange svarende til en stigning på 18,19%. Nøgletallet er størst i 2015/16 med 2,91 gange og har fra 2013/14 oplevet en stigning på 1,08 gange svarende til 59,01%. Efter 2015/16 oplever nøgletallet et fald på 0,74 gange svarende til et fald på 25,43%.

Capital turnover er forholdet mellem omsætningen og investet capital, som er opgjort i managerial balance sheet. Stigningen i capital turnover kan henledes til et fald i investet capital og/eller en stigning i omsætningen.

Som nævnt i afsnittet for operating profit margin er omsætningen i analyseperioden steget med 4.021 mio. kr. svarende til en stigning på 32%. Stigningen i omsætningen i perioden skyldes organisk vækst på alle fire produktmarkeder, som har været højere end prispresset⁸¹. Stigningen i omsætningen kan også henføres til den stærkt voksende ældrebefolkning, samt øget tilgang til sundhedspleje i regionen øvrige markeder. Omsætningen er ligeledes betydeligt mærket af væksten i salget til USA, primært drevet af salgs- og marketings investeringer⁸².

Invested capital er over analyseperioden steget fra 7.187 mio. kr. til 7.779 mio. kr., hvilket er en stigning på 592 mio. kr. og svarende til en stigning på 8,24%. Invested Capital består af likvider, arbejdskapital, anlægsaktiver samt hensættelser.

Det fremgår af managerial balance sheet, at Coloplast A/S har anlægsaktiver i analyseperioden til en bogført værdi imellem 4.198 mio. kr. i 2012/13 til 6.179 mio. kr. i 2017/18. Stigningen i anlægsaktiver er forventelig set i forhold til, at Coloplast A/S har investeret i udvidelse af produktionsfaciliteter i Ungarn samt køb af grund i Costa Rica til de nye produktionsfaciliteter i den kommende fremtid. De nye produktionsfaciliteter er en nødvendighed for Coloplast A/S for, at kunne opretholde den stigende aktivitet, som har været realiseret de senere år. Investeringerne i nye produktionsfaciliteter og de dermed stigende anlægsaktiver har påvirket invested capital negativ i forhold til nøgletallet capital turnover. Havde Coloplast A/S i analyseperioden ikke investeret i anlægsaktiver og herunder produktionsfaciliteter, havde det dog muligvis ikke været muligt, at opretholde stigningen i omsætningen som påvirker capital turnover positivt.

Likviderne er i analyseperioden faldet fra 1.504 mio. kr. til 297 mio. kr., hvilket udgør et fald på 1.207 mio. kr. svarende til 80,25%. Faldet i likvider kan blandt andet henføres til en stigning i tilgodehaver fra salg som er steget med 46,04% og dermed med mere end omsætningen. Ligeledes er varebeholdninger steget med 61,37%, som også er en større stigning end stigningen i omsætningen. Som nævnt i ovenstående analyse af long and short term financing kan udviklingen desuden skyldes en byggekredit i forbindelse med udvidelse af produktionsfaciliteter i Ungarn.

⁸¹ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁸² Coloplast A/S årsrapport 2016/17 og 2017/18

Arbejdskapitalen er et udtryk for de ikke rentebærende pengebindinger, det vil sige poster, der ikke skal forrentes, som Coloplast A/S har fordelt ud over flere regnskabsposter i balancen. Opgørelse af arbejdskapitalen for Coloplast A/S i analyseperioden ser ud som nedenstående.

Mio. DKK	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14	2012/13
Tilgodehavender fra salg	2.877	2.890	2.679	2.467	2.210	1.970
Varebeholdninger	1.725	1.692	1.518	1.473	1.322	1.069
Andre tilgodehavender og perio- deafgrænsningsposter	356	416	438	310	467	400
Andre ikke rentebærende om- sætningsaktiver	335	882	983	634	1.077	423
Leverandører af varer og tjene- steydelser	-751	-675	-697	-591	-566	-111
Langfristet ikke rentebærende gæld	-29	-41	-30	-41	-18	-44
Kortfristet ikke rentebærende gæld	-2.462	-3.070	-3.562	-1.827	-2.162	-1.714
Total	2.051	2.094	1.329	2.425	2.330	1.993

Tabel 14 Oversigt over arbejdskapitalen i analyseperioden

Som det ses af ovenstående tabel 14 har Coloplast A/S pr. 30. september bundet 2.051 mio. kr. i de oplyste balanceposter. Bindingen var pr. 30. september 2013 på 1.993 mio. kr. og dermed er der i analyseperioden oplevet en stigning i arbejdskapitalen på 58 mio. kr. svarende til 2,91%. Arbejdskapitalen stiger, da Coloplast A/S binder flere penge i arbejdskapitalen.

Den samlede stigning i capital turnover kan jævnfør ovenstående analyse henføres til stigningen i omsætningen med 32%, som er højere end stigningen i invested capital med 8,24%. Udviklingen i invested capital er især præget af udviklingen i likvider og anlægsaktiver.

15.2.3. Return on invested capital before tax

Som tidligere nævnt i afsnit 15.2. er nøgletallet return on invested capital before tax et udtryk for, hvor god Coloplast A/S er til, at skabe afkast af den investerede kapital. En tilfredsstillende return on invested capital before tax sammenholdes med en markedsrente på 4 %⁸³ plus et risikotillæg. Ved at multiplicerer nøgletallene operating profit margin og capital turnover fås return on invested

⁸³ <https://www.isp.dk/Pension/Vaerd-at-videre/Prognoseforudsætninger>

capital. Return on invested capital before tax kan dermed læses som hvor profitabel driften har været i forhold til den investerede kapital. I ovenstående beregninger af return on invested capital er balanceposten for kapitalandele udeladt af invested capital. Grundlaget for dette er, at indtægter af kapitalandele ikke indgår i EBIT hvorfor forfatterne heller ikke mener, at den bør indgå i invested capital.

I analyseperioden er nøgletallet steget fra 49,47% til 65,53%, det vil sige en stigning på 16,06 procentpoint. Nøgletallet oplever dog et fald i 2014/15 på 17,46 procentpoint, hvorefter der opleves en stigning indtil 2017/18. Nøgletallet return on invested capital before tax ligger i hele analyseperioden på et positivt niveau, sammenlignet med markedsrenten plus et risikotillæg. Driften har dermed været profitable set i forhold til den investerede kapital. Stigningen i return on invested capital before tax kan enten henledes til et fald i invested kapital og/eller en stigning i EBIT.

I ovenstående analyser af nøgletallene operating profit margin og capital turnover blev det klarlagt, at EBIT steg med 1.944 mio. kr. svarende til 62% og at invested capital steg med 592 mio. kr. svarende til 8,24%. Stigningen i EBIT er dermed i analyseperioden dermed steget med mere end invested capital og denne udvikling har påvirket nøgletallet return on invested capital before tax positivt.

Skal Coloplast A/S forbedre nøgletallet return on invested capital before tax skal Coloplast A/S nedbringe invested capital eller forøge EBIT. Det er naturligt for alle virksomheder konstant, at forsøge at forøge EBIT ved at nedbringe omkostninger og/eller forøge omsætningen. Umiddelbart vil det dog have den bedste effekt, hvis Coloplast A/S forsøger, at nedbringe invested capital. Det er en mulighed, at nedbringe invested capital gennem en gældsindfrielse og dermed gøre brug af de frie likvider. Coloplast A/S kan herudover nedbringe arbejdskapital ved at sætte kreditfaciliteterne ned for deres kunder og dermed mindske tilgodehavende fra salg. Denne forkortelse af kreditfaciliteter vil yderligere alt andet lige give en endnu højere likvid beholdning, der som sagt kan bruges til en gældsindfrielse.

15.2.4. Financial structure ratio

Som tidligere nævnt i afsnit 15.2. er nøgletallet financial structure ratio et udtryk for forholdet imellem invested capital og egenkapitalen. I analyseperioden er nøgletallet steget fra 1,01 gange til 1,21 gange og har dermed oplevet en stigning på 0,2 gange svarende til en stigning på 19,80%. Nøgletallet er størst i 2016/17 med 1,24 gange og har fra 2013/14 til 2016/17 oplevet en stigning på 0,23 gange

svarende til 22,77%. Stigningen i financial structure ratio i analyseperioden kan henledes til et fald i egenkapitalen og/eller en stigning i invested capital.

Som det fremgår af managerial balance sheet er egenkapitalen i analyseperioden faldet med 351 mio. kr. svarende til et fald på 5,19%. Faldet i egenkapitalen igennem analyseperioden skyldes udbetalinger af udbytte til aktionærer samt kapitalnedsættelse i 2015/16⁸⁴. Af managerial balance sheet samt afsnittet om nøgletallet capital turnover fremgår det ligeledes, at invested capital i analyseperioden er steget fra 7.187 mio. kr. til 7.779 mio. kr., hvilket er en stigning på 592 mio. kr. og svarende til en stigning på 8,24%. Udviklingen i invested capital er især præget af udviklingen i likvider og anlægsaktiver.

Såvel udviklingen i invested capital som egenkapitalen er stabil i hele analyseperioden, med blot et lille udsving i 2014/15, hvor begge tal er påvirket af reguleringen på hensættelsen til retssager vedrørende transvaginale net. Disse stabile udviklinger har ligeledes påvirket nøgletallet financial structure ratio til en stabil udvikling i regnskabsperioden.

Financial structure ratio er pr. 30. september 2018 1,21 og er et udtryk for, at Coloplast A/S har en relativ stor andel af egenfinansiering ud af den samlede capital employed i managerial balance sheet. Coloplast A/S er dermed alt andet lige godt rustet, såfremt der skulle ske et fald i aktivitetsniveauet eller opstå ændringer i konjunkturerne.

15.2.5. Financial cost ratio

Som tidligere nævnt i afsnit 15.2. er nøgletallet financial cost ratio et udtryk for forholdet imellem EBT og EBIT og dermed hvor stor en andel af EBIT der er tilbage, når de finansielle poster er fratrasket. Fra 2013/14 til 2017/18 er nøgletallet forringet fra 1,00 gange til 0,98 gange, hvilket vil sige et fald på 0,02 gange svarende til 2,00%. Financial cost ratio er i hele analyseperioden tæt på 1, som er den maksimale værdi forholdet imellem de to regnskabsposter kan være.

Faldet i financial cost ratio kan henføres til en stigning i EBIT og/eller en fald i EBT. I analyseperioden er EBIT steget fra 3.147 mio. kr. til 5.091 mio. kr., hvilket vil sige en stigning på 1.944 mio. kr. svarende til 61,77%. EBT er i analyseperiode steget fra 3.191 mio. kr. til 5.009 mio. kr., hvilket vil sige

⁸⁴ Coloplast A/S årsrapport 2015/16

en stigning på 1.818 mio. kr. svarende til 56,97%. Det er altså stigningen i EBIT som er højere end stigningen i EBT, der resulterer i et fald i financial cost ratio.

15.2.6. Financial leverage multiplier

Som tidligere nævnt i afsnit 15.2. er nøgletallet financial leverage multiplier, et udtryk for virksomhedens gearing – andel af fremmedkapital. Financial leverage multiplier er i analyseperioden steget fra 1,01 til 1,19, hvilket er en stigning på 0,18 svarende til 17,82%. Financial leverage multiplier er lavest i året 2014/15 med 0,83 og højeste i 2016/17 med 1,23.

I ovenstående analyser af nøgletallene financial structure ratio og financial cost ratio er det blevet klarlagt, at nøgletallene samlet klarer sig dårligst i 2014/15 og bedst i årene 2016/17 hvilket har påvirket financial leverage multiplier. Det blev ligeledes klarlagt, at nøgletallene i perioden ændrer sig minimalt, hvilket også påvirker til en minimal ændring i financial leverage multiplier.

For at ændre financial leverage multiplier, bør Coloplast A/S nedsætte selskabskapitalen, ved annullering af egne aktier i behold. Coloplast A/S har pr. 30. september 2018 blot 3.633 egne aktier⁸⁵ og bør derfor overveje at købe flere aktier før nedsætning af selskabskapitalen. Coloplast A/S kan erved øge payout ratioen, der dog allerede er på et højt niveau med 88 %⁸⁶.

15.2.7. Tax effect ratio

Som tidligere nævnt i afsnit 15.2. er tax effect ratio et udtryk for den effektive skatteprocent. Den effektive skatteprocent og den lovpligtige tax rate er sjældent den samme⁸⁷. I Danmark er den lovpligtige selskabsskat 22%, men den effektive skatteprocent, som findes ved at dividere EAT med EBT giver ikke nødvendigvis 22%. Tax effect ratio har i analyseperioden ligget i spændet mellem 72,21% og 77,00%. Den effektive skatteprocent ligger dermed i spændet 27,79% og 23,00%⁸⁸, hvilket er en anelse højere end den lovpligtige selskabsskat på 22%.

