

HD 2. del – studiet i Regnskab & Økonomistyring

Aalborg Universitet

8. semester 2013



Værdiansættelse af Novo Nordisk

Opgaveløsere:

Peter Højrup Pedersen

Pernille Lynge Sørensen

Vejleder:

Per Vestergaard Andersen

Indholdsfortegnelse

Ansvarsliste	4
Summary	5
Indledning	7
Problemformulering.....	8
Afgrænsning	9
Metodevalg	9
Koncernbeskrivelse	12
Historie.....	12
Vision og strategiske mål	13
Produkter	15
Udvikling i sygdomme	17
SWOT-analyse	18
Styrker	18
Svagheder.....	19
Muligheder	19
Trusler	20
Delkonklusion - SWOT-analyse	20
Værdikædemodellen.....	22
Primær aktiviteter	22
Støtteaktiviteter	24
Delkonklusion – Værdikædemodellen	25
Strategiske analyser	26
Konkurrenceanalyse - Porters Five Forces.....	26
Leverandørernes forhandlingsstyrke	28
Truslen fra nye indtrængere	29
Købernes forhandlingsstyrke	29
Truslen fra substituerende produkter.....	30
Nuværende konkurrence i branchen	31
Delkonklusion – Porters five forces	33
PESTEL-analyse.....	35
Politiske forhold	35
Økonomiske forhold.....	37
Sociale og kulturelle forhold	38
Teknologiske forhold.....	40

Miljømæssige forhold	41
Lovmæssige forhold	41
Delkonklusion - PESTEL-analyse	42
Masteranalyse	43
Interne strategiske Value drivers	44
Eksterne strategiske Value drivers	51
Blandede strategiske Value drivers	54
Overordnede strategiske Value drivers	62
Delkonklusion – Master analyse	63
Regnskabsanalyse	65
Opdeling af resultatopgørelse og balance	66
Beregninger og kommentarer	69
Egenkapitalens forrentning	69
Afkastningsgrad	70
Overskudsgrad	71
Soliditetsgrad	72
Indekstal	73
Delkonklusion - Regnskabsanalyse	74
Værdiansættelse	76
Budget for fremtiden	77
Værdien pr. 31.12.12	80
Scenarieanalyse	83
Scenarie 1 – selskabsskat	83
Scenarie 2 – vækst	84
Scenarie 3 – overskudsgrad	85
Scenarie 4 – investeringer	86
Scenarie 5 – lånerente	87
Scenarie 6 – egenkapitalandel	88
Scenarie 7 – risikopræmie	89
Delkonklusion - Værdiansættelse	90
Konklusion	91
Diskussion og perspektivering	94
Litteraturliste	96

Ansvarsliste

Summary	Pernille
Indledning – Problemformulering – Afgrænsning – Metodevalg	Begge parter
Koncernbeskrivelse	Peter
SWOT-analyse	Pernille
Værdikædemodellen	Peter
Konkurrenceanalyse – Porters Five Forces	Peter
PESTEL-analyse	Pernille
Master analyse	Pernille
Regnskabsanalyse	Peter
Værdiansættelse	Begge parter
Konklusion	Begge parter
Diskussion og perspektivering	Begge parter

Summary

This assignment is about Novo Nordisk, which is a huge group who develops, investigates in, produces and sells drugs that can cure diabetes and other chronic diseases.

We have chosen this group, because they deal with an issue that never disappears – Diseases – diabetes and other chronic diseases. As long as they can innovate and create new treatments for their patients and before their competitors do it, they will keep growing worldwide.

The group is very interesting as well, because they are dependent of their employees, because the employees are their knowledge, experiences, expertise and their ability to be innovative in the case of the diseases.

Therefore we have chosen to see what characterizes Novo Nordisk internally, strategic and finally which external factors the group are up against.

The internal values are built up on two thoroughgoing strategies called Novo Nordisk Way and The Triple Bottom Line.

Novo Nordisk Way decides and prescribes how the group act and what they want with the future. They want to strengthen their leading position in the market for diabetes and change the possibilities for people with hemophilia and other chronic diseases. Furthermore they want to research and develop innovative biological drugs and make the drugs available to more patients in the world. Same time they will make financial and competitive results, which shall benefit and protect new and current shareholders and most important - their patients.

The Triple Bottom Line shall ensure the link between and the focus on creating results financially to the investors, socially for and with the employees and their patients and at last environmentally, to ensure the nature, the animals and the whole earth does not get affected more than what is absolutely necessary and legal during their research.

Novo Nordisk is operating in a market with few huge suppliers and a tough competition, where quality and availability is very important, if they want to keep their position in the market. They also have to negotiate with their own suppliers, their patients through the hospitals, pharmacies, etc. and partners, so they can build up great agreements to reduce their costs.

The law is also an important issue every day. Patenting, various restrictions, approve procedures and trade barriers etc. are controlled by governments in different countries and in different ways worldwide. They are also dependent on good educational of the doctors and the nurses, so the products from Novo Nordisk can be sold, displayed and used suitably by them and the patients can get help and instructions from them, through the doctors and the nurses.

The group operates in a risky environment, because of their high dependence on the availability to work at equal conditions with their competitors and their dependence on laws that can protect and secure their products.

The internal organization and their way of cooperating are also very important because they are deeply dependent of their employees.

After knowing what they deal with internally, strategically and external, we have been looking on their financially figures for the last 5 years. The group has become better in earning money. The accounting analysis has shown that the group earns more in relation to revenue and they earn their assets in several times and they have managed to spend less costs compared to revenue.

On the basis of the accounting analysis, the value drivers, and the knowledge we have gained, we have prepared a budget for the next five years.

The budget and our assumptions for interest rates, risk premiums, etc. are used to calculate the value of the group on the 31 of December 2012, by using the DCF – Discounted Cash Flow model, which estimate the expected future values back to current values. The model is very used because of its reference to the historical and the expected cash flow at the same time.

The group is affected by a lot of different things every day and we have set some different scenarios that show the great sensitivity of every little change in the group. The borrowing rate and changes in the expectations of the growth in the future changes the value of the equity capital very much.

Our conclusion is that the value of the group was about 506 billion the 31 of December 2012, which means that the market value of the equity was 466 billion higher than the financial equity. This shows great confidence and great expectations for the future.

Indledning

Novo Nordisk har i de seneste år været omtalt betydeligt i medierne. Koncernen forsker og udvikler primært medicin til behandling af diabetes, men samtidig også til diverse andre sygdomme. Grundet udviklingen af fedme og generel usund livsstil i hele verden, er koncernens produkter derfor også særdeles efterspurgt verden over og vil formentlig blot blive mere nødvendige og derfor efterspurgt, dag for dag.

I denne opgave har vi valgt at lave en værdiansættelse af Novo Nordisk, på baggrund af vores viden fra HD-studiet. Koncernen er specielt spændende pga. dets rivende udvikling de senere år samt pga. dets store afhængighed af mennesker og deres viden. Koncernen har i december 2012 mere end 34.700 mennesker ansat i 75 lande.¹

Vi vil lave en strategisk analyse af koncernen, for på den måde at fremhæve nogle af de mange faktorer, som konstant påvirker Novo Nordisk, herunder koncernens markedsværdi.

Koncernens værdi pr. 31. december 2012, vil vi beregne ved hjælp af DCF-modellen. Herunder vil vi lave en følsomhedsanalyse og opsætte en række forskellige scenarier, som viser, hvor følsom koncernen er overfor forskellige interne og eksterne faktorer.

¹ http://www.novonordisk.com/about_us/default.asp, den 23.02.13

Problemformulering

Vi har som nævnt valgt at skrive om Novo Nordisk, herunder udarbejde relevante analyser og beregne værdien af koncernen, da denne koncern er særdeles spændende for investorer fra hele verden. Salg eller fusion vil derfor kunne blive aktuelt.

Hvilken teoretisk værdi har Novo Nordisk den 31. december 2012?

Herunder har vi en række underbyggende problemstillinger, som understøtter og specificerer vores primære problemstilling. Dette hjælper til at fastlægge nogle af de problemstillinger, der skal svares på, før der kan svares på den primære problemstilling.

Den primære problemstilling er opsplittet i følgende underbyggende problemstillinger:

- 1. Hvilke interne ressourcer og værdier gør koncernen interessant at investere i?*
- 2. Hvilken finansiell udvikling har koncernen været igennem, og hvordan ser koncernens nøgletal ud de sidste 5 år?*
- 3. Hvordan vil koncernens fremtid se ud på baggrund af den historiske udvikling?*
- 4. Hvordan påvirker Value drivers værdien af koncernen ved forskellige scenarier?*

Det vi vil opnå med denne problemformulering, er at vi på baggrund af viden om koncernens interne værdier og ressourcer, vil opnå kendskab til, hvilke Value drivers, såvel de interne, som de eksterne, der påvirker koncernen, og hvordan de påvirker koncernens værdi.

Med viden fra den strategiske analyse, og viden om koncernens finansielle udvikling, vil vi nu kunne danne et grundlag for fremtidsperspektiverne, i form af budget for fremtiden.

Samlet set vil ovenstående analyser og beregninger give os baggrund for at give et bud på værdien af koncernen pr. 31. december 2012 ved hjælp af Discounted Cash Flow modellen. Ydermere vil det give os en indsigt i, hvor følsomme værdiansættelser kan være.

Afgrænsning

Vi afgrænser os i rapporten til kun at fokusere på de 5 foregående regnskabsår, dvs. årene 2008-2012 og bruger derfor kun relevant historik frem til regnskabsaflæggelsen 1. februar 2013. Endvidere laves analyserne på baggrund af artikler, historie og information fra Novo Nordisks hjemmeside samt fra andre eksterne og offentligt tilgængelige kilder, herunder er regnskaberne for årene ligeledes hentet fra Erhvervsstyrelsens database, for at sikre korrektheden heraf.

Vi fokuserer på produkterne samlet, med udgangspunkt i diabetes, da vi vurderer, at det er koncernens kerneprodukt.

Vi afgrænser os til at se på få udvalgte interne og eksterne faktorer i vores analyser, da koncernen påvirkes af en del flere faktorer, end vi kan beskrive og behandle i denne rapport. Vi har kun den eksterne viden om koncernen, og da årsrapporten for 2012 forståeligt nok vil forsøge at stille koncernen i et positivt lys, vil vores rapport også blive præget i denne retning i en vis grad. Den interne viden vi beskriver i rapporten, drages på baggrund af oplysningerne i årsrapporten for 2012, da vi ikke har mulighed for at få viden internt fra koncernen, hvorfor der i masteranalysen kun behandles punkter, som vi har den fornødne viden til at besvare.