Projektet afgrænser sig fra skattelovgivningen samt det skattemæssige behandling af årsrapporten, hvorfor der henvises til note 7 i årsrapporten, hvor opgørelsen af Coloplast A/S' skatteregnskab er opstillet. Det fremgår af noten, at der reguleres for udskudt skat samt reguleres for skat vedr. tidligere år, begge to poster, der påvirker beregningen af den effektive skatteprocent.

⁸⁵ Note 7 Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁸⁶ Note 8 Coloplast A/S årsrapport 2017/18

⁸⁷ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: *Finance for executives*, 5. udgave, Cengage Learning.

⁸⁸ Beregnes som 1-TER

Forklaringen på tax effect ratios afvigelse til den lovpligtige selskabsskat på 22% skyldes altså, at der i årene er beregnet en udskudt skatteforpligtelse, som årligt reguleres samt at der reguleres for skat vedr. tidligere år.

15.2.8. Return on equity

Som tidligere nævnt i afsnit 15.2. er return on equity et udtryk for, hvor profitable virksomheden er ud fra aktionærernes synspunkt. Return on equity beregnes ved, at multiplicerer return on invested capital, financial leverage multiplier og tax effect. Nøgletallet er i analyseperioden steget fra 37,59% til 59,99%, det vil sige en stigning på 22,4 procentpoint.

Umiddelbart er nøgletallet return on equity for Coloplast A/S på et meget tilfredsstillende niveau. For at få dette bekræftet sammenholdes return on equity med den i den strategiske analyse identificerede konkurrent Convatec. Konkurrenten aflægger årsrapport pr. 31. december hvorfor den seneste årsrapport, som er offentliggjort er for 2018.

Nøgletal / mio. \$	Earnings after tax	Owner's equity	Return on equity
Convatec	221,6	1.617,2	13,70 %

Tabel 15 Return on equity for konkurrenten Convatec

Som det fremgår af ovenstående tabel har en af de største konkurrenter for Coloplast A/S en return on equity på 13,70% pr. 31. december 2018 og ligger dermed betydelig under Coloplast der pr. 30. september 2018 har en return on equity på 59,99%.

Som det ses af analysen foretaget for nøgletallene, er tax effect ratio og financial leverage multiplier relativt stabile i analyseperioden. Tax effect ratio er et nøgletal, som for Coloplast A/S er svære, at påvirke, da det er lovbestemt hvad skatteprocent er. Ligeledes vil det kræve store opkøb af egne aktier for, at kunne nedsætte egenkapitalen eller en stigning i payout ratio, som allerede nu er på et meget højt niveau, for at kunne ændre financial leverage multiplier.

Forbedringen af nøgletallet return on equity kan dermed tilskrives return on invested capital before tax og herunder operating profit margin og capital turnover. Som det fremgår af ovenstående ana-

lyse for operating profit margin, er denne positivt påvirket af en højere stigning i EBIT end i omsætningen. Omsætningshastigheden af den investerede kapital⁸⁹ er i analyseperioden ligeledes forbedret, positivt påvirket af en omsætningsstigning, der er højere end stigningen i invested capital.

Skal Coloplast A/S forbedre nøgletallet return on equity bør Coloplast A/S forøge omsætningen. Coloplast A/S skal herudover have fokus på produktionsomkostningerne, der på nuværende tidspunkt stiger mere end omsætningen i analyseperioden og dermed påvirker gross margin negativt. Af analysen for gross margin og de faste omkostninger fremgår det ligeledes, at en forøgelse af omsætningen bidrager til en betydelig stigning i de faste omkostninger med 37%, når der ses bort for regnskabsposten særlige poster. Såvel produktionsomkostninger som de faste omkostninger stiger med 37% når omsætningen stiger med 32% og Coloplast A/S bør derfor have et stort fokus på styring af omkostninger i fremtiden for at forbedre return on equity.

15.2.9. Delkonklusion

Forfatterens anbefaling til Coloplast A/S er, at få øget omsætningen så vidt muligt inden for de nuværende rammer og ressourcer til rådighed. Coloplast A/S har i året udvidet produktionsfaciliteterne og har endnu en udvidelse i pipelinen, hvorfor der i fremtiden bør være kapacitet til, at foretage en forøgelse af omsætningen. Det er for Coloplast A/S i fremtiden også nødvendigt, at få styr på sine produktionsomkostninger samt faste omkostninger, således disse ikke fortsat stiger mere end omsætningen. Lykkedes dette ikke, vil det ikke blive muligt for Coloplast A/S, at forbedre deres nøgletal. Af mere drastiske tiltag kan Coloplast A/S anvende likviditet til, at opkøbe egne aktier og herefter foretage en nedsættelse af selskabskapitalen eller foretage gældsindfrielse.

⁸⁹ Capital turnover

16. Budgettering

Projektets formål er, at belyse hvorvidt den teoretiske værdiansættelse af Coloplast A/S afspejler børsværdien. Til at beregne den teoretiske værdiansættelse via en discounted cash flow model skal der udarbejdes budget, som er lagt på baggrund af Coloplast A/S' forventninger, strategiske analyser og regnskabsanalysen. Beregningen foretages for, at kunne opstille det fremtidige cash flow over en 10-årig periode.

Budgetperioden for efterfølgende budgetter er fastsat til at være 1. oktober 2019 til 10. september 2029 og med en terminalperiode begyndende 1. oktober 2029. Budgettet udarbejdes yderligere på baggrund af identificerede succeskriterier, som har væsentlig indflydelse på Coloplast A/S fremtidige resultater og dermed det fremtidige cash-flow. Oplistede punkter nedenfor indeholder identificerede succeskriterier for Coloplast A/S:

- Omsætning
- Omkostninger
- Rente- og skattesatser
- Pengebindinger
- Investeringer
- Øvrige poster

Det fulde resultat- og balancebudget fremgår af bilag 2 og bilag 3. I efterfølgende afsnit omhandler succeskriterierne gennemgås bevæggrundene for valgte tendenser og udviklinger.

16.1. Omsætning

Af nedenstående tabel 16 ses den procentvise budgetterede omsætningsstigning fordelt på produktsegmenter.

Segmen- teret omsæt- ning	2018/ 19	2019/ 20	2020/ 21	2021/ 22	2022/ 23	2023/ 24	2024/ 25	2025/ 26	2026/ 27	2027/ 28	2028/ 29	Ter- minal
Stomi	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Kontinens	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Urologi	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Hud- og sårpleje	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Tabel 16 Budgettering af omsætningen

Som det blev belyst i den strategiske analyse af Coloplast A/S, oplever virksomheden generelt en omsætningsacceleration og har momentum i væksten, på et marked som blot vækster med 4-5% årligt. I den strategiske analyse blev det belyst, at demografien oplevede en generel forøgelse af levealderen, og at befolkningen sammenlignet med 1970 gennemsnitlig lever ti år mere. I den strategiske analyse blev det ligeledes belyst, at udviklingen inden for lægevidenskaben er en af de største trusler imod Coloplast A/S' vækst. Til trods for lægevidenskabens udvikling forventes det, at markedet fortsat vil opleve en vækst, som følge af en stigende ældrebyrde, der har en større tendens til, at udvikle kroniske livsstilssygdomme samt forbedringer i sundhedsvæsenet i flere lande. Ud over den generelle vækst på markedet oplever Coloplast A/S, at vinde markedsandele på flere af produktmarkederne og dermed opleve endnu større vækst i omsætningen end de 4-5%. Coloplast A/S' største konkurrent, Convatec, udtaler sig også i deres årsrapport, at den generelle vækst på markedet ligger omkring 4%.⁹⁰

Stomi har de senere år haft en vækst i omsætningen på mellem 6% og 7%. Væksten er de senere år især blevet ført an af Kina, Storbritannien og USA. Coloplast A/S har på nuværende tidspunkt en stor andel af det samlede marked, hvorfor det ikke vurderes, at være muligt, at Coloplast A/S har en

⁹⁰ Convatec Annual Report and Accounts 2018

betydelig større vækst end den generelle vækst. På baggrund heraf budgetteres med en vækst på 6% i en 10-årige budgetperiode.

Kontinens har de senere år haft en vækst i omsætningen på mellem 3% og 7%. Væksten har på dette produktmarked især været præget af gode år i Frankrig, Storbritannien og USA. Også på dette produktmarked er Coloplast A/S markedsleder, hvorfor det i lighed med stomi ikke vurderes, at være muligt, at opleve en betydelig større vækst end den generelle vækst på markedet. På baggrund af dette budgetteres med en vækst på 5% i en 10-årig budgetperiode. Igen understøttes niveauet af markedsvæksten af Convatec, som udtaler sig, at markedet vokser med 3-5% om året.⁹¹

Urologi har i de senere år haft en vækst i omsætningen på mellem 6% og 10%. Coloplast A/S har altså oplevet en vækst, der ligger betydelig over markedsvæksten. En del af denne udvikling skyldes konkurrenten Altis' beslutning om, at forlade markedet. De senere år har især Frankrig og USA bidraget væsentlig til væksten. Coloplast A/S' markedsposition på dette produktmarked er nr. 4, hvorfor det vurderes, at Coloplast A/S fortsat vil kunne vokse mere end markedet og på den måde vinde markedsandele. På baggrund heraf budgetteres med en vækst på 8% i en 10-årig budgetperiode.

Hud- og sårpleje har i de senere år haft en vækst i omsætningen på mellem 3% og 5%, hvilket er lavere end markedsvæksten. Vækstniveauet understøttes også her af Convatec, som ser at markedet for sårpleje vokser med 4-5% om året.⁹² På markedet for hud- og sårpleje opererer mange konkurrenter, hvorfor der mange substituerende produkter, hvilket gør det svært for Coloplast A/S, at vinde markedsandele. Markedsvæksten påvirkes negativt grundet et øget konkurrencetryk blandt producenterne samt prispres på de offentlige budgetter i Europa. På baggrund heraf budgetteres med en vækst på 3% i en 10-årige budgetperiode.

⁹¹ Convatec Annual Report and Accounts 2018

⁹² Ibid

16.2. Omkostninger

Af nedenstående tabel ses den procentvise budgetterede omkostningsstigning fordelt på funktioner i Coloplast A/S.

Omkostninger	2018 /19	2019 /20	2020 /21	2021 /22	2022 /23	2023 /24	2024 /25	2025 /26	2026 /27	2027 /28	2028 /29	Ter- minal
Produktionsomkostninger	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Forsknings- og udviklingsomkostninger	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Distributionsomkostninger	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Administrationsomkostninger	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Tabel 17 Budgettering af omkostninger

Produktionsomkostningerne har i analyseperioden en gennemsnitlig stigning på 7,4% om året. Som nævnt i regnskabsanalysen oplever Coloplast A/S et fald i gross margin, som alt andet lige kan henføres til knaphed på produktionsressourcer og at det dermed er for dyrt, at producere de ekstra produkter, som skal produceres som følge af stigningen i omsætningen. Som belyst i den strategiske analyse vil Coloplast A/S for, at imødekomme den stigende omsætning i fremtiden bygge nye produktionsfaciliteter i Costa Rica, som skal stå færdig i år 2020. Af ovenstående skema fastsættes produktionsomkostningerne i budgetperioden til en årlig stigning på 5%. Faldet sammenlignet med den realiserede stigning i regnskabsanalysen, skyldes forfatterens forventninger om, at Coloplast A/S vil realisere en række besparelser i produktionen. Besparelserne skal opnås gennem lukning af produktion i Thisted, Danmark, samt at der i fremtiden ikke længere vil være knaphed på produktionsressourcer.

Det blev i værdikædeanalysen belyst, at Coloplast A/S er markedets førende produktudvikler og at det også er på denne parameter, at virksomheden differentierer sig fra konkurrenterne på markedet. Skal Coloplast A/S i fremtiden fastholde denne mulighed for, at kunne differentiere sig fra konkurrenterne og dermed sikre den budgetterede omsætning, er forsknings- og udviklingsomkostninger en af Coloplast A/S' vigtigste omkostninger. Det blev i den strategiske analysen desuden belyst,

at en af Coloplast A/S største udfordringer i fremtiden er udviklingen i lægevidenskaben, som kan gøre Coloplast A/S' produkter undværlige. Coloplast A/S skal derfor hele tiden have fokus på, at udvikle nye produkter, der er uundværlige for den udviklende lægevidenskab. Der budgetteres derfor med en vækst på 7% i en 10-årig budgetperiode.

Som nævnt i ovenstående blev det i den strategiske analyse klarlagt, at Coloplast A/S i 2020 vil have færdigbygget nye produktionsfaciliteter i Costa Rica. Valget af denne placering samt placering af de andre produktionslokationer er ikke tilfældige, da disse er centralt placeret og fordelt på verdensplan, således det er muligt for Coloplast A/S, at holde distributionsomkostningerne så lave som muligt. Det forventes, at omkostningerne til distribution vil stige som følge af en omsætningsstigning. Det forventes dog ikke, at omkostningerne til distribution vil stige relativt lige så meget som omsætningsstigningen. Dette skyldes, at aftagerne af produkterne langt hen af vejen formegentlig vil være de samme, som blot tager flere produkter, hvorfor der ikke skal distribueres til procentuelt lige så mange nye kunder som omsætningen stiger. Som følge af ovenstående er der budgetteret med en vækst på 5% i en 10-årig budgetperiode.

En stigning i omsætningen vil alt andet lige påvirke en stigning i administrationsomkostningerne. Der er dog ingen identifikationer på yderligere stigninger ud over stigningen af den organiske vækst i omsætningen. Derfor budgetteres der med en vækst på 5% i en 10-årig budgetperiode.

Der er ikke budgetteret med procentuelle stigninger på andre driftsindtægter og -omkostninger, da det ikke fremgår klar og tydeligt af årsrapporten, hvad disse omkostninger indebærer, hvorfor det er svært, at fastsætte forventninger hertil. Yderligere er nettobeløbet for andre driftsindtægter og -omkostninger ikke et væsentligt karakter for årsrapporten.

I den strategiske analyse samt regnskabsanalysen fremgik det, at Coloplast A/S i lighed med en lang række større producenter, har været part i individuelle søgsmål vedrørende produktansvar ved brug af transvaginale net. Coloplast A/S vurderer, at have indgået forlig i mere end 95 % af antallet af kendte sager⁹³. Coloplast A/S har derfor siden søgsmålets opstart hensat til denne forpligtelse. I årsrapporten for 2017/18, står der til dette søgsmål hensat 220 mio. kr. som kortfristede forpligtelser og 35 mio. kr. som langfristede forpligtelser. Disse hensatte forpligtelser er i budgetperioden

⁹³ Coloplast A/S årsrapport 2017/18

resultatført, da det alt andet lige må antages, at de resterende søgsmål bliver afgjort i den nærmeste fremtid.

16.3. Finansielle poster og skat

Finansielle poster er i budgetperioden fastsat til 0 kr. Denne fastsættelse skyldes, at det er svært at spå om fremtidige renter og afkast. Ligeledes skal det bemærkes, at finansielle indtægter og -omkostninger i analyseperioden går nogenlunde ud med hinanden, hvorfor en eventuel fastsættelse af finansielle poster i budgetperioden, ikke vil have en væsentlig påvirkning på resultatet.

Skattesatsen er budgetteret med 24,48%, som er den gennemsnitlige skattesats for hele analyseperioden i regnskabsanalysen. Afvigelsen mellem fastsatte skattesats og den lovpligtige selskabsskat på 22% skyldes, at der i årene er beregnet en udskudt skatteforpligtelse, som årligt reguleres samt der reguleres for skat vedr. tidligere år.

16.4. Pengebindinger

Med pengebindinger forstås de bindinger som Coloplast A/S har i henholdsvis varelager, tilgodehavender fra salg og leverandører af varer og tjenesteydelser. For at kunne budgettere disse balancposter er det nødvendigt, at opstille forudsætninger for posternes størrelse gennem fastsættelse af varelagerets omsætningshastighed, debitor dage og kreditor dage.

16.4.1. Varelagerets omsætningshastighed

Nedenfor er den historiske lageromsætningshastighed i analyseperioden fra 2013/14 - 2017/18 beregnet.

Varelagerets omsætningshastighed	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	Gennemsnit
Produktionsomkostninger	3.580	4.009	4.246	4.498	4.921	4.251
Varelager ultimo	1.322	1.473	1.518	1.692	1.725	1.546
Varelagerets omsætningshastighed	2,71	2,72	2,80	2,66	2,85	2,75

Tabel 18 Varelagerets omsætningshastighed.

Som det fremgår af ovenstående tabel ligger varelagerets omsætningshastighed for Coloplast A/S på mellem 2,66 og 2,85 gange/år. Der er i analyseperioden ikke en væsentlig stor spredning i vare-

lagerets omsætningshastighed, hvorfor budgettet vil tage udgangspunkt i en gennemsnitlig beregning på de fem analyse år. Nedenfor opstilles forventningerne til varelagerets omsætningshastighed samt beløbsmæssig størrelse i budgetperioden.

Varelagerets omsætnings-hastighed	2017 /18R	2018 /19	2019 /20	2020 /21	2021 /22	2022 /23	2023 /24	2024 /25	2025 /26	2026 /27	2027 /28	2028 /29	Ter-minal
Produktions-omkostninger	4.921	5.167	5.425	5.697	5.982	6.281	6.595	6.924	7.271	7.634	8.016	8.417	8.837
Varelager ultimo	1.725	1.879	1.973	2.072	2.175	2.284	2.398	2.518	2.644	2.776	2.915	3.061	3.214
Varelagerets omsætnings-hastighed	2,85	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75

Tabel 19 Budgettering af varelageret

Som det fremgår af ovenstående tabel 19 for beregning af varelagerets beløbsmæssige størrelse i budgetperioden, er varelageret budgetteret til, at udgøre 3.061 mio. kr. ultimo 2028/29. Varelageret beløbsmæssige størrelse beregnes på baggrund af den gennemsnitlige lageromsætningshastighed beregnet for perioden 2013/14 til 2017/18 som af forfatterne forventes, at ville fortsætte i budgetperioden. Der er i den strategiske analyse samt regnskabsanalysen ingen identifikationer på, at denne vil ændre sig i budgetperioden. Varelageret i budgetperioden beregnes derudover på baggrund af de budgetterede produktionsomkostninger. Produktionsomkostningerne er budgetteret til, at stige i budgetperioden for at kunne imødekomme den stigende omsætning, grundet en voksende ældrebyrde m.v. Produktionsomkostningerne vil dog ikke stige relativt lige så meget som omsætningen grundet forventninger om, at Coloplast A/S vil realisere en række besparelser i produktionen.

16.4.2. Debitor- og kreditordage

Nedenstående budgettering af debitor- og kreditordage vil i lighed med varelagerets omsætnings-
hastighed tage udgangspunkt i de realiserede debitor- og kreditordage i analyseperioden.

Debitorbage	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	Gennemsnit
Tilgodehavender fra salg ultimo	2.210	2.467	2.679	2.890	2.877	2.625
Gennemsnitlig dagligt salg	34	38	40	43	45	40
Debitorbage	64,91	64,74	66,61	67,93	63,84	65,62

Tabel 20 Gennemsnitlige debitorbage

Kreditordage	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	Gennemsnit
Varekreditore ultimo	566	591	697	675	751	656
Indkøb (produktionsomkostninger+lager ultimo-lager primo)	3.833	4.160	4.291	4.672	4.954	4.382
Dagligt indkøb	11	11	12	13	14	12
Kreditordage	53,90	51,85	59,29	52,73	55,33	54,64

Tabel 21 Gennemsnitlige kreditordage

Som det fremgår at ovenstående tabeller for debitor og kreditordage er de gennemsnitlige debitor-
bage for perioden 65,62 dage og de gennemsnitlige kreditordage er 54,64 dage.

Der opleves heller ikke her en stor spredning i analyseperioden for debitor- og kreditordage, hvorfor
debitorbage i budgetperioden er fastsat til 65 dage og kreditordage i budgetperioden er fastsat til
55 dage. Nedenfor i tabel 22 og 23 opstilles forventninger til debitor- og kreditordage samt beløbs-
mæssig størrelse i budgetperioden.

Debitordage	2017 /18R	2018/ 19	2019/ 20	2020/ 21	2021/ 22	2022/ 23	2023/ 24	2024/ 25	2025/ 26	2026/ 27	2027/ 28	2028/ 29	Ter- minal
Tilgodeha- vender fra salg ultimo	2.877	3.089	3.258	3.437	3.627	3.827	4.039	4.263	4.501	4.752	5.019	5.301	5.599
Gennemsnit- lig dagligt salg	45	48	50	53	56	59	62	66	69	73	77	82	86
Debitordage	63,84	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00

Tabel 22 Budgettering tilgodehavender fra salg

Kreditor-dage	2017 /18R	2018 /19	2019 /20	2020 /21	2021 /22	2022 /23	2023 /24	2024 /25	2025 /26	2026 /27	2027 /28	2028 /29	Ter- minal
Varekreditorer ultimo	751	802	832	873	917	963	1.011	1.061	1.115	1.170	1.229	1.290	1.355
Indkøb (produktions- omkostninger+lager ultimo-lager primo	4.954	5.321	5.519	5.795	6.085	6.389	6.709	7.044	7.396	7.766	8.155	8.562	8.990
Dagligt indkøb	14	15	15	16	17	18	18	19	20	21	22	23	25
Kreditor-dage	55,33	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55

Tabel 23 Budgettering varekreditorer

Som det fremgår af ovenstående tabeller for beregning af debitorernes og kreditorernes beløbsmæssige størrelse i budgetperioden er debitorer budgetteret til, at udgøre 5.301 mio. kr. ultimo 2028/29 og kreditorer budgettet til at udgøre 1.290 mio. kr. ultimo 2028/19.

Den beløbsmæssige størrelse af debitorerne beregnes på baggrund af de 65 debitordage, fastsat på baggrund af de beregnede for perioden 2013/14 til 2017/18, som af forfatterne forventes, at ville fortsætte i budgetperioden. Der er i den strategiske analyse samt regnskabsanalysen ingen identifikationer på, at denne vil ændre sig i budgetperioden. Debitorerne i budgetperioden beregnes derudover på baggrund af den budgetterede omsætning fordelt på årets 365 dage. Omsætningen er budgetteret til, at stige i budgetperioden på alle produktmarkeder. Stigningen i den budgetterede omsætning kan blandt andet henføres til en generel forøgelse af levealderen samt en generel vækst på markederne, som følge af forbedrede levestandarder i verden.

Den beløbsmæssige størrelse af kreditorerne beregnes på baggrund af de 55 kreditordage, fastsat på baggrund af de beregnede for perioden 2013/14 til 2017/18, som af forfatterne forventes, at ville

fortsætte i budgetperioden. Der er i den strategiske analyse samt regnskabsanalysen heller ikke her identifikationer på, at denne vil ændre sig i budgetperioden. Kreditorerne i budgetperioden beregnes derudover på baggrund af det budgetterede daglige indkøb.

Varelageret, tilgodehavender fra salg og leverandører af varer og tjenesteydelser er 3 regnskabsposter, som alle fremgår af den beregnede arbejdskapital i regnskabsanalysen. Arbejdskapitalen udgjorde i analyseperioden gennemsnitlig ca. 13% af omsætningen, hvorfor det i budgettet ligeledes har været hensigtsmæssigt, at budgettere med en arbejdskapital som udgør ca. 13% af omsætningen. For at opnå en samlet stigning, der er tilstrækkelig til, at arbejdskapitalen udgør 13% af omsætningen er regnskabsposterne selskabsskat (aktiv og passiv), andre tilgodehavende og periodeafgrænsningsposter, værdipapirer, periodeafgrænsningsposter (passiv) samt anden gæld og periodeafgrænsningsposter budgetteret med en stigning på 6% årligt. Deponeringer, som herudover er en del af arbejdskapitalen er i budgetperioden sat til 0 kr.

16.5. Investeringer og afskrivninger

For at kunne imødekomme den budgetterede vækst, skal Coloplast A/S investere i anlægsaktiver. Som nævnt i den strategiske analyse skal Coloplast A/S sikre sig den fremtidige vækst gennem produktudvikling og i forlængelse heraf, skal der alt andet lige bruges nye maskiner til produktion af nye produkter. Ligeledes blev det i den strategiske analyse klarlagt, at Coloplast A/S i 2020 forventeligt har færdigbygget nye produktionsfaciliteter i Costa Rica, som også vil resultere i en tilgang i anlægsaktiver. Udover materielle anlægsaktiver skal Coloplast A/S også investere i immaterielle anlægsaktiver - herunder goodwill og patenter mv. på nye produkter.