Metodevalg

Vi har i vores rapport valgt at starte med at beskrive Novo Nordisk, herunder opsummere deres historie, redegøre for deres vision, deres produkter samt udviklingen i deres marked m.m. Endvidere udarbejdes en SWOT-analyse for at skabe overblik over, hvilke overordnede faktorer, der påvirker koncernen og sidst laves Porters Værdikæde for at fastlægge de værdier som Novo Nordisk har og vil være kendt for.

Herefter udarbejdes en strategisk analyse af koncernen. Analysen vil behandle nogle udvalgte faktorer som påvirker koncernen, da vi ikke kan redegøre for de uendeligt mange faktorer, som påvirker koncernen hver dag i koncernens omverden, eksternt, internt og strategisk. Den strategiske analyse udarbejdes på baggrund af PESTEL-analysen, som specielt er forhold i koncernens omverden, og yderligere laves en masteranalyse af koncernens interne, eksterne, blandede og overordnede strategiske Value drivers

Koncernens økonomi er også vigtig for værdiansættelsen, hvorfor vi analyserer regnskaberne og økonomien de seneste 5 år. På baggrund af denne regnskabsanalyse udarbejder vi et budget med forventningerne til koncernens fremtidige pengestrømme.

Budgettet bruges herefter til værdiansættelsen, som laves ved hjælp af Discounted Cash Flow modellen. Herunder fastsættes den risikofri rente og markedets risikotillæg samt andre forudsætninger til brug for værdiansættelsen.

For at vise, hvor følsom en sådan værdiansættelse er, laves en analyse, hvor vi opstiller en række scenarier og viser, hvordan de kunne gå ind og påvirke værdiansættelsen og dermed hvor følsom værdiansættelsen er.

Dernæst udarbejder vi en konklusion på vores udførte research, analyser og vurderinger.

Sidst ser vi på Novo Nordisks resultater efter vores skæringsdato og diskuterer, hvordan disse hændelser ville have påvirket værdien.

Opbygningen af rapporten er derfor som følgende:



2

² Egen tilvirkning

Koncernbeskrivelse

Historie

Novo Nordisk³ har rødder tilbage til 1923, hvor selskabet Nordisk Insulinlaboratorium blev grundlagt. Dette skete på baggrund af en rejse i 1922, hvor ægteparret August og Marie Krogh rejste til Amerika. Marie var læge og forskede i stofskiftesygdomme og led desuden selv af type 2-diabetes. August var uddannet professor ved Københavns Universitet og havde modtaget nobelprisen i fysiologi. Under rejsen mødte de to canadiske forskere, som behandlede diabetespatienter med insulinekstrakt fra oksebugspytkirtler, hvilket naturligvis vakte stor interesse hos ægteparret, som også lykkedes med at få licens til selv at kunne starte en produktion heraf. Efter rejsen lykkedes det for første gang i foråret 1923, i samarbejde med læge Hans Christian Hagedom og apoteker August Kongsted, at udskille denne insulin, hvilket førte til etableringen af Nordisk Insulinlaboratorium (Nordisk).

Brødrene Harald og Thorvald Pedersen blev efterfølgende ansat, for dels at bygge maskiner til insulinproduktion og dels at forske og analysere i de kemiske processer i insulinfremstilling. Samarbejdet holdt dog ikke længe, og brødrene etablerede derfor i 1925 selskabet Novo Terapeutisk Laboratorium (Novo). Dette førte til mange års hård konkurrence mellem selskaberne, der var i konstant kamp om at komme først på markedet med nye produkter.

I 1926 oprettede Nordisk Insulinlaboratorium en fond kaldet Nordisk Insulinfond, som havde til formål at støtte fysiologisk og endokrinologisk (læren om hormoner) forskning samt mennesker med diabetes. I 1951 oprettede Novo ligeledes en fond, Novo Fonden. Fonden skulle være med til at støtte videnskabelige, sociale og humanitære formål samtidig med, at den skulle være med til at beskytte koncernen.

I 1974 blev Novos B-aktier introduceret på Københavns Fondsbørs og Novo blev ligeledes det første skandinaviske selskab, der kom på børsen i New York, hvilket skete i 1981.

³ Kilder til afsnit:

http://novonordisk.dk/documents/article_page/document/aboutus_historie.asp, den 23.02.13

http://novonordisk.dk/documents/article_page/document/aboutus_taldata.asp, den 23.02.13

Novo og Nordisk blev i 1989 fusioneret sammen til det vi i dag kender som Novo Nordisk. Novo Nordisk blev i 2000 opdelt i tre selvstændige selskaber kaldet Novo Nordisk (producent af insulin og andre lægemidler), Novozymes A/S (producent af enzymer) og Novo A/S (holdingselskab).

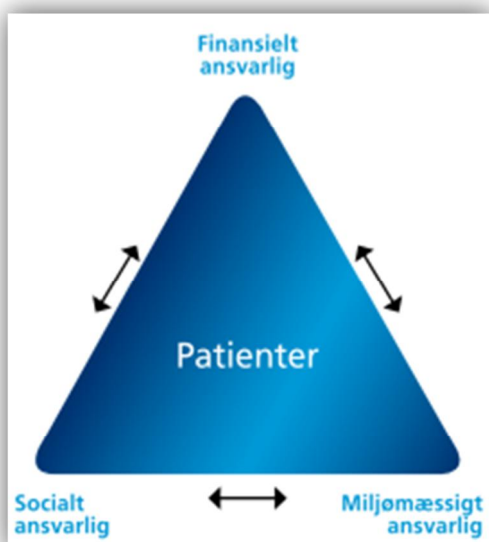
Koncernen etablerede i 2001 en fond kaldet Verdensdiabetesfonden, som skulle bidrage til at forbedre diabetesbehandlingen i udviklingslande.

Novo Nordisk er i dag med sine mere end 32.000 medarbejdere fordelt over 75 lande, blandt de førende på markedet for insulin og der forskes herudover indenfor en række andre sygdomme, herunder inflammation og hæmofili (blødersygdomme).

Vision og strategiske mål

Novo Nordisk samler deres ambitioner, fokus m.v. ned til det, de selv betegner som "Novo Nordisk Way"⁴. Dette går ud på, at Novo Nordisk har en ambition om at styrke deres førende position inden for diabetes samt ændre mulighederne inden for hæmofili og andre alvorlige

kroniske sygdomme. Deres primære fokus består i at forske i og udvikle innovative biologiske lægemidler og gøre dem tilgængelige for patienter over hele verden. Dette skal gøres på en sådan måde, at Novo Nordisk fortsat kan levere økonomiske konkurrencedygtige resultater, således det både gavner aktionærer samtidig med, at der gøres en forskel for patienterne. Dette leder os videre til Novo Nordisks forretningsfilosofi, som de selv kalder den "tredobbelte bundlinje"⁵, som er skildret i figuren til venstre.



⁴ Kilder til afsnit:

http://novonordisk.dk/documents/article_page/document/nn_way.asp, den 23.02.13

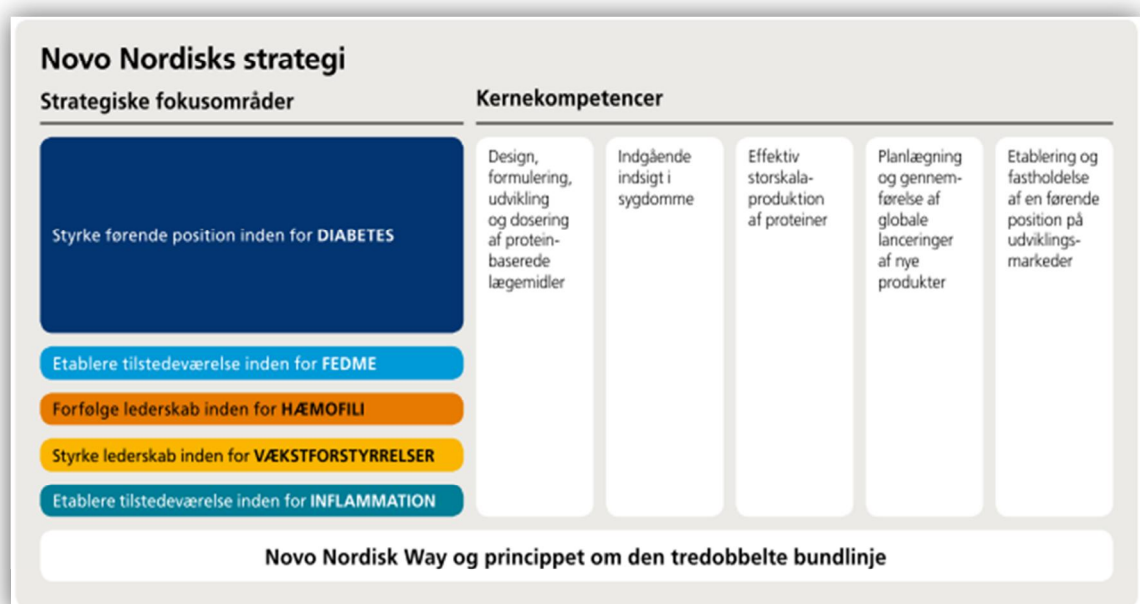
Årsrapport for 2011, side 17-21

Årsrapport for 2012, side 15-18

⁵ Årsrapport for 2012, side 18

Den tredobbelte bundlinje går i al sin enkelthed ud på, at der skal sikres fokus og sammenhængen mellem resultater inden for både de finansielle, sociale og miljømæssige dimensioner. Det er med andre ord lige så vigtigt for Novo Nordisk, at der opnås miljømæssige og sociale resultater, som det er at tilfredsstille aktionærene gennem de finansielle resultater. Novo Nordisk mener, at denne filosofi er roden til succes, da den både skaber værdi for aktionærer og for samfundet. Dette princip er så vigtigt for Novo Nordisk, at det er blevet skrevet i deres vedtægter.

Går man videre og kigger på Novo Nordisk og deres strategi, er der her fokus på terapiområder, hvor de har mulighed for at udnytte deres kompetencer og styrker. Dette er indenfor design af molekyler, udvikling og fremstilling af proteinanaloger. Deres strategier er kørt helt ned på fokusområder, som er de enkelte sygdomsgrupper Novo Nordisk forsker i. Dette ses i nedenstående figur⁶.



Som det ses i denne figur, er der 5 områder Novo Nordisk har lavet strategiske fokusområder på, nemlig diabetes, fedme, hæmofili, vækstforstyrrelser og inflammation. De ønsker altså at styrke den førende position inden for diabetes, etablere tilstedeværelse inden for fedme, forfølge lederskab inden for hæmofili, styrke lederskab inden for vækstforstyrrelser samt etablere tilstedeværelse inden for inflammation. Der er altså meget fokus på markedspositionen, hvilket ikke kan ses på markedet samlet set. Novo Nordisk er altså nødt til at gå ned på hvert enkelt

⁶ Årsrapport for 2012, side 16

marked/produktgruppe og se, hvilken position de har og lave handlingsplaner ud fra hver enkelt position, som i figuren ovenfor. Alt dette skal opnås ved hjælp af koncernens kernekompetencer, som de har listet op til højre i figuren, samtidig med, at der tages højde for Novo Nordisk Way og princippet om den tredobbelte bundlinje, som beskrevet tidligere.

Hvis man skal se på, hvilken vision Novo Nordisk har, vil de være førende inden for diabetesbehandling og overvinde denne sygdom. Denne forskning skal være med til at opdage nye, innovative produkter, som både ligger inden for og uden for diabetes. Herudover mener Novo Nordisk, at deres styrke ligger i deres fokus. De vil forsøge at forblive uafhængige og indgå i samarbejder, såfremt det tjener forretningsmæssige formål uden at bryde med det Novo Nordisk står for.

Produkter

Novo Nordisk sælger produkter⁷ i mere end 180 lande og er markedsførende både i industri- og udviklingslande. De områder koncernen fokuserer på, som også står nævnt i figuren ovenfor, er diabetes, fedme, hæmofili (blødersygdomme), vækstforstyrrelser og inflammation. Kigger man først på diabetes, er dette uden tvivl Novo Nordisks vigtigste forretningsområde, da det tegner sig for næsten 80 % af den samlede omsætning i koncernen. Der er her fokus på insulin samt GLP-1, som er et præparat til behandling af type 2-diabetes hos voksne.

Går man videre og kigger på fedme, er Novo Nordisk i gang med at undersøge muligheden for at bekæmpe dette ved hjælp af et præparat kaldet liraglutid, som er med til at nedsætte appetitten og derved få overvægtige til at tabe sig. De forventer, at produktet skal anvendes ved hjøriskopatienter, herunder personer med fedmerelaterede sygdomstilstande, som forhøjet blodtryk og kolesterol.

Der forskes også i sygdomme inden for hæmofili, også kaldet blødersygdomme. Dette drejer sig både om de arvelige og erhvervede koagulationsforstyrrelser, som forhindrer blodet i at størkne. Novo Nordisk er blandt andet kommet med produktet NovoSeven, som er det eneste godkendte præparat til behandling af blødningsepisoder med erhvervet hæmofili.

⁷ Kilder til afsnit:

Årsrapport for 2011, side 19

Årsrapport for 2012, side 16-17 og 30-31

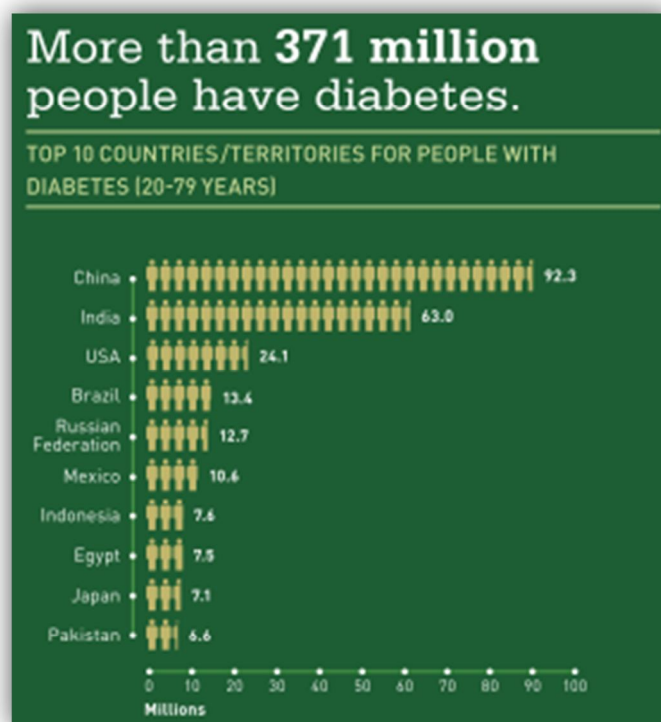
Novo Nordisk forsker også i vækstforstyrrelser. Her har Novo Nordisk blandt andet udviklet præparatet Norditropin, som er det eneste flydende væksthormon, der ikke kræver opbevaring på køl efter ibrugtagning. Herudover har de også udviklet de to førende præparater på markedet, nemlig Vagifem og Activelle. Børn har brug for væksthormoner til at vokse og opnå en normal højde, hvorimod voksne har brug for væksthormoner til at opretholde den rette balance mellem fedt, muskler og knoglemateriale, for at mindske risikoen for stofskiftekomplikationer.

Til sidst er der forskningen inden for inflammation, herunder blandt andet kronisk leddegigt og Crohns sygdom. Der er dog ingen præparater, der er blevet frigivet inden for dette område endnu. Der er p.t. tre præparater, herunder to til bekæmpelse af leddegigt og et til bekæmpelse af Crohns sygdom, der er i stadiet, hvor det bliver afprøvet på en større testgruppe for at kontrollere, hvilken effekt det har, og hvilke bivirkninger der kan være forbundet med brugen heraf. Dette kalder Novo Nordisk selv for fase to, hvorefter der kommer en fase tre med yderligere undersøgelser og tests, og til sidst en godkendelse af produktet.

Udvikling i sygdomme

Med fokus på Novo Nordisks største marked⁸, diabetes, sker der hvert år en markant stigning af konstaterede tilfælde heraf. Dette skyldes blandt andet stigningen i velstanden i de enkelte lande. Hvis man eksempelvis kigger på Kina, som er blevet det land med klart flest diabetikere (mere end 90 millioner tilfælde), skyldes dette blandt andet den økonomiske vækst og den stillesiddende livsstil, som generelt vinder frem verden over.

Figuren⁹ nedenfor viser de 10 lande med flest diabetikere, hvor Indien og Kina klart er i spidsen. Her skal man dog huske at kigge på antallet af beboere i disse lande, da det er de to lande, med



klart flest indbyggere. Den fortæller endvidere, at der er over 371 millioner mennesker (2012), der til daglig lever med diabetes, hvilket må siges at være et enormt antal. Denne tendens viser dog ingen tegn på at ændre sig, hvorfor vigtigheden af Novo Nordisks forskning blot understreges heraf.

Som alle ved, er fedmen også stigende over hele verden, hvilket også er med til at påvirke antallet af diabetestilfælde. Udviklingen heri skyldes ligeledes udviklingen i livsstile og velstand verden over,

hvorfor det vil give Novo Nordisk enorme muligheder, hvis de lykkes med udviklingen af disse præparater.

⁸ Kilde til afsnit: Årsrapport for 2012, side 37

⁹ http://www.idf.org/sites/default/files/5E_IDFAtlasPoster_2012_EN.pdf, den 24.02.13

SWOT-analyse¹⁰

SWOT-analysen opridser kort Novo Nordisks styrker og svagheder internt i koncernen og muligheder og trusler eksternt fra koncernens omverden.

Styrker

- Stor koncern med over 34.700 ansatte i december 2012, repræsenteret i 75 lande¹¹ - stordriftsfordele
- Sælger i over 180 lande
- Stor erfaring og viden indenfor behandling af diabetes
- Dygtige forskere – uddannes og udvikler sig hele tiden
- Der fokuseres på forretningsetik
- Grøn vækst – mere salg, men mindre udledning af fx Co₂ og mindre forbrug af naturens ressourcer
- Tilfredse medarbejdere
- Kvalitet
- Stor respekt på verdensmarkedet – godt omdømme
- "Novo Nordisk er globalt førende med 49 % af det samlede insulinmarked og 46 % af markedet for moderne insuliner, begge opgjort i volumen." ¹²
- Oprettelse af nye klinikker – 70 stk. i 2012
- Sponsorere undervisning til sundhedsmedhjælpere samt til diabetes-ramte
- Sælger præparaterne billigere, til verdens fattigste lande
- Der følges hele tiden op på de forskellige organisatoriske enheder for at sikre, at værdierne efterleves i hele koncernen
- Leverandører vurderes på kvalitet, miljø, arbejdsforhold, menneskerettigheder og forretningsetik for at sikre, at de efterlever koncernens krav hertil
- Patientsikkerhed er i fokus
- Specialiseret i få områder – diabetesbehandling, hæmofili og vækstforstyrrelser

¹⁰ Årsrapport for 2012

¹¹ http://www.novonordisk.com/about_us/default.asp, den 23.03.13

¹² http://www.novonordisk.com/about_us/default.asp, den 23.03.13

- Grundlag for at begynde forskning i fedme og autoimmune inflammationssygdomme
- "5 markante kernekompetencer:
 - o Design, formulering, udvikling og dosering af terapeutiske proteiner (proteinbaserede lægemidler)"
- Indgående indsigt i sygdomme
- Effektiv storskalaproduktion af proteiner
- Planlægning og gennemførelse af globale produktlanceringer
- Etablering og fastholdelse af en førende position på udviklingsmarkeder
- Har i Danmark verdens største insulinfabrik
- Nummer 4 på Science 2012 Top Employer-rangliste, hvilket beviser det er en eftertragtet arbejdsplads
- Større udbytte pr. aktie, gør Novo Nordisk mere og mere attraktiv at investere i.

Svagheder

- Øget kompleksitet
- Det tager lang tid at fremdyrke et produkt og risikoen er, at produktet aldrig bliver til noget
- Dyreforsøg, der dog forsøges reduceret
- Grundet de er så store, kan der forekomme modarbejdelser medarbejderne imellem
- Nedbrud eller ødelæggelse af maskiner samt forskning
- Ulykker
- Bivirkninger, som først viser sig efter lanceringen af produkterne
- Dyrt at tage patent/når patenter udløber.