Til budgetudarbejdelse af immaterielle og materielle anlægsaktiver forudsættes der, at der i lighed med tidligere år investeres årligt i begge regnskabsposter. Den årlige investering i immaterielle og materielle anlægsaktiver er baseret på observationer i tilgange i regnskabsanalysen samt vidensgrundlag opnået i den strategiske analyse. Det er derfor budgetteret, at Coloplast A/S årligt investerer 40 mio. kr. i immaterielle anlægsaktiver. Det er ligeledes budgetteret, at Coloplast A/S årligt investerer yderligere 50 mio. kr. i materielle anlægsaktiver. I 2020 budgetteres der med dog med en betydelig højere investering grundet udvidelse af produktionsfaciliteter i Costa Rica, som forventes at stå færdig i 2020.

I budgettet forudsættes det derudover, at de årlige af- og nedskrivninger på immaterielle anlægsaktiver udgør 10% og afskrivningerne på materielle anlægsaktiver udgør 15%. Disse årlige afskrivninger er baseret på, hvad årets afskrivninger i årsrapporten for 2017/18 udgør af regnskabsposten værdi.

Ovenstående forudsætninger udmønter sig i nedenstående forløb over immaterielle og materielle anlægsaktiver.

Immaterielle anlægsaktiver	2017/18R	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	Terminal
Primo	2.311	2.518	2.617	2.742	2.891	3.061	3.250	3.456	3.677	3.913	4.160	4.419	4.688
Investeringer	364	390	430	470	510	550	590	630	670	710	750	790	825
Af- og nedskrivninger	157	291	305	321	340	361	384	409	435	462	491	521	825
Ultimo	2.518	2.617	2.742	2.891	3.061	3.250	3.456	3.677	3.913	4.160	4.419	4.688	4.688

Tabel 24 Budgettering immaterielle anlægsaktiver.

Materielle anlægsaktiver	2017/18R	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	Terminal
Primo	3.078	3.169	3.204	4.423	4.312	4.260	4.259	4.300	4.377	4.486	4.620	4.777	4.953
Investeringer	558	600	2.000	650	700	750	800	850	900	950	1.000	1.050	1.100
Af- og nedskrivninger	467	565	781	761	752	752	759	772	792	815	843	874	1.100
Ultimo	3.169	3.204	4.423	4.312	4.260	4.259	4.300	4.377	4.486	4.620	4.777	4.953	4.953

Tabel 25 Budgettering materielle anlægsaktiver.

Som det fremgår af ovenstående tabeller for immaterielle og materielle anlægsaktiver, er afskrivninger og investeringer i terminalperioden sat lig med hinanden. Grundlaget for dette er, at alle anlægsaktiver som udgangspunkt skal afskrives og at terminalperioden er en periode som strækker sig i det uendelige.

16.6. Øvrige regnskabsposter

Gæld til kreditinstitutter forøges med 5% i 2020, hvor det forventes, at produktionsfaciliteterne i Costa Rica står færdigbygget. Herefter afdrages der årligt med 3% (ca. svarende til et 30 års lån) af gælden hvorfor gælden i budgetperioden er stødt faldende efter 2020.

Langfristet leasinggæld nedbringes hvert år med 8 mio. kr., der af årsrapport 2017/18 oplyses som kort del af langfristet leasinggæld. Derfor forekommer der også årligt 8 mio. kr. som kortfristet leasinggæld af balancen i budgetperioden, indtil leasinggælden er fuldt afdraget. Det er svært at forudsige hvorvidt Coloplast A/S i fremtiden vil optage nye leasingaftaler. Nuværende leasingaftaler udgør beløbsmæssigt en ubetydelig andel af den samlede balance, hvorfor der ikke budgetteres med nye leasingaftaler.

Jævnfør årsrapporterne 2015/16 - 2017/18 for Coloplast A/S er der foreslået et gennemsnitligt udbytte på 88% af årets resultat. Udbytteudlodningen i budgetperioden er dermed fastsat med en payout ratio på 88%.

Hensættelser vedrørende søgsmål på vaginale net er i budgetperioden nedbragt til 0 kr., da det forventes, at disse vil blive udbetalt i den nærmeste fremtid. Det resterende hensættelser vedrørende pensioner mv. er ikke reguleret i budgetperioden.

17. Værdiansættelse DCF-modellen

På baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen samt budgettering vil det efterfølgende afsnit indeholde forfatterens bud på en værdiansættelse af Coloplast A/S pr 30. september 2018.

For at kunne beregne Coloplast A/S' markedsværdi på baggrund af discounted cash flow metoden skal Coloplast A/S' vægtede omkostninger (WACC) opgøres. De fremtidige cash flows skal tilbage-diskonteres med WACC'en for, at kunne beregne nutidsværdien af cash flows.

17.1. Weighted average cost of capital (WACC)

Som nævnt i ovenstående indledning til værdiansættelse af Coloplast A/S, er WACC en central del af denne beregning. WACC udtrykker afkastkravet for både aktionære og långivere. WACC'en be-regnes ud fra følgende formel:

$$WACC = K_E \frac{E}{E + D} + K_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D}^{94}$$

Første led i ovenstående formel består af omkostningerne forbundet med egenkapitalen og andet led består af omkostningerne forbundet med fremmedkapitalen.

17.1.1. Omkostning ved finansiering gennem egenkapital

Som nævnt ovenfor i afsnit 17.1. er det første led i beregningen af WACC, beregningen af omkost-ningen forbundet med egenkapitalen. Herunder består første led i beregningen af omkostningen forbundet med egenkapitalen, af K_E , som beregnes på baggrund af følgende formel:

$$R_F + (E(R_M) - R_F)\beta_E$$

$$R_F = \text{risikofri rente}$$

$$E(R_M) = \text{investorerens risikopræmie}$$

$$\beta_E = \text{Coloplast A/S aktiens betaværdi}$$

Den risikofri rente er jævnfør nedenstående graf fra Danmarks Statistik⁹⁵ i 2018 på 0,5% på de dan-ske statsobligationer.

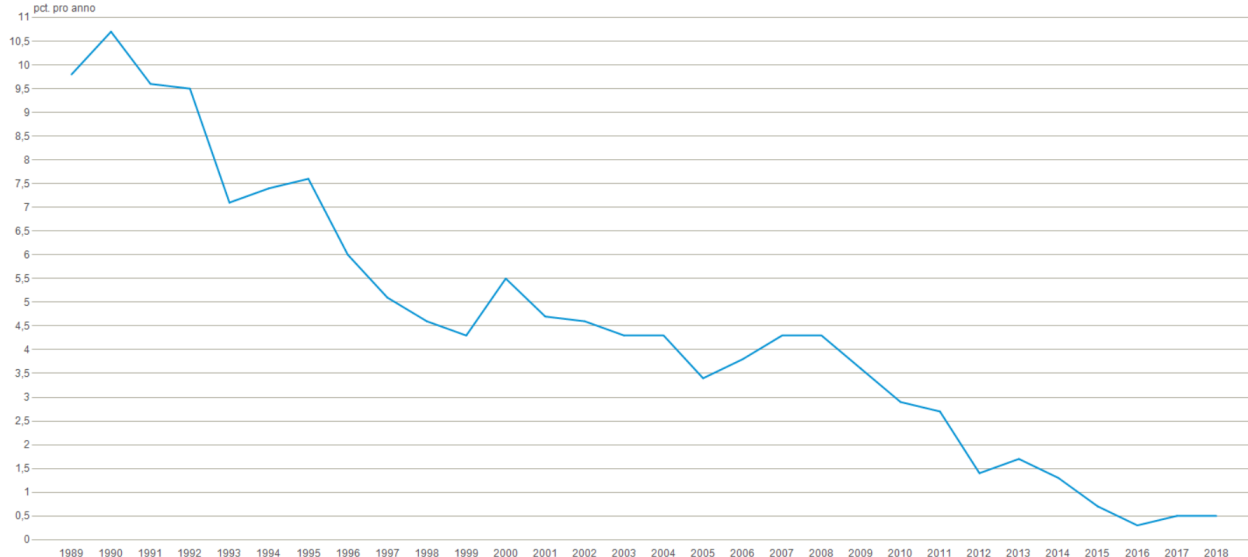
⁹⁴Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: *Finance for executives*, 5. udgave, Cengage Learning, side 427.

⁹⁵ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

Effektiv rente af statsobligationer

Land: Danmark

pct. pro anno



Figur 7 Oversigt over udviklingen i den risikofrie rente

Som det fremgår af ovenstående figur 7, er den risikofrie rente i 2018 på et historisk lavt niveau og forfatterne antager, at denne vil finde et højere leje i fremtiden. Derfor fastsættes den risikofrie rente til 1,5%, som vurderes mere passende på den lange bane.

Risikopræmien for Coloplast A/S er den præmie, som investorer vil kræve for, at placere sine penge i virksomhedens aktier i stedet for risikofrie investeringer som danske statsobligationer. Revisionsfirmaet KPMG har pr. 3. juli 2018 udgivet publikation, som anbefaler en risikopræmie på 5,5% for europæiske lande.⁹⁶ Hawawini & Viallet benytter i deres bog en risikopræmie på 5%⁹⁷, hvorfor de 5,5 % anbefalet af KPMG ikke vurderes fejdelagtig og anvendes i efterfølgende beregning.

Betaværdien er et udtryk for en akties systematiske risiko – der er altså tale om følsomheden af en akties afkast over for ændringer i markedsporteføljens afkast. Er betaværdien højere end 1, har aktien en højere systematisk risiko, da den stiger mere end markedet når det stiger, men falder også mere end markedet når det falder. For at beregne betaværdien⁹⁸ tages der udgangspunkt i kursudviklingen i Coloplast A/S' B-aktie sammenholdt med udviklingen i C20-indeks Københavns fondsbørs (Nasdaq Nordic).⁹⁹ Beregning foretages med et afsæt i aktiens lukkekurs alle dage de seneste fem

⁹⁶ <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2018/advisory/equity-market-risk-premium-july-2018.pdf>

⁹⁷ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: *Finance for executives*, 5. udgave, Cengage Learning, side 411.

⁹⁸ <https://penge.dk/investering/sadan-beregner-du-beta>

⁹⁹ http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=DK0060368991

regnskabsår. Vha. Excel beregnes Coloplast A/S' betaværdi til værende 0,85. Den beregnede betaværdi anvendes fremadrettet i de matematiske beregninger¹⁰⁰.

På baggrund af ovenstående vurdering er afkastkravet til egenkapitalen beregnet til følgende:

$$K_E = 1,5\% + (5,5\% - 1,5\%) * 0,85 = \underline{\underline{4,90\%}}$$

17.1.2. Omkostning ved finansiering gennem fremmedkapital

Som nævnt ovenfor er det andet led i beregningen af WACC, beregning af omkostningen forbundet med fremmedkapitalen. Den risikofrie rente blev i ovenstående fastsat til 1,5%, som blev vurderet mere passende på langt sigt, end den nuværende statsobligationsrente på 0,5%. Den risikofrie rente skal tillægges en selskabsskabsspecifik risikotillæg, som for Coloplast A/S vurderes, at udgøre 1,5%. Fastsettelsen er lav grundet den finansielle performance de senere år, samt en lav finansiell gearing.

Selskabsskatteprocenten er i regnskabsanalysen beregnet til i analyseperioden gennemsnitligt at udgøre 24,48 %.

På baggrund af ovenstående vurdering er afkastkravet til fremmedkapitalen beregnet til følgende:

$$K_D(1 - T_c) = (1,5\% + 1,5\%)(1 - 0,2448) = \underline{\underline{2,27\%}}$$

17.1.3. Coloplast A/S' kapitalstruktur

For at kunne færdiggøre beregningen af WACC skal ledende D og E fastsættes. Det er i denne henseende vigtig at pointere, at der er tale om markedsværdier for henholdsvis fremmedfinansiering og egenfinansiering. Det er dermed ikke de bogførte værdi i regnskabet, som skal anvendes. I nedenstående opgørelse af markedsværdierne, baseres beregningen af egenfinansieringen på markedsværdien af Coloplast A/S' egenkapital. I beregningen af fremmedfinansiering vil det ikke være mulig, at opgøre eksakt markedsværdi og beregning vil derfor gøre brug af den bogførte værdi som approksimation.

¹⁰⁰ Se udklip af beregning i bilag 3.

Beregningen af markedsværdien af egenkapitalen vil se ud som følgende:

Antal aktier	194.366.570 stk.
Aktiekurs pr. 30. september 2018 (closing 28. september)	656,80 DKK ¹⁰¹
Markedsværdi af egenkapital	127.659.963.176 DKK
Markedsværdi af egenkapital i mio. kr.	127.660 Mio. DKK
Market value added	121.242 Mio. DKK

Tabel 26 Beregning af market value added

Som det fremgår af ovenstående beregning, skal der tillægges en MVA på 121.242 mio. kr. til Coloplast A/S' bogførte værdi af egenkapitalen. På baggrund heraf fås nedenstående fordeling.