Muligheder

- Stigende antal mennesker med diabetes og andre kroniske sygdomme
- Flere fede mennesker
- Samarbejder med andre koncerner
- Samarbejder med universiteter m.m.
- Bedre økonomi i Asien.

Trusler

- Dårlig økonomi globalt, i kølvandet på den økonomiske krise
- Forskellige godkendelsesprocedurer i forskellige lande
- Flere og dygtige konkurrenter
- For dårligt uddannede læger eller sundhedsvæsen i verden, som ikke er dygtige nok til at foretage den rigtige diagnosticering eller til at rådgive og dosere den rigtige medicinering
- Svingende valutaer
- Krige
- Fattigdom
- Dårlige kopier af deres produkter
- Dårligere offentlige økonomier, som skærer ned på deres tilskud til sundhed m.m. – fører til større pres på priserne
- Manglende tilgængelighed i nogle lande
- Lange godkendelsesprocedurer
- Retssager pga. bivirkninger.

Delkonklusion - SWOT-analyse

Analysen vidner om, at Novo Nordisk er en yderst stærk koncern med lang erfaring indenfor specielt diabetes. Koncernen viser ansvarlighed i forhold til miljø, dets patienter, medarbejdere, aktionærer og ved udvikling af dets produkter, osv., bl.a. gennem fokus på kvalitet og respekt for andre og andet end koncernen selv. Ligeledes er koncernen attraktiv at investere i, da der samtidig med ovenstående også fokuseres på økonomi, herunder at generere et økonomisk resultat, som både kan støtte den videre udvikling, men som samtidig også giver investorer afkast af deres investerede penge.

Svaghederne der er forbundet med Novo Nordisk, må samtidig formodes at være generel for medicinalfirmaer, herunder er det en ulempe for koncernen, at et patent er meget dyrt og kun opretholdes i 20 år, selvom medicin tager op imod 15 år at udvikle, hvilket lader dem tilbage med 5 års patent, hvor produktet er på markedet. Derudover risikerer de i mange tilfælde at lave patent på flere produkter, som aldrig bliver godkendt.

Koncernen er også underlagt mange fordomme mod dyreforsøg og stort affaldsforbrug, hvilket ikke kan undgås – Novo Nordisk har dog fokus herpå, og forsøger at eliminere affaldsmængden, hvorimod dyreforsøg ikke kan undgås 100 %.

Sidst er eventuelle bivirkninger også en svaghed. Produkterne som godkendes er blevet tjekket i mange år, men det er ikke altid nok, hvorfor en svaghed er at bivirkningerne efter måske 20 års brug af medicinen, ikke er efterprøvet.

Muligheder er der også for firmaet, hvilket kan medføre vækst og fremtidig likviditet. Mennesker er i dag forfaldne til mere fed mad og lever i stor grad et stresset og usundt liv, hvilket medfører flere fede, men samtidig også flere kronisk syge mennesker. Dette er klart en udvikling, som Novo Nordisk vil nyde fordele af, da de vil prøve at afhjælpe disse sygdomme.

Samarbejder med andre medicinalfirmaer og forskere på forskellige universiteter verden over, vil også være en mulighed, i det andre relationer og erfaringer kan skabe et endnu større marked og endnu større tilgængelighed af koncernens produkter World Wide.

Trusler vil altid være ret betydelige for koncerner, som arbejder med at hjælpe mennesker, specielt med medicin. Her er det etiske aspekt særdeles vigtigt. Bivirkninger og alt andet, som ikke er angivet i indlægssedlen ved produktet, kan koste firmaet mange penge ved eventuelle retssager.

Økonomien globalt påvirker også koncernen, idet økonomien i den private sektor, har dårlig indvirkning på den offentlige økonomi, som typisk skal betale og investere i medicinen til landets beboere.

Andre konkurrenter, fattigdom og krige, samt dårlig tilgængelighed i lande med kritisable forhold, er en trussel for koncernen, og vil altid være et punkt, som koncernen skal arbejde imod.

Værdikædemodellen

Novo Nordisks interne værdier vil blive forsøgt synliggjort ved hjælp af værdikædeanalysen, som ses i figuren¹³ nedenfor. Modellen er delt op i henholdsvis primære aktiviteter og støtteaktiviteter, hvor de primære aktiviteter er dem, der er forbundet med frembringelse, salg og distribution af produkterne (nederste halvdel af figuren) imens støtteaktiviteterne skal understøtte de primære aktiviteter (øverste halvdel af figuren).



Primær aktiviteter

Kigger man først på koncernens indgående logistik, har de mange tusinde forskellige leverandører. Dette gør naturligvis, at koncernen er nødt til at have stor fokus på kontroller i forbindelse hermed, da svingende kvalitet vil have katastrofale konsekvenser for koncernen. Dette er også grunden til, at Novo Nordisk foretager auditeringer¹⁴, som netop har til formål at sikre kvalitet m.v. Når kvalitet m.v. er sikret, har det naturligvis en værdi, at koncernen kan sikre de lavest mulige indkøbspriser, da dette vil være med til at holde produktionsomkostningerne nede.

¹³ Driftsøkonomi, 7. udgave, Peter Lynggaard, side 278

¹⁴ Årsrapport for 2012, side 100

Går man videre og kigger på netop produktionen¹⁵, er det netop af afgørende betydning, at Novo Nordisk formår at holde produktionsomkostningerne helt nede. Dette medvirker, at koncernen forbliver konkurrencedygtig på alle markeder, og at de er i stand til at tilbyde lægemidler til lave priser til udviklingslandene. For at sikre dette, har Novo Nordisk udviklet en global produktionsstruktur. Dette går ud på, at koncernen har placeret fem store produktionsanlæg i fem forskellige lande, på fire forskellige kontinenter. Herudover er der naturligvis en række mindre produktionsanlæg, der forsyner mindre markeder. For at sikre, at kvaliteten er høj hele vejen igennem, opererer alle produktionsanlæggene under ét fælles kvalitetsledelsessystem med centralt administrerede standardprocedurer for alle medarbejdere.

Koncernens aktivitet i denne del af værdikæden består ikke blot i produktion af medicinalprodukterne. Der anvendes naturligvis også en rigtig stor mængde ressourcer i forskning og udvikling. Der forskes og udvikles på en række forskellige sygdomme, som er nærmere beskrevet i afsnittet vedrørende produkter.

De øvrige primær aktiviteter omfatter salg, markedsføring samt service, før, under og efter salget. Novo Nordisk har en global marketingsafdeling¹⁶ beliggende i Zürich, Schweiz. Her er der over 200 ansatte med mere end 30 forskellige nationaliteter. Afdelingen har blandt andet til formål internationalt at markedsføre kommende produkter, således det globale marked er klar til udviklingen/de nye produkter, når de er klar til at komme på markedet. Det er vigtigt for en koncern som Novo Nordisk, at folk er opmærksomme på nye produkter, da udviklingen af et nyt produkt tager mange år, hvorfor der går lang tid mellem nye lanceringer af produkter indenfor de enkelte områder. Markedsføringen skal derfor sikre, at folk er fuldt opmærksomme på produkternes virkning, kvalitet og fordele i forhold til de nuværende produkter på markedet.

Udover den globale marketingsafdeling, har Novo Nordisk ligeledes lokale markedsføringsafdelinger i over 70 lande, som i stedet fokuserer på markedsføringen på de enkelte markeder, således den rammer den pågældende målgruppe bedst muligt. Dette muliggør også, at markedsføringsafdelingerne kan have et tættere samarbejde med salgsafdelingerne.

¹⁵ Afsnittet er inspireret af Årsrapporten for 2012, side 18

¹⁶ <http://www.novonordisk.com/careers/business-areas/sales-and-marketing.asp?sLangId=dk#>, den 05.04.13

Novo Nordisk Scandinavia AB¹⁷, der er en del af koncernen, står for alt salg og markedsføring på det danske, svenske og norske marked.

Servicen i en koncern som Novo Nordisk, der producerer medicinalprodukter, består langt hen af vejen i god rådgivning og beskrivelse af produkterne og deres virkning. Dette sker gennem detaljerede varebeskrivelser, der både findes på hjemmesiden samt sammen med produkterne, når de sælges. Heri står der, hvad produktet indeholder, dets formål og virkning samt hvilke bivirkninger der kan være i forbindelse med anvendelsen heraf. Herudover er det afgørende, at dem der sælger produkterne til slutbrugerne (ofte læger eller de ansatte på apoteker), forklarer kunden, hvordan produktet virker, og hvad de skal være særligt opmærksomme på i forbindelse med brugen heraf.

Støtteaktiviteter

Kigger man på koncernens støtteaktiviteter, er det uden tvivl de menneskelige ressourcer, der har den største betydning for Novo Nordisk. Uden disse, ville koncernen slet ikke have noget eksistensgrundlag. De menneskelige ressourcer, er dem der bliver brugt igennem hele værdikæden, da det er altafgørende inden for denne branche, at alt foregår professionelt. Dette gælder både inden for indkøb, hvor det er af afgørende betydning, at man altid formår at fremskaffe varerne i en høj kvalitet, men samtidig til en lav og konkurrencedygtig pris. Ved produktionen, herunder også forsknings- og udviklingsprocessen, er det altafgørende, at man har de bedste folk inden for de enkelte områder, da det er deres viden, hele koncernen er bygget op omkring. Det er naturligvis også vigtigt, at man har professionelle folk til at markedsføre og sælge produkterne, da dette er afgørende for, at kunderne får øjnene op for deres produkter og de er tilgængelige de nødvendige steder.

Med hensyn til tilgængeligheden, har Novo Nordisk også sørget for, at produkterne er let tilgængelige for kunderne og man har sikret sig, at lagre og produktionsanlæg¹⁸ er placeret strategisk rundt i verden, således der opnås bedst mulige vilkår for effektivt salg og distribution heraf.

¹⁷ http://www.novonordisk.dk/documents/promotion_page/document/2_about_us.asp, den 05.04.13

¹⁸ Årsrapport for 2012, side 18

Infrastrukturen spiller naturligvis også en rolle for Novo Nordisk, da det er afgørende, at der er et effektivt samarbejde mellem de enkelte led i koncernen. Dette nævner de selv, at der er fokus på, eksempelvis mellem marketing og salg, hvor der som tidligere nævnt er oprettet lokale marketingsafdelinger, som et led i at opnå den bedst mulige markedsføring på de enkelte markeder, i samråd med salgsafdelingen.