Aktiver		Passiver	
Bogførte aktiver	11.769	Bogført egenkapital	6.418
MVA	121.242	MVA	121.242
		Markedsværdi af egenkapital	127.660
		Gæld	5.351
Markedsværdi af aktiver	133.011	Markedsværdi af passiver	133.011

Tabel 27 Fordeling af beregnet market value added

På baggrund af ovenstående tabel kan markedsværdien af egenkapitalen beregnes til $\frac{127.660}{133.011} =$

0,9598 og den approksimerede markedsværdi af fremmedkapitalen beregnes til $\frac{5.351}{133.011} = 0,0402$.

Den samlede WACC beregning på baggrund af ovenstående delresultater vil se ud som følgende:

$$WACC = K_E \frac{E}{E + D} + K_D (1 - T_c) \frac{D}{E + D}$$

$$WACC = 4,91 * \frac{127.660}{133.011} + 2,27 * \frac{5.351}{133.011}$$

$$WACC = 4,71 + 0,09$$

$$WACC = \underline{\underline{4,79 \%}}$$

¹⁰¹ <https://m.valutakurser.dk/instrument/coloplast-b-a-s/206388?fbclid=IwAR2RUwe4qfA6sFY5BM7K4sTNip4s4JN73CXw-lgMWRQUQU5fZWfnIn1Cr1s>

17.2. Free Cash flow

Den strøm af cash flows som det forventes, at Coloplast A/S' business assets vil generere i fremtiden, er det frie cash flow. Free cash flow beregnes ud fra følgende formel:¹⁰²

$$\text{Free cash flow} = \text{EBIT}(1 - \text{skat}) + \text{afskrivninger} - \Delta \text{WCR} - \text{capex}$$

Alle parametre på nær ændringen i arbejdskapitalen fremgår af budgetteringen i bilag 2 og der henvises hertil for yderligere. Beregningen af ændringen i arbejdskapitalen fremgår af nedenstående tabel.

Mio DKK	2017/18R	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
Tilgodehavender fra salg	2.877	3.089	3.258	3.437	3.627	3.827	4.039	4.263	4.501	4.752	5.019	5.301
Varebeholdninger	1.725	1.879	1.973	2.072	2.175	2.284	2.398	2.518	2.644	2.776	2.915	3.061
Andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter	356	377	400	424	449	476	505	535	567	601	638	676
Andre ikke rentebærende omsætningsaktiver	335	342	363	385	408	432	458	486	515	546	578	613
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-751	-802	-832	-873	-917	-963	-1011	-1061	-1115	-1170	-1229	-1290
Langfristet ikke rentebærende gæld	-29	-31	-33	-35	-37	-39	-41	-44	-46	-49	-52	-55
Kortfristet ikke rentebærende gæld	-2462	-2610	-2766	-2932	-3108	-3295	-3492	-3702	-3924	-4159	-4409	-4674
Total WCR	2.051	2.246	2.364	2.478	2.597	2.723	2.856	2.995	3.142	3.297	3.460	3.631
Ændring i WCR		195	118	114	120	126	133	140	147	155	163	172

Tabel 28 Beregning af arbejdskapitalen

Det bemærkes af ovenstående, at ændringerne i arbejdskapitalen er positive, hvilket betyder, at nettobindingerne resulterer i en mindre gæld. Ændringen i arbejdskapitalen påvirker altså det frie cash flow negativt.

I nedenstående beregnes det frie cash flow i budgetperioden. Det skal hertil bemærkes, at skat er sat til 24,48 %, som er den gennemsnitlige skattesats i analyseperioden for regnskabsanalysen. Diskonteringsfaktoren i nedenstående tabel er beregnet ud fra følgende formel:

¹⁰² Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: *Finance for executives*, 5. udgave, Cengage Learning, side 494.

$diskonteringsfaktor = (1 + WACC)^{-n}$, hvor n er budgetår.

Frit cash flow	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminal
Mio kr.	2018/ 19	2019/ 20	2020/ 21	2021/ 22	2022/ 23	2023/ 24	2024/ 25	2025/ 26	2026/ 27	2027/ 28	2028/ 29	
EBIT(1-skat)	3.936	4.043	4.344	4.656	4.981	5.316	5.649	6.031	6.436	6.868	7.329	7.471
Afskrivninger	856	1.085	1.082	1.092	1.113	1.143	1.181	1.226	1.278	1.334	1.395	1.925
Ændring i WCR	-195	-118	-114	-120	-126	-133	-140	-147	-155	-163	-172	-
Capex	-990	-2.430	-1.120	-1.210	-1.300	-1.390	-1.480	-1.570	-1.660	-1.750	-1.840	-1.925
Frit cash flow	3.607	2.580	4.192	4.418	4.668	4.936	5.211	5.540	5.899	6.289	6.713	7.471
Diskonterings faktor	1,00	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79	0,76	0,72	0,69	0,66	0,63	0,56
Nutidsværdi, frit cash flow	3.607	2.462	3.818	3.839	3.871	3.906	3.935	3.993	4.057	4.128	4.204	107.029,14

Tabel 29 Beregning af frit cash flow.

Det ses af ovenstående tabel, at den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige cash flow i de 10 budgetår er 41.821 mio. kr.

17.3. Terminalværdi

Terminalperioden er den periode, som går ud over den fastlagte budgetperiode. Det vil altså i dette budget være perioden efter regnskabsåret 2029/30. Den beregnede terminalværdi skal tillægges Coloplast A/S' beregnede værdi. Terminalværdien beregnes ud fra følgende formel

$$Terminalværdi_{2029/30} = \frac{FCF_{2028/29(terminal)}}{WACC - g}$$

Af ovenstående er $FCF_{2029/30(terminal)}$ det frie cash flow i året efter det sidste år i budgetperioden. G er growth factor og er den faktor som Coloplast A/S vil vokse med i al uendelighed. I budgetfastlæggelsen blev investeringer og afskrivninger i terminal året sat lig med hinanden, på baggrund af den betragtning, at alle investeringer i en uendelig periode skal afskrives.

Terminalværdien og beregningen heraf er stærkt påvirket af den fastsatte growth factor. Growth factor bør fastsættes forsigtigt, da værdien er knyttet med en stor usikkerhed, da perioden dækker år 2029/30 og flere herefter følgende år. Growth factor er i projektet fastsat til 1,5%, der er i den lave ende, men af forfatterne vurderes, at afspejle markedets generelle holdning. En for høj fastsættelse af growth factor vil resultere i en overvurdering af Coloplast A/S' værdi, hvorfor denne fastsættes forsigtigt.

WACC er i tidligere afsnit blevet beregnet på baggrund af en risikofri rente på 1,5%. Det vurderes af forfatterne, at denne rente er lav sat i al fremtid, hvorfor der ved beregning af terminalværdi beregnes en ny WACC med en rente på 5%. De 5 % er fastsat på baggrund af en gennemsnitlig rente på 10-årig statsobligationer siden år 1987¹⁰³. Ved ændring af den risikofrie rente, fås en WACC på 5,41%.

Terminalværdien kan på baggrund af ovenstående beslutninger beregnes til følgende

$$Terminalværdi_{2029/30} = \frac{7.471}{5,41\% - 1,5\%} = 191.074,17 \text{ mio. kr.}$$

Den beregnede terminalværdi skal herefter tilbagediskonteres med WACC i budgetår 11, for at få nutidsværdien af terminalværdien. Beregning er foretaget i nedenstående tabel

Terminal værdi mio DKK	191.074,17
Diskontering	0,56
NPV, terminalværdi mio DKK	107.029,14

Tabel 30 Nutidsværdi af terminalværdi

17.4. Beregning af værdiansættelse

Coloplast A/S' enterprise value (værdien af de fremtidige cash flow genereret af business assets) beregnes på følgende måde

NPV FCF budgetperiode mio DKK	41.820,97
NPV terminalværdi mio DKK	107.029,14
Enterprise value mio DKK	148.850,11

Tabel 31 Beregning enterprise value

Til den beregnede enterprise value tillægges markedsværdien af de ikke-driftsmæssige aktiviteter, tidligere nævnt værende likvide beholdninger og finansielle anlægsaktiver. Herudover skal markedsværdien af den rentebærende gæld fratrækkes – den rentebærende udgøres af leasing gæld (kort og lang), samt gæld til kreditinstitutter. For alle 3 regnskabsposter gælder det, at markedsværdien er lig den bogførte værdi pr. 30. september 2018. Den beregnede værdi af Coloplast A/S vil dermed se ud som følgende

¹⁰³ <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

NPV FCF budgetperiode mio DKK	41.820,97
NPV terminalværdi mio DKK	107.029,14
Enterprise value mio DKK	148.850,11
Markedsværdi af likvide beholdninger mio DKK	297,00
Markedsværdi af finansielle anlægsaktiver mio DKK	492,00
Markedsværdi af rentebærende gæld mio DKK	-1.361,00
Værdi af egenkapital mio DKK	148.278,11

Tabel 32 Opgørelse af værdien af egenkapitalen

Den beregnede værdi af Coloplast A/S' egenkapital kan sammenholdes med markedsværdien af Coloplast A/S pr. 30. september 2018. Sammenholdelsen sker ved, at sammenholde den beregnede kursværdi i DKK pr. aktie med børsværdien d. 28. september 2018. Børsværdien d. 28. september 2018 er 656,80 DKK¹⁰⁴. Jævnfør Coloplast A/S' årsrapport side 28 fremgår det, at antallet af Coloplast A/S b-aktier er 194.366.750 stk. På baggrund heraf kan ovenstående værdiansættelse omregnes til værdi pr. aktie, som kan sammenholdes med børsværdien. Omregning ser ud som nedenstående

NPV FCF budgetperiode mio DKK	41.820,97
NPV terminalværdi mio DKK	107.029,14
Enterprise value mio DKK	148.850,11
Markedsværdi af likvide beholdninger mio DKK	297,00
Markedsværdi af finansielle anlægsaktiver mio DKK	492,00
Markedsværdi af rentebærende gæld mio DKK	-1.361,00
Værdi af egenkapital mio DKK	148.278,11
Antal aktier	194.366.570,00
Beregnet aktieværdi DKK	762,88

Tabel 33 Beregning af aktieværdi.

Som det fremgår af ovenstående tabel, er den beregnede aktiekurs for Coloplast A/S på 762,88 DKK mod en børsværdi på 656,80 DKK. Aktiemarkedet undervurderet dermed Coloplast A/S værdi med 106,08 kr. pr. aktie og akkumuleret på aktier 20.618,14 mio. kr. Dette er en høj beregnet merværdi sammenlignet med børsværdien. Beregningen af værdiansættelsen er baseret på en række faktorer,

¹⁰⁴ <https://m.valutakurser.dk/instrument/coloplast-b-a-s/206388?fbclid=IwAR2RUwe4qfA6sFY5BM7K4sTNip4s4JN73CXw-lgMWRQUQU5fZWfnIn1Cr1s>

der er forbundet med usikkerhed, hvilket giver anledning til en følsomhedsanalyse, af ovenstående værdiansættelse og tilhørende usikre faktorer.

18. Følsomhedsanalyse

Ovenstående værdiansættelse af Coloplast A/S er baseret på en lang række faktorer, som danner grundlag for selve værdiansættelsen. Fastsættelse af disse grundlæggende faktorer, er sket på baggrund oplyste grundlag, samt et oparbejdet indblik i virksomheden gennem den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Det er dermed helt naturligt, at der vil ske afvigelser i værdiansættelsen når grundlaget ændres. For at afdække hvor følsom værdiansættelsen er, udarbejdes i det efterfølgende en følsomhedsanalyse.

18.1. Ændring i g-faktor kontra WACC

I det efterfølgende afsnit analyseres, hvorledes værdiansættelsen ændres såfremt g-faktor og WACC ændre sig. I ovenstående afsnit 17 for værdiansættelse, er WACC fastsat forskellig, alt efter om det er i terminalperioden eller budgetperioden. I følsomhedsberegninger anvendes WACC beregnet for terminalperioden, da det alt andet lige er denne periode, som der er størst usikkerhed omkring. Den beregnede WACC i terminalperioden er 5,41%. Vækstfaktoren er i terminalperioden fastsat til 1,5%.