Delkonklusion – Værdikædemodellen

Værdikædemodellen belyste blandt andet, at koncernen blandt andet formår at holde priserne på produkterne nede gennem lave indkøbspriser. Dette kan opnås, uden at gå på kompromis med kvaliteten, da der er mange tusinde leverandører og Novo Nordisk har så stor indflydelse på de enkelte leverandørers omsætning, at de formodentlig ikke har råd til at miste dem som kunde. Herudover har koncernen også en global produktionsstruktur samt fordeling af produktionsanlæg over hele verden, hvilket ligeledes er med til at sikre omkostningsbesparelser samtidig med høj kvalitet.

En anden ting, som giver kunderne værdi, er den høje informationsgrad omkring produkterne, som gives gennem produktbeskrivelser samt rådgivning i forbindelse med købet af produkterne.

Novo Nordisk sørger endvidere for, at der sker stor markedsføring af produkterne, som endvidere er målrettet og tilpasset til de enkelte markeder. Her fokuseres endvidere på at oplyse omkring kommende produkter, således kunderne ved, hvad der kommer, og hvad det kan betyde for dem fremadrettet.

Til sidst blev det belyst, at de menneskelige ressourcer er altafgørende for koncernen, da det er dem hele koncernen er bygget op omkring. Uden nogen forskning og udvikling, ville koncernen hurtigt miste markedsandele til konkurrenterne.

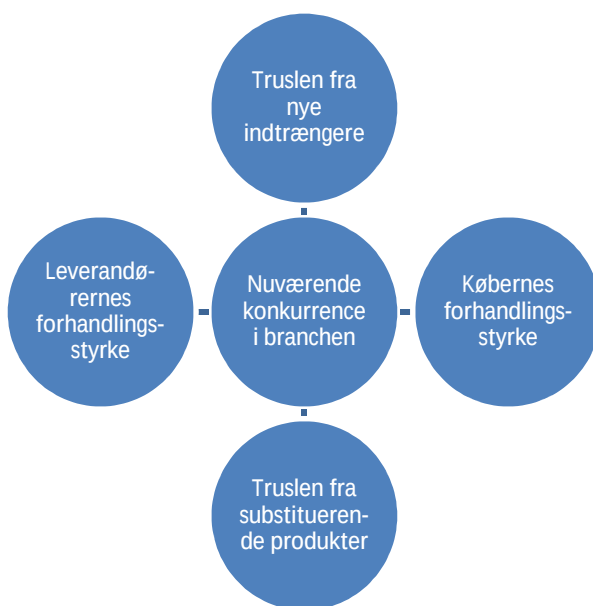
Strategiske analyser

De strategiske analyser vil vi bruge til at fastlægge koncernens forskellige faktorer, såvel interne som eksterne. Vi vil fastlægge, hvilke kortsigtede og langsigtede risici, muligheder, problemstillinger, osv. koncernen er oppe imod.

Novo Nordisk opererer ligesom mange andre koncerner mod daglige ændringer i markedet og generelt eksterne forhold. Disse faktorer betyder næsten alt for koncernen og for dets fremtid og er derfor særdeles vigtige og ikke mindst uundgåelige ved en værdiansættelse af koncernen.

Konkurrenceanalyse - Porters Five Forces

For at blive klogere på Novo Nordisks konkurrencesituation har vi valgt at kigge nærmere på dette



ved hjælp af Porters five forces¹⁹, som er vist i figuren til venstre²⁰. For at denne model kommer til at give et retvisende billede, kan der ikke blot tages udgangspunkt i medicinalindustrien generelt, da Novo Nordisk har fokus på diabetesbehandling og biopharmaceuticals (herunder blandt andet væksthormonbehandling og blødersygdomme) og ikke hele medicinalindustrien.

Modellen skal altså være med til at synliggøre konkurrencesituationen for Novo Nordisk, og

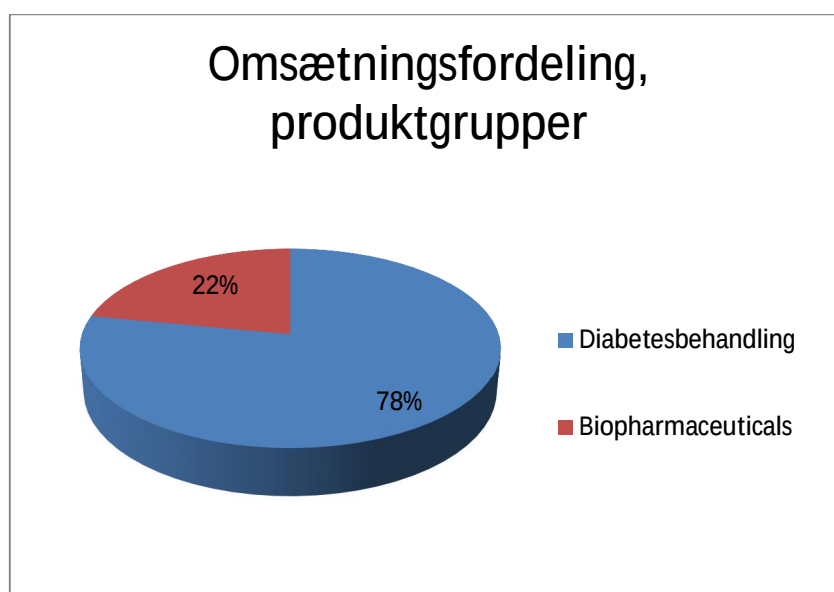
derigennem være med til at vise, hvilke udfordringer og muligheder, som koncernen samtidig står overfor.

Størrelsen af markederne er naturligvis heller ikke uvæsentlige, når man kigger på Novo Nordisk, da diabetesbehandlingen tegner sig for klart størstedelen af omsætningen heri. Derfor vil der kort blive redegjort for fordelingen heraf. Kigger man først på omsætningsfordelingen på

¹⁹ Contemporary Strategy Analysis, seventh edition, Robert M. Grant, side 69

²⁰ Figuren er egen tilvirkning, kopieret og oversat fra ovenstående kilde

produktgrupperne, tegner diabetesbehandlingen sig i 2012 for 78 % af den samlede omsætning i Novo Nordisk, som vist i figuren nedenfor²¹.



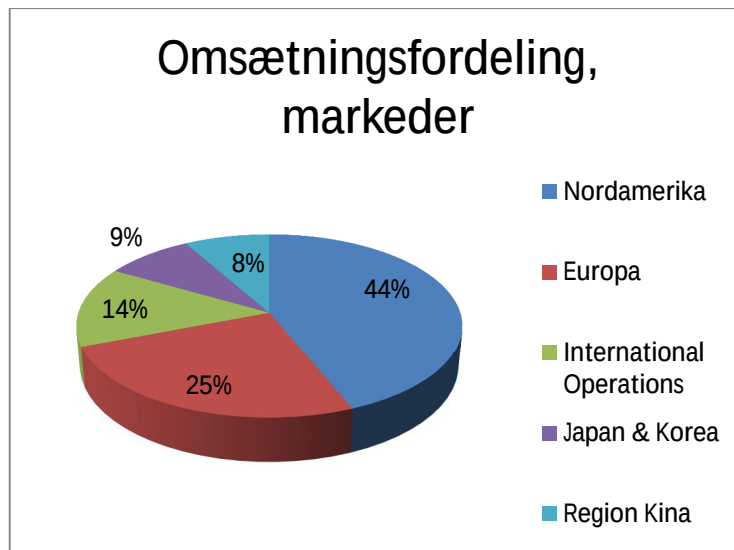
Dermed er diabetes-behandlingen klart det vigtigste område rent økonomisk. Man må dog ikke glemme forskningen og udviklingen inden for biopharmaceuticals, da et gennembrud inden for eksempelvis blødersygdomme vil kunne betyde enorme fremtidige konkurrencemæssige fordele og indtjeneringer.

Går man videre og kigger på omsætningsfordelingen ud på de enkelte markeder, kan man i figuren²² på næste side se, at Nordamerika og Europa udgør godt 2/3 af den samlede omsætning. Det er altså de to markeder, som koncernen i 2012 er markant mest afhængige af. Det betyder dog ikke, at de andre markeder er uden betydning for Novo Nordisk. Koncernen vurderer selv, at Europa er det eneste marked, hvor det bliver svært at fortsætte med at vokse meget mere end den gør nu, grundet krisen. Landene er endvidere allerede rigtig godt med i behandlingen af diabetes samtidig med, at der kommer nye og strengere krav til medicinudgifterne²³. Derimod menes der fortsat at være gode vækstmuligheder indenfor de andre områder samtidig med, at eventuelle nye produkter kan revolutionere markederne.

²¹ Figuren er egen tilvirkning, med tal fra Årsrapport for 2012, side 106

²² Figuren er egen tilvirkning, med tal fra Årsrapport for 2012, side 4

²³ Årsrapport for 2012, side 35



Det er ud fra ovenstående vurderet, at da biopharmaceuticals udgør mindre end 1/4 af den samlede omsætning, bliver der kun lavet én samlet gennemgang af Porters five forces. Skulle dette have givet et helt præcist billede, skulle modellen være lavet på hver enkelt produktgruppe, da de enkelte punkter i modellen ikke nødvendigvis er identiske for de enkelte produktgrupper, men dette er ikke gjort, netop pga. den begrænsede andel af omsætningen.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Kigger man først på leverandørernes forhandlingsstyrke og Novo Nordisk som koncern, er Novo Nordisk så store, at leverandørerne ikke har en væsentlig indflydelse ved forhandlingsbordet. Novo Nordisk anvender mange tusinde leverandører og låser sig derfor ikke fast til nogle få. Det må derimod formodes, at koncernen vinder denne kamp, da indkøbsvolumen er så stor, at de enkelte leverandører ofte ikke har råd til at sige nej. Samtidig må der ikke gås på kompromis med kvaliteten, da dette kan have fatale konsekvenser for hele Novo Nordisk koncernen. Netop derfor udfører koncernen leverandørauditeringer, som går ud på, at kvalitet og ansvarlighed bliver overholdt hos udvalgte leverandører. I 2012 blev der udført 219 auditeringer²⁴ imod 177 i 2011.

Der var dog ingen kritiske afvigelser, men dette viser blot, at de har høje krav og følger op på kvaliteten m.m. hos deres leverandører.

²⁴ Årsrapport for 2012, side 100

Herudover sikrer Novo Nordisk sig yderligere, hvis der skulle ske leverandørsvigt, med sikkerhedslagre fordelt ud over hele verden²⁵, så produktionsstop kan minimeres og måske fuldstændig undgås.

Truslen fra nye indtrængere

Medicinalindustrien er et meget svært marked at komme ind på grundet de store adgangsbarrierer. For det første er der et kæmpe kapitalbehov ved opstart af en medicin-koncern, da der kan gå mange år med forskning og udvikling, før der kommer en egentlig indtægt. Dernæst er det slet ikke sikkert, at myndighederne i de enkelte lande nogensinde vil godkende produkterne, grundet de mange undersøgelseskrav og dokumentation af forskningen, som er påkrævet.

Herudover kan der ske lovmæssige ændringer, hvilket kan ødelægge den forskning man har igangsat. Dette gælder naturligvis alle koncernerne inden for branchen, men vil ramme nye indtrængere hårdest, da de ikke har det samme fodfæste og de samme ressourcer til at klare en sådan situation, som eksempelvis Novo Nordisk, Sanofi eller Eli Lilly, som er de største på markedet inden for diabetesbehandling.²⁶

En ny koncern inden for medicinalbranchen vil endvidere få det hårdt i starten, da de allerede etablerede koncerner har et knowhow til området og de processer, der er i forbindelse med udvikling, produktion og distribution af produkter.

Købernes forhandlingsstyrke

Kigger man på aftagerne af Novo Nordisks produkter, er der mange millioner af disse. Dette betyder med andre ord, at koncernen ikke er afhængig af nogle få kunder, hvorfor disse må anses for at have en lille forhandlingsstyrke.

Kigger man nærmere på produkterne og differentieringen heraf, er disse unikke. Det er ikke nogen produkter, der umiddelbart bare kan kopieres, da der skal en lang række undersøgelser og godkendelser til, jf. ovenstående. Det er samtidig livsnødvendige produkter for kunderne, hvorfor

²⁵ Årsrapport for 2012, side 43

²⁶ Årsrapport for 2012, side 33

dette naturligvis også er med til at give køberne en mindre forhandlingsstyrke. Da produkterne er af så afgørende betydning for brugerne, er det oftest kvaliteten og virkningen heraf, der spiller en rolle og ikke så meget prisen.

Truslen fra substituerende produkter

Der er flere aspekter der spiller ind, når det kommer til substituerende produkter. Først og fremmest er det vigtigt at huske på, at der er tale om unikke produkter, der ikke bliver forældet. Det skal dog siges, at der hele tiden forskes inden for de forskellige sygdomme med håbet om at finde en mere effektiv behandling, eller måske endda en kur, som vil kunne tage størstedelen af markedets andele.

Ovenstående vil altid være en risiko for en koncern som Novo Nordisk, da slutbrugerne ikke har nogle skifteomkostninger, og dermed ikke binder sig til det enkelte produkt. Dog kan man modsat argumentere for, at mange måske ikke er så villige til at skifte til et nyt medicinalprodukt, hvis man allerede får en effektiv behandling, der fungerer uden bivirkninger.

Som der blev beskrevet under afsnittet om nye indtrængere, er der meget store krav til forskning, forsøg og godkendelser. Der vil i modsætning hertil, helt sikkert komme nye produkter på markedet, idet der allerede er aktører på markedet, som har den nødvendige kapital m.v., til at kunne udvikle nye produkter.

Netop derfor er det vigtigt for Novo Nordisk at fortsætte med forskningen, samt at udnytte deres kernekompetencer.

Nuværende konkurrence i branchen

Med udgangspunkt i koncernens primære omsætning, som er indenfor diabetes, har Novo



Nordisk to væsentlige konkurrenter, nemlig Eli Lilly og Sanofi²⁷. Herudover er der naturligvis en række mindre andre aktører verden over, som dog ikke udgør nogen væsentlig risiko, idet de oftest sælger produkter af ældre generationer, hvorfor de heller ikke har vundet væsentlige markedsandele. Figuren²⁸ til venstre viser Novo Nordisks markedsandele inden for diabetes, fordelt på geografiske regioner fra 2008 – 2012 og målt på værdien.

Markedsandelene i International Operations og Region Kina, er stort set uændret i analyseperioden, hvorimod der ses en fremgang på cirka 10 procentpoint på det Nordamerikanske marked, som Novo Nordisk ser som det marked med det største udviklingspotentiale. Nordamerika udgør 34 % af det globale lægemiddelmarked. Derimod er medicinlægemiddelkoncernerne generelt presset på det europæiske marked, som tidligere nævnt tidligere, grundet finanskrisen og de fleste lande har lavet en række kortsigtede omkostningsbegrænsninger.

Dette gør det meget svært for Novo Nordisk og andre medicinlægemiddelkoncerner at få indtægter på nye produkter, der svarer overens med de omkostninger, der er i forbindelse med forskningen og udviklingen heraf. Kåre Schultz, koncerndirektør i Novo Nordisk, indrømmer også, at en fremtidig vækst på dette marked, fremadrettet vil blive begrænset, da markedet allerede er så langt fremme og der derfor ikke er de store vækstmuligheder.

Det samme gør sig gældende på det Japanske og Koreanske marked. Dette er også voldsomt presset af finanskrisen, samtidig med, at der er tale om en aldrende befolkning. Dette er naturligvis med til at begrænse vækstmulighederne, hvorfor der heller ikke her forventes store vækstmuligheder i de kommende år. Dog forventes der ikke en tilbagegang på markedet, idet koncernens produkter passer rigtig godt til det Japanske marked, hvorfor dette skal være med til at stabilisere forholdene herpå.

²⁷ Afsnittet er inspireret af årsrapporten for 2012, side 32-37

²⁸ Årsrapport for 2012, side 33

Novo Nordisk har altså to store konkurrenter på markedet, hvorfor det er afgørende for koncernen hele tiden at være på forkant med udviklingen og dermed være et lille skridt foran de andre på markedet. Sker dette ikke, er der risiko for, at koncernen kan miste store markedsandele på meget kort tid, hvis en af de andre koncerner kommer først på markedet med et banebrydende lægemiddel.

Markeds- og konkurrenceform

For at belyse det nuværende marked yderligere, vil vi kigge på, hvilken markeds- og konkurrenceform²⁹ Novo Nordisk befinder sig i på de nuværende vilkår. Modellen³⁰ nedenfor viser de forskellige markeds- og konkurrenceformer. Novo Nordisk opererer inden for flere forskellige medicinalområder, hvor der bør tages stilling til nedenstående for hvert enkelt marked. Omsætningen kommer primært fra salget af insulin, hvorfor der tages udgangspunkt heri.

	Antal sælgere				
	Én	Én stor og mange små	To	Få	Mange
Homogent marked	Monopol	Delvis monopol	Duopol	Oligopol	Fuldkommen konkurrence
Heterogent marked		Differentieret delvis monopol	Differentieret duopol	Differentieret oligopol	Monopolistisk konkurrence

Med udgangspunkt i ovenstående, og den viden vi ellers har fundet frem til igennem rapporten indtil videre, vurderes det, at der er tale om et heterogent marked. Dette begrundes med, at produkterne er unikke grundet deres virkning samt eventuelle bivirkninger. Det kan godt være, at to insulinprodukter behandler det samme, men den enkelte patient vil kunne mærke forskellen mellem disse, eksempelvis ved indtagelse, virkninger, bivirkninger m.v.

²⁹ Inspiration fra Driftsøkonomi, 7. udgave, Peter Lynggaard, side 263-270

³⁰ Egen tilvirkning

Det blev tidligere konstateret, at der var to væsentlige aktører på markedet for insulin, udover Novo Nordisk. Der er altså tre store aktører på markedet samt en række mindre uvæsentlige aktører. Dette betyder med andre ord, at koncernen befinder sig på et marked kaldet differentieret oligopol.

Differentieret oligopol er kendetegnet ved, at der er nogle få væsentlige udbydere på markedet, som kender til hinanden. Dette medfører naturligvis, at der bliver holdt nøje øje med hvilke tiltag m.v. koncernerne imellem foretager sig og det er ligeledes vigtigt hele tiden at være et skridt foran de andre, da der ellers er stor risiko for, at der tabes markante markedsandele. At Novo Nordisk befinder sig på dette marked, understreger blot vigtigheden af hele tiden at være et skridt foran konkurrenterne, og at det er nødvendigt, uafbrudt, at holde øje med eventuelle ændringer eller tiltag hos Eli Lilly og Sanofi. Dette skal sikre, at de ikke bliver overhalet indenom. Koncernen har dog også stor fokus på forskningen og udviklingen, hvilket også fremgår af regnskabet for 2012³¹, hvor der er anvendt cirka 9 mia. DKK herpå.

Delkonklusion – Porters five forces

Det fremgår af ovenstående analyse af Porters five forces, at koncernens leverandører, har en ringe forhandlingskraft, da Novo Nordisk er så stor, at de fleste leverandører slet ikke har råd til at sige nej. Det er dog afgørende, at der er først og fremmest er fokus på kvaliteten, der leveres, og ikke kun prisen. Dette sikres gennem auditeringer hos leverandørerne. Novo Nordisk har endvidere i tilfælde af leverandørstrejke m.v. etableret sikkerhedslagre, der er strategisk placeret over hele verden.

Det vurderes heller ikke, at der er høj risiko i forbindelse med nye indtrængere. Dette begrundes med, at der er meget høje kapitalkrav for koncernerne på dette marked og de allerede etablerede koncerner, har så stort et knowhow og kapitalberedskab, at det vil blive svært at konkurrere imod disse.

Kunderne vurderes også at have en relativt lille forhandlingsstyrke, da der er mange millioner af dem. Det er naturligvis vigtigt, at kvaliteten og virkningen af produkterne er optimal og det er formodentlig ikke altid prisen det kommer an på.

³¹ Årsrapport for 2012, side 104

Substituerende produkter vil altid være en risiko for Novo Nordisk. Dog vurderes produkterne at være unikke, da de har krævet mange års forskning m.v., men da der konstant forskes indenfor de enkelte sygdomme, vil der komme nye produkter, som kan tage markedsandele. Modsat vil mange måske ikke skifte produkt, hvis de får en behandling der allerede virker og kun har en lille grad af bivirkninger.

Kigger man på den nuværende konkurrencesituation på markedet blev det konstateret, at koncernen befinder sig på et marked med differentieret oligopol. Dette vurderes ud fra, at der er tre store aktører, nemlig Novo Nordisk, Eli Lilly og Sanofi, samt en række mindre ubetydelige aktører. Det er derfor afgørende for koncernen konstant at forske og udvikle produkterne, for at holde den nuværende markedsposition og måske endda vinde yderligere markedsandele.