	Aktiekurs DKK	Vækstfaktor				
		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
WACC	3,41%	1.105,61	1.209,01	1.339,48	1.509,25	1.739,22
	4,41%	843,62	893,57	952,11	1.021,65	1.105,61
	5,41%	700,45	729,79	762,88	800,49	843,62
	6,41%	610,20	629,48	650,73	674,25	700,45
	7,41%	548,11	561,75	576,53	592,62	610,20

Tabel 34 Ændring i vækstfaktor kontra WACC

Det fremgår af ovenstående tabel, at hvis WACC nedbringes og vækstfaktoren opjusteres, vil aktiekursen stige. Udgangspunktet i ovenstående tabel, er feltet i midten, med en WACC på 5,41% og en vækstfaktor på 1,5%, i dette felt er aktiekursen lig med beregnede i afsnit 17.4. Som det fremgår af ovenstående tabel, spænder aktiekursen imellem 548,11 DKK ved en WACC på 7,41% og vækstfaktor på 1% og 1.739,22 DKK ved en WACC på 3,41 % og en vækstfaktor på 2%. Der er altså til den

beregnete aktiekurs i afsnit 17.4. for værdiansættelse en forskel på 214,77 DKK og 976,34 DKK svarende til en forskel på 28,15% og 127,98%. Der opstår en procentuelt stor forskel ved blot, at rykke WACC 2 procentpoint og vækstfaktoren et halvt procentpoint.

Af ovenstående tabel findes aktiekursen ved en WACC på 6,41% og vækstfaktor på 1,5% interessant. Aktiekursen er her beregnet til 650,73 DKK, og dermed 6,07 DKK lavere end børsværdien pr. 30. september 2018 på 656,80 DKK. Vækstfaktoren på 1,5% er tilsvarende til anvendte i beregning af aktiekursen, hvorfor der er identifikationer på, at WACC er fastsat for lav i beregningen af værdiansættelsen. Dette indikerer blandt andet, at den risikofrie rente, risikopræmien og den beregnede betaværdi bør justeres lidt. I forlængelse heraf kan det nævne, at den beregnede beta værdi i opgaven er opgjort til 0,85, hvorimod Reuters opgør betaværdien til 0,96¹⁰⁵. Det bør derfor overvejes hvorvidt, risikopræmien, risikofri rente og/eller betaværdien er højere end det i beregningen anvendte.

18.2. Ændring i cost of equity kontra ændring i cost of debt

I nedenstående tabel illustreres det, hvordan WACC ændres ved ændring i egenkapitalomkostningen og fremmedkapitalomkostningen. Udgangspunktet er en kE på 5,43% og en kD på 4,91%, som er beregnet for terminalperioden, hvilket resulterer i en WACC på 5,41%.

		kD				
kE	WACC	2,91%	3,91%	4,91%	5,91%	6,91%
	3,43%	3,41%	3,45%	3,49%	3,53%	3,57%
	4,43%	4,37%	4,41%	4,45%	4,49%	4,53%
	5,43%	5,33%	5,37%	5,41%	5,45%	5,49%
	6,43%	6,29%	6,33%	6,37%	6,41%	6,45%
	7,43%	7,25%	7,29%	7,33%	7,37%	7,41%

Tabel 35 Ændring i fremmedkapitalomkostninger kontra egenkapitalomkostninger.

Af ovenstående tabel ses det, at WACC bevæger sig i spændet fra 3,41% ved en vægtet egenkapitalomkostning på 3,43% og en vægtet fremmedkapitalomkostning på 2,91% til 7,41% ved en vægtet egenkapitalomkostning på 7,43% og vægtet fremmedkapitalomkostning på 6,91%. Disse beregnede ændringer i WACC, resulterer i nedenstående udsving i beregnede aktieværdier.

¹⁰⁵ <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/COLOb.CO>

kE	kD					
	Aktiekurs DKK	2,91%	3,91%	4,91%	5,91%	6,91%
	3,43%	1.340,02	1.316,75	1.294,42	1.272,97	1.252,35
	4,43%	962,72	952,34	942,25	932,42	922,86
	5,43%	774,58	768,74	762,88	757,40	751,90
	6,43%	661,87	658,12	654,43	650,81	647,25
	7,43%	586,79	584,19	581,62	579,09	576,59

Tabel 36 Beregning udsving i aktieværdien

Det fremgår af ovenstående tabel, at den beregnede aktieværdi svinger fra 1.340,02 DKK såfremt både vægtede egenkapitalomkostninger og vægtede fremmedkapitalomkostninger nedjusteres, til 576,59 DKK såfremt både vægtede egenkapitalomkostninger og vægtede fremmedkapitalomkostninger opjusteres. Set i forhold til den beregnede aktiekurs i værdiansættelsen på 762,88 DKK er der tale om udsving på 577,15 DKK og 186,29 DKK svarende til 75,65% og 24,42%.

Den værdi, der af ovenstående tabel 36 er tættest på børsværdien på 656,80 DKK, er aktieværdien på 658,12 DKK ved en vægtet fremmedkapitalomkostning på 3,91% og en vægtet egenkapitalomkostning på 6,43%. Der er dermed identifikationer på, at den i værdiberegningen anvendte vægtede egenkapitalomkostning er fastsat for lavt – herunder den risikofri rente, betaværdien og risikopræmien. Der er ligeledes identifikationer på, at anvendte vægtede fremmedkapitalomkostninger er fastsat for højt.

Fastholdes den fastsatte vægtede fremmedkapitalomkostning i værdiberegningen på 4,91% samtidig med, at man i lighed med ovenstående, lader vægtede egenkapitalomkostninger stige til 6,43% vil aktiekursen være 654,43 DKK og dermed 2,37 DKK under børsværdien pr. 30. september 2018.

18.3. Ændring i risikopræmie konta betaværdi

I nedenstående afsnit undersøges det, hvordan WACC påvirkes, af udsving i risikopræmien og betaværdien. Begge er to faktorer, som indgår i beregningen af vægtede egenkapitalomkostninger, der i ovenstående afsnit 18.2. blev fundet identifikationer på, er fastsat for lavt.

	Risikopræmie					
	WACC	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
Beta	0,55	5,00%	5,52%	6,05%	6,58%	7,11%
	0,65	5,00%	5,62%	6,24%	6,87%	7,49%
	0,85	5,00%	5,41%	6,63%	7,44%	8,26%
	1,05	5,00%	6,00%	7,01%	8,02%	9,03%
	1,25	5,00%	6,20%	7,40%	8,60%	9,80%

Tabel 37 Ændring i risikopræmie konta betaværdien

Af ovenstående tabel ses det, at WACC bevæger sig i spændet fra 5,0% ved en betaværdi på 0,55 og risikopræmie på 5% til 9,80% ved en betaværdi på 1,25 og risikopræmie på 9%. Disse beregnede ændringer i WACC resulterer i nedenstående udsving i beregnede aktieværdier.

	Risikopræmie					
	Aktiekurs	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
Beta	0,55	828,02	747,24	685,20	636,05	596,16
	0,65	828,02	734,78	666,07	613,32	571,56
	0,85	828,02	762,88	632,09	574,46	530,74
	1,05	828,02	690,24	602,84	542,46	498,25
	1,25	828,02	670,70	577,41	515,66	471,78

Tabel 38 Beregning udsving i aktieværdien

Det fremgår af ovenstående tabel 38, at den beregnede aktieværdi svinger fra 828,02 DKK ved en risikopræmie på 5% og betaværdi på 0,55 til 471,78 DKK ved en risikopræmie på 9% og betaværdi på 1,25.

Som det fremgår af ovenstående tabel 38, er der identifikationer på, at investorernes forrentningskrav er højere end den anvendte risikopræmie på 5% samt, at investorerne på markedet anser Coloplast A/S aktien for, at have en lavere systematisk risiko end den beregnede på 0,85, eller en kombination af begge faktorer. Den beregnede værdi i ovenstående tabel 38, som er tættest på børsværdien er aktiekursen på 666,07 DKK ved en betaværdi på 0,65 og en risikopræmie på 7%,

hvor der opnås en forskel på 9,27 DKK. Den næst tætteste på børsværdien er aktiekursen på 670,70 DKK ved en betaværdi på 1,25 og en risikopræmie på 5% , hvor opnås en forskel på 13,90 DKK

Der er i denne analyse ligeledes identifikationer på, at WACC er fastsat i for lavt i værdiansættelse af Coloplast A/S.

18.4. Ændring i free cash flow kontra WACC

I nedenstående tabel illustreres det, hvordan aktiekursen ændre sig ved en ændring i det frie cash flow og WACC. I tabellen ændres det frie cash flow med -100 mio. DKK, - 50 mio. DKK, + 50 mio. DKK og 100 mio. DKK for hvert år i budgetperioden. WACC er i budgetperioden den beregnede i værdiansættelsen på 4,79 % og WACC i terminalperioden er den anviste i nedenstående tabel. Der ændres ikke i WACC for budgetperioden, da alle ovenstående beregninger af følsomheder, er foretaget på terminalperioden, hvorfor dette også vil være gældende i nedenstående beregning.

	Ændring i frit cash flow					
	Aktiekurs DKK	-100 mio. DKK	- 50 mio. DKK	0	+ 50 mio. DKK	+ 100 mio. DKK
WACC	4,41%	1.029,37	1.031,64	1.033,80	1.036,16	1.038,43
	4,91%	872,99	875,26	877,52	879,79	882,05
	5,41%	758,35	760,61	762,88	765,14	767,41
	5,91%	671,15	673,52	675,68	677,95	680,21
	6,41%	602,94	605,21	607,47	609,73	612

Tabel 39 Ændring i frit cash flow kontra WACC

Af ovenstående tabel ses det, at med en WACC på 5,91% i terminalperioden og en ændring i det frie cash flow på 100 mio. DKK vil aktiekursen være 671,15 DKK, som er relativ tæt på den egentlige børskurs på 656,80 DKK. Dette underbygger forudgående følsomhedsberegninger, som har vidst en tendens til, at investorernes WACC er højere end den anvendte på 5,41%.

18.5. Delkonklusion

Følsomhedsanalysen har vist en tendens til, at markedets WACC i terminalperioden formegentlig er højere, end den anvendte i værdiansættelsen på 5,41%. Følsomhedsanalysen har ligeledes belyst, at investorernes risikopræmie og/eller risikofrie rente, alt andet lige er højere, end det fastsatte i nærværende projekt. Følsomhedsanalysen har vist, at med en WACC på 6,41% som er 1% højere end den anvendte, fås en beregnet aktieværdi, som er meget tæt på børsværdien med en afvigelse på 6,09 DKK. Det blev i følsomhedsberegningen belyst, at ved en stigning i vægtede egenkapitalomkostninger, alt andet lige som følge af stigningen i den risikofrie rente og/eller risikopræmien, nærmede man sig børsværdien. Det blev i følsomhedsberegninger ligeledes belyst, at ved en ændring på risikopræmien 5% til 7% samtidig med, at betaværdien faldt til 0,65 fremkom en aktieværdi på 667,07 DKK og dermed en afvigelse til børsværdien med 656,80 DKK på 9,27 DKK.

Det kan konkluderes, at der er tendenser som viser, at markedets forrentningskrav til investeringen, er noget højere, end den generelle risikopræmie samt risikofrie rente. Dog er en risikopræmie på 7% relativt høj i forhold til hvad markedsanalyser viser, hvilket indikerer, at Coloplast A/S aktien er undervurderet på børsmarkedet pr. 30. september 2018.

19. Multipel-værdiansættelse

Som supplement til den anvendte i afsnit 17. discounted cash flow værdiansættelsesmetode, findes der andre værdiansættelsesmetoder. Projektet blev i afgrænsningen afgrænset fra, at omhandle andre dybdegående værdiansættelsesmetoder. Der vil dog i det efterfølgende kort blive illustreret, hvorledes en værdiansættelse via en multipel kan beregnes. Multipelberegninger, som finder anvendelse er price to earnings, market-to-book ratio og enterprise value-to-EBITDA. I nærværende afhandling er det blot price to earnings metoden, som vil blive anvendt.

19.1. Price to earnings

Den mest anvendte multipelberegning er price to earnings, som beregner ratioen mellem den nuværende aktiekurs og fortjeneste pr. aktie. Fortjeneste pr. aktie beregnes via følgende formel:

$$\text{fortjeneste pr. aktie} = \frac{EAT}{\text{antal børsnoterede aktier}}$$

Formlem for ratioen mellem den nuværende kurs og fortjeneste pr. aktie, ser dermed ud som følgende:

$$\text{Price to earnings ratio} = \frac{\text{aktie kurs}}{\text{Fortjeneste pr. aktie}} = \frac{\text{aktie kurs}}{\frac{\text{EAT}}{\text{antal børsnoterede aktier}}}$$

Teorien bag price to earnings ratio er, at to komparable virksomheder, alt andet lige har samme price to earnings ratios, når aktieværdien reguleres på et frit uafhængigt marked. Det er i praksis dog umuligt, at finde to så komparable virksomheder, som teorien foreskriver. Price to earnings er en generel værdiansættelsesmetode, der modsat discounted cash flow værdiansættelsesmetoden ikke tager afsæt i de budgetterede fremtidige resultater. Der er derfor forfatterens opfattelse, at price to earnings værdiansættelsesmetoden, ikke bør stå alene og blot bør anvendes som supplement til andre værdiansættelsesmetoder.