PESTEL-analyse

PESTEL-analysen bruges til at fastlægge specifikke forhold i Novo Nordisks omverden. PESTEL er en overordnet analyse af nedenstående 6 forhold og vil danne grundlag for analysen af koncernens interne, eksterne og strategiske Value drivers i afsnittet vedrørende analyse heraf.

PESTEL bruges til at analysere 6 forhold i omverdenen, se nedenstående figur³².



Politiske forhold

Novo Nordisk vil som medicinalfirma være underlagt en masse politiske regler, da det handler om behandling af mennesker.

I Danmark gives der tilskud til medicin og køb heraf, hvilket selvfølgelig gør det nemmere for forbrugerne at have råd til. Dette er en kæmpe fordel for medicinalfirmaerne, herunder også Novo Nordisk.

Novo Nordisk sælger til forskellige lande verden over, hvorfor der er forskellige handelsvilkår i de forskellige lande. Koncernen møder forskellige problemstillinger, herunder også problemer som

³² Egen tilvirkning

produktet er lanceret i Danmark.³⁵ Derfor kan koncernen risikere at bruge flere milliarder kroner på at forske og udvikle, samt på at få godkendt produktet, uden nogen form for garanti for at produktet en dag vil blive godkendt og skabe omsætning for koncernen.

Økonomiske forhold

Den globale situation og ikke mindst den verdensomspændte finanskriser sætter selvfølgelig også sine spor i omverdenen for Novo Nordisk. Mange landes økonomier er blevet noget strammere og har derfor også sværere ved at få råd til at købe medicinen og give forskellige tilskud hertil. Flere og flere i hele verden er blevet arbejdsløse og har ikke længere råd til deres medicin.

Billedet er dog ikke så negativt, som det ser ud. Ved at kigge på næste figur, ser vi bl.a. at danskerne har fået flere og flere penge i hænderne, så umiddelbart skulle det i Danmark ikke være det største problem.

³⁶ Tekst\år	2007	2008	2009	2010	2011
Husholdningers disponible bruttoindkomst (løbende priser, mia. kr.)	770,9	796,2	817	853,2	878,4

Hertil skal tilføjes, at Danmark kun har en meget lille andel af koncernens omsætning, kun 0,6 % af koncernens omsætning i 2012³⁷, men viser dog en smal tendens trods alt. Det er dog et meget forenklet billede, og viser formentlig billedet i de mere velstillede vestlige lande. Derfor er Novo Nordisk også svær at sætte et specifikt mærke på, mht. omverdenens økonomi. Nogle lande er meget hårdt ramt og andre lande er ramt, men har stadig økonomi til at gøre brug af og investere kraftigt i medicin m.m.

USA er et af de markeder, hvor ledelsen ser en potentiel vækst, men pga. store muligheder for at kopiere produkter, er det også et svært marked at operere på. Markedet i USA er tillige presset på pris pga. store udbudsrunder, men det er dog også et marked, hvor der gerne betales mere for

³⁵ <http://min.medicin.dk/Indledningsafsnit/Afsnit/3750>, den 25.03.13

³⁶ Danmarks statistik, den 25.03.13

³⁷ Årsrapport for 2012, side 5

fremtrædende og brugbar innovation³⁸, hvorfor netop USA er et spændende marked at operere på, såvel økonomisk, men også udviklingsmæssigt, da de sætter pris på innovation.

Sociale og kulturelle forhold

Novo Nordisk er afhængige af de forskellige kulturers holdning til medicinering. I Danmark er medicinering naturligt og en del af hverdagen for mange mennesker, men dette skyldes både vores holdning hertil, men også tilgængeligheden heraf er vigtig. I Danmark er der apoteker i hver lille by og vi får sågar betalt tilskud til vores medicin, så vi som forbrugere har nemmere ved at få råd hertil.

I Afrika og andre lande, hvor fattigdom er en stor del af hverdagen, er Danmarks metoder et drømmescenarie. Disse lande har meget få muligheder for at få medicinen samt betale den, og veluddannede læger og sygeplejersker er en mangelvare, se Tabel 1 på næste side, hvor man kan se at der kun er 1,1 læge pr. 1.000 indbygger i disse lande, som betegnes International Operations. Derfor prøver koncernen i fremtiden at lægge flere kræfter ind på disse markeder, hvor indkomsten er lav og sundhedssystemerne ikke er tilstrækkelige, hvorfor mange flere har diabetes, end de, som bliver behandlet³⁹.

³⁸ Årsrapport for 2012, side 34

³⁹ Årsrapport for 2012, side 39

Tabel 1

Regionale nøgletal

	Nordamerika	Europa	International Operations	Japan & Korea	Region Kina
Befolkning (mio.)	346	537	4.347	178	1.344
Bruttonationalprodukt pr. indbygger (US dollars) ¹	48.632	35.036	4.594	39.322	5.430
Sundhedsudgifter pr. indbygger (US dollars) ¹	8.049	3.373	255	3.329	221
Læger pr. 1.000 indbyggere ¹	2,4	3,3	1,1	2,1	1,4
Antal mennesker med diabetes (mio.) ²	26	32	197	14	91
Diagnosticeringsrate ²	78%	64%	46%	53%	43%
Forekomst af diabetes på nationalt plan ²	11%	8%	8%	11%	9%
Novo Nordisks salg (mia. kr.)	34,2	19,7	11,1	6,6	6,4
Markedsandel (værdi), insulin ³	38%	48%	51%	56%	60%
Markedsandel (volumen), insulin ³	42%	50%	58%	52%	60%

1. Verdensbanken. 2. International Diabetes Federation. 3. IMS Health, Midas Quantum, version november 2012.

40

Kulturerne i de forskellige lande har meget at sige. Vestlandene, der har højere indkomst, sundhedssystemer og lever et forholdsvist stresset liv, bliver hver dag federe og federe, grundet denne livsstil. Grillen nede på hjørnet af gaden er oftere besøgt – det er lettere og går hurtigt, så menneskene kan komme hurtigere igennem dagen. Dette indebærer en større risiko for fx diabetes, pga. fedme. Førhen var det kun de personer med lavere uddannelse, som var fede, men i dag er Danmark et godt eksempel på, at de veluddannede også er fede i dag.⁴¹ Derfor er fedme og udviklingen af diabetes som følge af fedme og hensynsløs livsstil et stort problem i verden i dag. De rige, de fattige, de veluddannede, de uuddannede, de svage og de stærke – ingen kan se sig fritaget for at tage stilling til diabetes og fedme.

Demografi er vigtig i mere end en forstand, for koncernen. For det første er det vigtigt at medicinen kan komme ud til hospitaler, læger og behandlingscentre m.m., for det andet er det tillige vigtigt at forbrugerne kan komme hen til disse. Dette er derfor en af koncernens store udfordringer.

⁴⁰ Årsrapport for 2012, side 37

⁴¹ Nu har de veluddannede også bildæk - Ritzaus Bureau - 21.06.12 - Artikel-id: e34a86a2

Medierne spiller i dag en kæmpe rolle for alle slags koncerner og Novo Nordisk kan heller ikke se sig fritaget. Den større mediedækning og debat omkring diabetes og vores livsstil i hele verden, er bestemt en kæmpe fordel for koncernen – desto mere omtale, desto mere salg og ikke mindst fokus bliver der på disse problemer.

Forbrugerne vil selvfølgelig også blive påvirket af medier og derfor er det særdeles vigtigt at Novo Nordisk omtales, specielt positivt, i medierne, for på den måde at påvirke kundernes syn på deres produkter og selvfølgelig at de forskellige steder, som sælger medicinen i de forskellige lande, efterspørger netop Novo Nordisks produkter.

Nogle af de store udfordringer som medicinalfirmaer altid har, er store etiske spørgsmål som ofte handler om brug dyreforsøg, affaldsudslip og ikke mindst mulige bivirkninger. Disse er for mange forbrugere meget vigtige og ikke mindst påvirkningen af miljøet omkring os, er blevet utrolig vigtig pga. klimaforandringer og den store mediedækning vedrørende menneskers påvirkning herpå. Dyreforsøg er altid omdiskuteret og vil antageligt altid være et debateme når man ser på medicin. Bivirkninger er selvsagt også en af de ting, der altid vil være fokus på. Bivirkninger vil der altid være, dog skal disse altid opvejes, hvorvidt de er basale eller ikke – dette vurderes gennem forskningen og indenfor kravene hertil.

Teknologiske forhold

Novo Nordisk er afhængige af teknologien i utallige henseender; computere bruges til at lagre data omkring diverse forskellige resultater vedr. forskning og udvikling - maskiner bruges til at bearbejde enzymer og diverse andre bakterier m.m. og lagre resultater på baggrund heraf – computere bruges til al koncernens kommunikation med omverdenen, såvel forbrugere, leverandører, apoteker, osv. – teknologien bruges over alt i koncernen.

Novo Nordisk forsker meget og har ved årsafslutningen i 2012 gang i ikke mindre end 26 udviklingsprojekter, som er offentliggjorte i årsrapporten⁴². Novo Nordisk er derfor en aggressiv koncern, som viser at de vil frem i verden og i Tabel 1 ses, at de har rigtigt store markedsandele i verden, som bl.a. kan henledes til, at de netop er så stærke i deres udvikling af produkter, hvor bl.a. innovation værdsættes i USA, som nævnt i afsnittet om økonomiske forhold.

⁴² Årsrapport for 2012, side 30-31

Miljømæssige forhold

Som nævnt i afsnittet Sociale og kulturelle forhold er et af medicinalfirmaernes store etiske spørgsmål, affald og påvirkning af miljø og Novo Nordisk er formentlig ikke undtaget.

Koncernen har udarbejdet miljømæssigt regnskab, som ganske vist viser en stigning i affald, energiforbrug og vandforbrug, men samtidig viser det også en markant stigning i ikke-farligt affald i forhold til affaldsmængden i alt. Stigningen i forbrug skyldes dog bl.a. større produktion, og at der er oprettet en ny insulinpåfyldningsfabrik i Kina⁴³.

Tendensen i hele verden er, at der er sat væsentligt mere fokus på os menneskers påvirkning på naturen og vores omverdens miljø. Derfor er dette en væsentlig parameter for koncernen at operere på.