En price to earnings værdiansættelse udarbejdes for Coloplast A/S samt virksomhederne Convatec og Smith & Nephew. EAT og børskursen for Convatec og Smith & Nephew er pr. 31. december 2018, da virksomhederne aflægger årsrapport med denne regnskabsperiode modsat Coloplast A/S som aflægges med en regnskabsperiode der slutter pr. 30. september 2018.

	EAT mio.	EAT DKK mio.	Børskurs	Antal aktier 30. september 2018	Fortjeneste pr. aktie	Price to earnings
Coloplast A/S	3.714,00	3.714,00	656,80	194.366.570,00	19,11	34,37
Convatec (USD)	221,60	1.444,70	137,65 ¹⁰⁶	1.958.078.762,00	0,74	186,56
Smith & Nephew (USD)	663,00	4.322,36	1.459,00 ¹⁰⁷	177.000.000,00	24,42	59,75

Tabel 40 Price to earnings ratio

Som det ses af ovenstående tabel havde Coloplast A/S et EAT på 3.714 mio. DKK, Convatec havde et EAT på 1.833,05 mio. DKK¹⁰⁸ og Smith & Nephew havde et EAT på 4.332,36 mio. DKK¹⁰⁹. Af ovenstående tabel fremgår det derudover, at fortjeneste pr. aktie for Coloplast A/S med 19,11 DKK er væsentlig højere end Convatec med 0,74 DKK, dog samtidig lavere end Smith & Nephew med 24,42

¹⁰⁶ <https://www.euroinvestor.dk/boerser/london-stock-exchange-stocks/convatec-group-plc-ord-10p/181996>

¹⁰⁷ <https://www.euroinvestor.dk/boerser/london-stock-exchange-stocks/smith-nephew-plc-ord-usd/2916>

¹⁰⁸ Convatec Annual Report and Accounts 2018

¹⁰⁹ Smith & Nephew Annual Report 2018

DKK. Børskursen for Coloplast A/S er pr. 30. september 2018, som tidligere nævnt 656,80 DKK, mens børskursen for Convatec pr. 31. december 2018 er 137,65 DKK og for Smith & Nephew er 1.459 DKK.

Den beregnede price to earnings for Coloplast A/S med 34,37 DKK er betydelig lavere end den beregnede for Convatec med 147,04 DKK. Den højere price to earnings for Convatec skyldes, at fortjeneste pr. aktie er relativ tæt på 0 kr. Den beregnede price to earnings for Smith & Nephew er på 59,75 DKK, som også er højere end Coloplast A/S.

Den ovenstående beregnede price to earnings ratios er udelukkende baseret på EAT i seneste aflagte årsrapporter. For at gøre beregningen mere retvisende, bør beregningerne foretages på forventninger til branchens fremtidige price to earnings ratio. Morningstar har analytikere, som opstiller forventninger til virksomhederne. Med afsæt heri fås følgende price to earnings ratios:

Price to earnings	
Coloplast A/S	38,24
Bectoc, Dickinson and Co	52,09
Convatec Group PLC	16,35
Smith & Nephew	26,08
Carl Zeiss Meditec	52,14
Teleflex Medical	53,23
Gennemsnit	39,69

Tabel 41 forventede 5-years average price to earnings ratio

Gennemsnittet af ovenstående tabel er 39,69. Anvendes denne price to earnings ratio fås nedenstående aktieværdi.

	EAT mio.	EAT mio.	DKK	Antal aktier 30. september 2018	Fortjeneste pr. aktie	Price to earnings	Børskurs
Coloplast A/S	3.714,00	3.714,00		194.366.570,00	19,11	39,69	758,37

Tabel 42 Værdiansættelse Coloplast A/S med price to earnings ratio på 43,16

Ovenstående beregning er interessant, da den beregnede aktieværdi ved en price to earnings ratio på 39,69 bliver 758,37 DKK. Den i kapitel 17 for discounted cash flow værdiansættelse beregnede aktieværdi var 762,88 DKK. Dermed er den beregnede værdiansættelse i kapitel 17 for Coloplast A/S lidt højere end den beregnede i ovenstående tabel.

19.2. Delkonklusion

Resultaterne af beregninger i tabel 40, er ikke egnede til at understøtte værdiansættelsen via discounted cash flow, hvorfor resultatet her forkastes. Beregningen i tabel 42, har dog givet indikationer på, at aktiemarkedet undervurderer Coloplast A/s aktien pr. 30. september 2018. Denne undervurdering skyldes en børsværdi på 656,80 DKK, hvortil to uafhængige beregninger, som har tilnærmelsesvis overensstemmende værdi er 106,08 DKK pr. aktie og 92,57 DKK pr. aktie over børsværdien.

Der er mange variabler og antagelse inddraget i discounted cash flow beregningen og price to earnings ratio, dog er de to beregninger forholdsvis tæt på hinanden med en forskel på 4,51 DKK pr. aktie, hvilket taler for, at aktiemarkedet undervurderer Coloplast A/S aktien pr. 30. september 2018.

20. Konklusion

Coloplast A/S har af flere omgange udflyttet produktionen til udlandet for, at fastholde sin konkurrenceevne i medicobranschen. Det blev i den strategiske analyse klarlagt, at en af Coloplast A/S' kernekompetencer var deres produktion, hvor der skabes høj værdi for kunderne gennem produktion af kvalitetsprodukter. Udflytningen af produktionen for, at fastholde konkurrencemæssige priser samt de konkurrencemæssige produkter, har dermed igennem tiden været et af Coloplast A/S' strategiske valg, for at sikre konkurrencemæssige fordele. I forlængelse af produktionen, er produktudviklingen ligeledes en af Coloplast A/S værdiskabende kernekompetencer. For fortsat at fastholde konkurrencemæssige fordele i medicobranschen, skal Coloplast A/S udvikle nye produkter samt forbedringer til eksisterende produkter. Coloplast A/S forsøger, at være first mover på markedet og skal dette lykkes, er det vigtigt, at Coloplast A/S prioriterer produktudviklingen højt.

Der ses potentiale for Coloplast A/S i den voksende ældrebefolkning samt en generel forbedring af levestandarder i verdenen. Markedet vokster med 4-5% årligt og vinder Coloplast A/S bare lidt af denne vækst, vil Coloplast A/S også i fremtiden kunne opleve en fortsat økonomisk vækst. Den største udfordring i fremtiden for Coloplast A/S, kan blive et lægevidenskabeligt gennembrud, der gennem nye behandlingsmetoder og en chance for at opdage sygdomme tidligere, kan standse livstilsygdommene, som Coloplast A/S kan afhjælpe med deres produkter.

Til trods for, at Coloplast A/S producerer og sælger produkter, som er nødvendighedsvarer, er det i den strategiske analyse blevet belyst, at Coloplast A/S i lighed med resten af markedet, påvirkes af udviklingen i verdensøkonomien. Coloplast A/S er påvirket af hvorvidt og i hvilken grad sundhedsmyndighederne godkender og ikke mindst yder tilskud til produkterne. Det kan dermed konkluderes, at Coloplast A/S følger den generelle udvikling på markedet og dermed ikke er beskyttet af, at producere nødvendighedsvarer. Det kan dermed ikke afspejles af markedsværdien, at Coloplast A/S producerer nødvendighedsvarer.

Det er i regnskabsanalysen blevet belyst, at Coloplast A/S i den femårige analyseperiode har forbedret sine finansielle præstationer. Nøgletallet return on equity, som fra aktionærernes synspunkt er et af de vigtigste nøgletal, er i analyseperioden forbedret. Nøgletallet ligger på 59,99% i 2017/18, som er et meget tilfredsstillende niveau. Det blev i regnskabsanalysen ligeledes belyst, at omsætningen i analyseperioden stiger med 32% imens produktionsomkostninger og de faste omkostninger

stiger med 37%. Denne udviklingen påvirker nøgletallene negativt, hvorfor Coloplast A/S i fremtiden bør have fokus på denne udvikling og lave tiltag til, at forhindre en fortsat udvikling i denne retning.

Formålet med afhandlingsprojektet var, på baggrund af ovenstående analyser, at beregne og undersøge den teoretiske værdi af Coloplast A/S pr. 30. september 2018. Den teoretiske værdiansættelse er beregnet med baggrund i udarbejdede budget med en budgetperiode på ti år. Budgettet er fastlagt på baggrund af den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Den beregnede værdi af Coloplast A/S, via en discounted cash flow metode, viste en teoretisk aktieværdi på 762,88 DKK pr. aktie. Børskursen pr. 30. september 2018 var 656,90 DKK pr. aktie. Dermed var der i værdiansættelsen indikationer på, at Coloplast A/S aktien pr. 30. september 2018 er undervurderet på børsmarkedet.

Da værdiansættelsen er beregnet på en række faktorer forbundet med usikkerhed, blev beregningen af værdiansættelsen eksponeret for fire følsomhedsanalyser. Konklusionen på følsomhedsanalyserne var, at WACC'en viste en tendens til, at være fastsat for lavt i værdiansættelsen. Delelementerne i WACC'en, der var indikationer på var fastsat for lavt, var den risikofrie rente samt risikopræmien.

Den beregnede værdiansættelse, via en discounted cash flow metode, er sammenholdt med en price to earnings multiplereberegning. Multiplereberegningen viste en aktieværdi på 758,37 DKK pr. aktie, såfremt price to earnings ratioen blev fastsat til 36,69. Multiplereberegningen udviser dermed en beregnet aktieværdi som er 4,51 DKK pr. aktie inden for den beregnede værdi via en discounted cash flow værdiansættelsesmetode.

Det kan dermed konkluderes, at der i nærværende projekt er tendenser på, at Coloplast A/S aktien på aktiemarkedet pr. 30. september 2018 er undervurderet. Der er flere parametre i beregningen som indeholder usikkerhed, men begge værdiansættelsesberegninger viser en højere værdiansættelse end børsmarkedet værdiansættelse pr. 30. september 2018.

21. Litteraturliste

21.1. Årsrapporter

- Coloplast A/S årsrapport 2012/13
- Coloplast A/S årsrapport 2013/14
- Coloplast A/S årsrapport 2014/15
- Coloplast A/S årsrapport 2015/16
- Coloplast A/S årsrapport 2016/17
- Coloplast A/S årsrapport 2017/18
- Coloplast Responsibility Report 2017/18
- Convatec annual Report and Accounts 2018
- Smith & Nephew Annual Report 2018

21.2. Bøger

- Bang, Knud Erik m.fl.: Virksomhedsøkonomi B, 1. udgave, Systime.
- Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: Finance for executives, 5. udgave, Cengage Learning
- Lynggard, Peter: Driftsøkonomi, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag

21.3. Publikationer

- Christensen, Benjamin Werner: Rival vil angribe Coloplasts vækstmotor, Medwatch, 8. november 2016
- Dreyer-Andersen, Benita: Mere end møbler: Godt design er også i stomiposer, Plastforum, 20. marts 2019
- Grønnemann, Kevin m.fl.: Coloplast glipper hospitalskontakt i USA..., Medwatch 25.september 2018
- Hansen, Astrid Krydsfelt: Coloplast topchef om ny direktørs råderum..., Børsen, 1. november 2018
- Nymark, Jens: Vokseværk i Coloplast - brug for by fabrik, Børsen, 13. august 2013
- Rønning-Andersson, Albert: Coloplast-chef forsvare skandaleombrust medicoudstyr..., MedWatch, 27. november 2018

21.4. Hjemmesider

- www.365design.dk
- www.borsen.dk
- www.coloplast.com
- www.coloplast.dk
- www.dr.dk
- www.eur-lex.europa.eu
- www.euroinvestor.dk
- www.globalcompact.dk
- www.hvadvildvide.dk
- www.isp.dk
- www.ml-eu.globenewswire.com
- www.mst.dk
- www.nasdaqomxnordic.com
- www.nordnet.dk
- www.penge.dk
- www.reuters.com
- www.statbank.dk
- www.statistikbanken.dk
- www.valutakurser.dk
- www.videnskab.dk

21.5. Diverse kilder

- Equity Market Risk Premium-Research Summary, 3. juli 2018
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2018/advisory/equity-market-risk-premium-july-2018.pdf>

22. Bilag

22.1. Bilag 1

Resultatopgørelse														
Mio DKK		2017/18R	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	Terminal
Omsætning stomi		6.643	7.042	7.464	7.912	8.387	8.890	9.423	9.989	10.588	11.223	11.897	12.610	13.367
Omsætning kontinens		5.926	6.222	6.533	6.860	7.203	7.563	7.941	8.338	8.755	9.193	9.653	10.135	10.642
Omsætning urologi		1.740	1.879	2.030	2.192	2.367	2.557	2.761	2.982	3.221	3.478	3.757	4.057	4.382
Omsætning hud- og s		2.140	2.204	2.270	2.338	2.409	2.481	2.555	2.632	2.711	2.792	2.876	2.962	3.051
Omsætning i alt		16.449	17.347	18.297	19.302	20.366	21.491	22.681	23.941	25.275	26.687	28.182	29.765	31.442
Produktionsomkostni		-4.921	-5.167	-5.425	-5.697	-5.982	-6.281	-6.595	-6.924	-7.271	-7.634	-8.016	-8.417	-8.837
Bruttoresultat		11.528	12.180	12.872	13.606	14.384	15.210	16.086	17.017	18.004	19.053	20.166	21.349	22.605
Forsknings- og udvikli		-608	-651	-696	-745	-797	-853	-912	-976	-1.045	-1.118	-1.196	-1.280	-1.369
Distributionsomkostn		-4.639	-4.871	-5.114	-5.370	-5.639	-5.921	-6.217	-6.528	-6.854	-7.197	-7.556	-7.934	-8.331
Administrationsomko		-605	-635	-667	-700	-735	-772	-811	-851	-894	-939	-985	-1.035	-1.086
Andre driftsindtægter		39	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Særlige poster		0	44	44	44	44	44	35	0	0	0	0	0	0
EBITA		5.715	6.067	6.438	6.834	7.257	7.708	8.182	8.662	9.212	9.800	10.428	11.100	11.818
Af- og nedskrivninger		-624	-856	-1.085	-1.082	-1.092	-1.113	-1.143	-1.181	-1.226	-1.278	-1.334	-1.395	-1.925
EBIT		5.091	5.211	5.353	5.752	6.165	6.596	7.039	7.480	7.985	8.522	9.094	9.705	9.893
Finansielle indtægter		125	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle omkostnin		-207	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT		5.009	5.211	5.353	5.752	6.165	6.596	7.039	7.480	7.985	8.522	9.094	9.705	9.893
Skat		-1.164	-1.276	-1.310	-1.408	-1.509	-1.615	-1.723	-1.831	-1.955	-2.086	-2.226	-2.376	-2.422
EAT		3.845	3.936	4.043	4.344	4.656	4.981	5.316	5.649	6.031	6.436	6.868	7.329	7.471

22.2. Bilag 2

Balance														
Mio DKK		2017/18R	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	Terminal
Immaterielle anlægsa		2.518	2.617	2.742	2.891	3.061	3.250	3.456	3.677	3.913	4.160	4.419	4.688	4.688
Materielle anlægsakti		3.169	3.204	4.423	4.312	4.260	4.259	4.300	4.377	4.486	4.620	4.777	4.953	4.953
Finansielle anlægsakti		492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492
Anlægsaktiver i alt		6.179	6.313	7.658	7.695	7.813	8.001	8.248	8.547	8.891	9.273	9.689	10.134	10.134
Varebeholdninger		1.725	1.879	1.973	2.072	2.175	2.284	2.398	2.518	2.644	2.776	2.915	3.061	3.214
Tilgodehavender fra s		2.877	3.089	3.258	3.437	3.627	3.827	4.039	4.263	4.501	4.752	5.019	5.301	5.599
Selskabsskat		13	14	15	15	16	17	18	20	21	22	23	25	26
Andre tilgodehavende		356	377	400	424	449	476	505	535	567	601	638	676	716
Deponeringer		12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Værdipapirer		310	329	348	369	391	415	440	466	494	524	555	588	624
Likvide beholdninger		297	1.254	369	920	1.433	1.922	2.402	2.900	3.433	3.991	4.583	5.219	6.025
Kortfristede aktiver i		5.590	6.942	6.363	7.238	8.092	8.942	9.802	10.702	11.660	12.667	13.733	14.869	16.204
Aktiver i alt		11.769	13.255	14.021	14.933	15.905	16.942	18.050	19.249	20.551	21.940	23.421	25.003	26.338
Selskabskapital		216	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216
Reserver		-197	-197	-197	-197	-197	-197	-197	-197	-197	-197	-197	-197	-197
Udbytte		2.336	3.463	3.558	3.823	4.097	4.383	4.678	4.971	5.307	5.664	6.044	6.450	6.575
Overført resultat		4.063	4.535	5.020	5.542	6.100	6.698	7.336	8.014	8.738	9.510	10.334	11.214	12.110
Egenkapital i alt		6.418	8.018	8.597	9.383	10.216	11.100	12.033	13.004	14.064	15.193	16.397	17.682	18.704
Hensættelser		523	523	523	523	523	523	488	488	488	488	488	488	488
Leasing		91	83	75	67	59	51	43	35	27	19	11	0	0
Periodeafgrænsningsp		29	31	33	35	37	39	41	44	46	49	52	55	58
Langfristede gældsfo		643	637	631	625	619	613	572	567	561	556	551	543	546
Hensættelser		225	181	137	93	49	5	5	5	5	5	5	5	5
Kreditinstitutter		1.262	1.000	1.050	1.019	988	958	930	902	875	848	823	798	774
Leverandører af vare		751	802	832	873	917	963	1.011	1.061	1.115	1.170	1.229	1.290	1.355
Selskabsskat		823	872	925	980	1.039	1.101	1.167	1.237	1.312	1.390	1.474	1.562	1.656
Anden gæld og period		1.639	1.737	1.842	1.952	2.069	2.193	2.325	2.464	2.612	2.769	2.935	3.111	3.298
Leasing		8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	11	0
Kortfristet gæld i alt		4.708	4.601	4.793	4.925	5.070	5.229	5.446	5.678	5.926	6.191	6.474	6.778	7.088
Gældsforpligrelser i a		5.351	5.237	5.424	5.550	5.689	5.842	6.018	6.245	6.487	6.747	7.025	7.321	7.634
Passiver i alt		11.769	13.255	14.020	14.933	15.905	16.942	18.051	19.249	20.551	21.940	23.421	25.003	26.338

22.3. Bilag 3 – udsnit af beregning i excel

Dato	Coloplast Aktiekurs	C20-indeks Aktiekurs	Coloplast Udvikling	C20-indeks Udvikling			
28-09-2018	656,8	1.114,74					
27-09-2018	654,2	1.115,03	-0,003958587	0,00026015		Kovariansen (x)	8,52975E-05
26-09-2018	656,2	1.120,76	0,003057169	0,005138875			
25-09-2018	648,6	1.121,80	-0,011581835	0,000927942		Variansen (y)	9,99174E-05
24-09-2018	641,8	1.111,59	-0,01048412	-0,009101444			
21-09-2018	651,2	1.120,75	0,014646307	0,008240448		Beta	0,853680008
20-09-2018	655	1.118,38	0,005835381	-0,002114655			
19-09-2018	651	1.108,95	-0,00610687	-0,008431839			
18-09-2018	655,2	1.114,02	0,006451613	0,004571892			
17-09-2018	663,6	1.109,75	0,012820513	-0,003832965			
14-09-2018	674	1.117,16	0,015672092	0,00667718			
13-09-2018	676,2	1.122,40	0,003264095	0,004690465			
12-09-2018	676,6	1.125,52	0,000591541	0,002779758			
11-09-2018	674,4	1.121,86	-0,003251552	-0,00325183			
10-09-2018	666,2	1.129,02	-0,012158956	0,006382258			
07-09-2018	663	1.130,56	-0,004803362	0,001364015			
06-09-2018	666	1.132,27	0,004524887	0,001512525			
05-09-2018	669,4	1.130,50	0,005105105	-0,001563231			
04-09-2018	681,4	1.147,45	0,017926501	0,014993366			
03-09-2018	685,8	1.160,78	0,006457294	0,011617064			
31-08-2018	687,4	1.164,64	0,002333042	0,00332535			
30-08-2018	683	1.171,22	-0,006400931	0,005649815			
29-08-2018	687,8	1.170,29	0,007027818	-0,000794044			
28-08-2018	680	1.169,89	-0,011340506	-0,000341796			
27-08-2018	686,4	1.169,80	0,009411765	-7,69303E-05			
24-08-2018	688,4	1.159,07	0,002913753	-0,009172508			
23-08-2018	688	1.152,43	-0,000581058	-0,005728731			
22-08-2018	686,6	1.155,44	-0,002034884	0,002611872			
21-08-2018	677,2	1.148,81	-0,01369065	-0,005738074			
20-08-2018	679,8	1.144,73	0,003839338	-0,003551501			
17-08-2018	680	1.136,31	0,000294204	-0,007355446			
16-08-2018	680,4	1.136,91	0,000588235	0,000528025			
15-08-2018	668,4	1.124,62	-0,017636684	-0,010810003			
14-08-2018	670	1.137,85	0,002393776	0,011763974			
13-08-2018	666,4	1.137,32	-0,005373134	-0,000465791			
10-08-2018	648,8	1.128,93	-0,026410564	-0,007376992			
09-08-2018	644,6	1.133,94	-0,00647349	0,004437831			
08-08-2018	646,8	1.124,83	0,003412969	-0,008033935			
07-08-2018	675,4	1.143,66	0,044217687	0,016740307			
06-08-2018	681,8	1.150,64	0,009475866	0,006103212			
03-08-2018	693,4	1.156,46	0,017013787	0,005058055			
02-08-2018	700	1.153,99	0,009518316	-0,002135828			
01-08-2018	697,2	1.157,61	-0,004	0,003136942			
31-07-2018	695	1.153,78	-0,003155479	-0,003308541			
30-07-2018	707,8	1.162,42	0,018417266	0,007488429			
27-07-2018	712,8	1.166,86	0,007064142	0,003819618			
26-07-2018	705	1.168,30	-0,010942761	0,001234081			
25-07-2018	701,4	1.153,98	-0,005106383	-0,012257126			
24-07-2018	690,6	1.151,24	-0,015397776	-0,002374391			
23-07-2018	682,6	1.141,45	-0,01158413	-0,008503874			
20-07-2018	683,8	1.143,46	0,001757984	0,001760918			
19-07-2018	668,4	1.134,06	-0,022521205	-0,00820664			
18-07-2018	663,4	1.129,98	-0,007480551	-0,003597693			
17-07-2018	666	1.137,42	0,003919204	0,006584187			
16-07-2018	664,8	1.126,46	-0,001801802	-0,009635843			
13-07-2018	665,6	1.128,82	0,001203369	0,002095059			
12-07-2018	670,2	1.127,52	0,006911058	-0,001151645			
11-07-2018	659	1.114,84	-0,016711429	-0,01124592			
10-07-2018	656	1.120,68	-0,004552352	0,00523842			
09-07-2018	646,4	1.108,89	-0,014634146	-0,010520398			
06-07-2018	632,4	1.099,85	-0,021658416	-0,008152296			
05-07-2018	627,4	1.093,57	-0,007906388	-0,00570987			
04-07-2018	627,6	1.098,86	0,000318776	0,004837368			
03-07-2018	628	1.098,27	0,000637349	-0,00053692			
02-07-2018	626	1.089,15	-0,003184713	-0,008303969			
29-06-2018	637,8	1.096,43	0,01884984	0,006684111			
28-06-2018	630,6	1.085,94	-0,011288805	-0,009567414			
27-06-2018	630,6	1.099,82	0	0,012781553			
26-06-2018	638,6	1.097,04	0,01268633	-0,002527686			
25-06-2018	633,4	1.113,62	-0,008142812	0,015113396			
22-06-2018	640,4	1.122,99	0,011051468	0,008414001			
21-06-2018	628,4	1.118,15	-0,018738289	-0,004309923			
20-06-2018	632,2	1.120,96	0,006047104	0,00251308			
19-06-2018	620,8	1.110,12	-0,018032268	-0,009670283			
18-06-2018	626,4	1.118,55	0,009020619	0,007593774			
15-06-2018	635	1.132,64	0,013729246	0,012596665			
14-06-2018	638,6	1.131,81	0,005669291	-0,000732801			
13-06-2018	638	1.122,59	-0,000939555	-0,008146244			