Lovmæssige forhold

Lovgivningen er både en forhindring for koncernen, men også et redskab. Patenter og rettigheder er vigtige i medicinalverdenen og derfor er det vigtigt, at der er lovgivet imod kopiering af produkter. Kopiering kan ikke altid undgås, trods lovgivning, fx i Kina og USA er der mange produkter, som hver dag kopieres. Et patent varer 20 år, som for de fleste lyder af adskillige år. Her skal det dog tages i betragtning at medicin udvikles over mange år, typisk over ca. 10 år, hvorfor det så i realiteten kun er 10 år, man egentlig har patent. Dette koster ca. 8 mia. DKK, hvorfor det er særdeles vigtigt, at lovgivningen vedrørende beskyttelsen virker – ikke kun for de investerede penges skyld, men også pga. den indtjening, som koncernen gerne skulle være nogenlunde sikret ved en evt. godkendelse.⁴⁴

Udviklingen og al test er dermed en omkostningskrævende proces. Grundet lovgivning om de 4 test-faser, som medicin i Danmark skal gennemgå, bruger koncernen i nogle henseender væsentligt flere penge og tid, end der måske havde været fornødent. Samtidig er det i nogle lande lettere at få godkendt medicin, hvorfor dette kan være en væsentlig hæmning for koncernens vækstmuligheder i nogle tilfælde.

⁴³ Årsrapport for 2012, side 102

⁴⁴ <http://videnskab.dk/miljo-naturvidenskab/sadan-laver-man-ny-medicin>, den 28.03.13

Delkonklusion - PESTEL-analyse

Novo Nordisk har en spændende og risikofyldt omverden, set i forhold til deres værdi som koncern.

Hver eneste dag er de dybt afhængige af at handelsvilkår ændres, forbedres og lempeliggøres, for at gøre det lettere at handle over landegrænserne. Endvidere er det vigtigt at der er gode muligheder for at få produkterne ud til forbrugerne, hvorfor koncernen har afdelinger og selskaber i hele verden for at mindske de demografiske udfordringer.

Tilskud, godkendelsesprocedurer, patenter og sikkerhed imod kopiering er særdeles vigtige for koncernens fremtidige eksistens. Sikring af de dygtige firmaers længerevarende forskning og deres investering heri, skal være lovgivet og skal følges, så der er en gevinst at hente, efter mange års arbejde.

Hverdagen er endvidere fyldt med forskellige kulturers holdning til medicin, tilgængelighed hertil, men også forskellige kulturer og landes muligheder for at få veluddannede og velmente læger og sygeplejersker, som sikrer rigtig brug af medicinen.

Kulturen i verden er endvidere blevet præget af en mere stresset og stillesiddende hverdag, som medfører fedme og andre følgevirkninger. Dette er en kæmpe mulighed for koncernen, idet dette ikke bare medfører flere med diabetes, men også skaber en mulighed for at lave produkter, som kan afhjælpe stress og fedme.

Koncernen er oppe imod en rivende udvikling teknologisk og innovativt. Det kræver, at de hele tiden er foran.

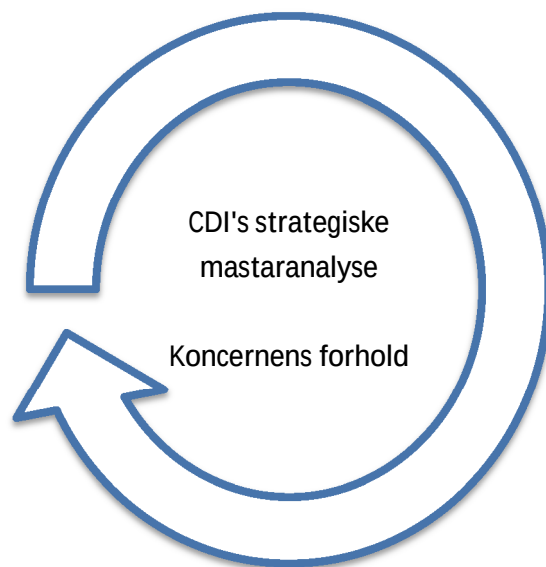
Sidst handler det ikke bare om at hjælpe de syge på enhver anden bekostning. Samtidig med at der skal udvikles, forskes, transporteres produkter, sælges produkter, markedsføres og generes et overskud til aktionærene, skal de samtidig huske at tage hensyn til miljøet, herunder mennesker, dyr og natur.

Opererer de ikke hele tiden på baggrund af disse udfordringer og forhold, vil dette kunne give en negativ økonomisk virkning på såvel kort som på lang sigt.

Masteranalyse⁴⁵

På baggrund af foregående PESTEL-analyse, foretages analyse af Novo Nordisk og de Value drivers, der påvirker dem.

Analysen laves på baggrund af Masteranalysen, se nedenstående figur, som har 29 punkter, som giver et billede af koncernens Value drivers – både interne, eksterne og strategiske Value drivers⁴⁶.



- A: regnskabsmæssig balance
- B: aktiver og passiver udenfor balance
- C: selskabsretlige forhold
- D: strukturer/ERP-systemer
- E: forretningsmodel
- F: organisationsforhold
- G: kulturforhold
- H: processer og værdikæde
- I: interne sammenhænge
- J: omverdensforhold
- K: konkurrencesituation og positionering
- L: strategiimplementeringsværktøjer
- M: portefølje af forretningsområder og produkter
- N: kundebehovsopfyldelse
- O: salgs- og vækststrategier
- P: markedsindtrængningsformer
- Q: international konkurrencedygtighed
- R: miljøforhold
- S: ressourceallokering
- T: værdiskabelse (EVA)
- U: risikoforhold og niveau
- V: Corporate Governance og CSR
- W: synergieffekter
- X: overordnede strategier og "den røde tråd"
- Y: strategiforankringer
- Z: kommunikation
- Æ: strategisk udvikling
- Ø: strategiimplementering og innovation
- Å: strategiopfølgning

⁴⁵ Laves på baggrund af Årsrapporten for 2012, medmindre andet er anført

⁴⁶ Per Vestergaard Andersen – Køb og salg af koncerner og aktier, værdiansættelser, værdiskabelse og værdioptimering – Jurist- og økonomforbundets Forlag – 1. udgave, 1. oplag 2013 – ISBN 978-87-574-3047-9, side 30

Interne strategiske Value drivers

A: Regnskabsmæssig balance

Aktiver er fordelt på immaterielle, materielle og finansielle, hvor den anden udgør næsten alle de langfristede aktiver.

De immaterielle aktiver består af patenter og rettigheder samt software og IT-projekter, som Novo Nordisk har udviklet internt. Disse er uundværlige for firmaet, idet disse rettigheder og patenter skal sikre koncernens eneret til efterspørgslen efter disse produkter.

De materielle aktiver består af grunde og bygninger, diverse produktionsanlæg og maskiner, andre anlæg, driftsmateriel og inventar og sidst aconto-betalinger og materielle aktiver under opførelse. Disse er nødvendige for koncernens eksistens. Hvert år afskrives disse efter loven og værdien nedsættes derfor regnskabsmæssigt. Der har i år og sidste år været tilgange hertil, hvilket der må forventes at være hvert år, i større eller mindre grad.

Varelageret har i 2011 og 2012 ligget på det samme niveau, ca. 9 mia. DKK.⁴⁷

Tilgodehavender generelt og omsætningsaktiver er steget i forhold til 2011. Dette betyder at koncernen i noget omfang enten er blevet dårligere til at få pengene ind eller at koncernen er begyndt at yde længere og større kreditter. Herunder er likvide beholdninger faldet.

Egenkapitalen er steget pga. overført resultat.

Hensatte forpligtelser består af hensættelser til betaling af fremtidige returneringer samt til verserende retssager.

Kortfristede forpligtelser er steget, hvorimod langfristede forpligtelser er faldet, hvilket er et yderst positivt tegn. Dette skyldes bl.a. en lavere skattegæld.

Koncernen har dermed forstået at reducere gæld, til trods for større tilgodehavender, hvilket umiddelbart tyder på en god koncern med en god styring af kapitalen.

⁴⁷ Årsrapport for 2012, side 71

B: Aktiver og passiver udenfor balancen

Aktiver, som ikke er vist i koncernen, er bl.a. medarbejdere og goodwill. Medarbejderne er uvurderlige for koncernen, og har de ikke dem, har de intet. Medarbejdernes viden og store ekspertise er det, som gør, at koncernen har den position som de har. Derudover har koncernen antageligt en høj goodwill, som ville blive betydelig i et eventuelt salg, bl.a. pga. deres dygtige medarbejdere og oparbejdede knowhow.

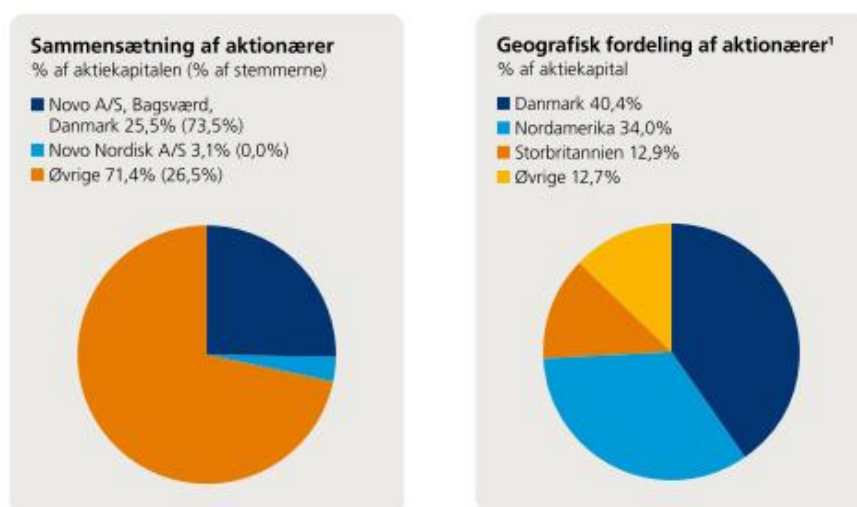
Eventuelle passiver kunne være koncernens risiko for retssager og erstatninger m.m., hvilket dog formodes at måtte være dækket af forsikringer i de fleste tilfælde, men dette vil altid være en risiko i denne branche.

C: Selskabsretlige forhold

Novo Nordisk er splittet op i A- og B-aktier. A-aktierne kan ikke sælges, da de ejes af Novo A/S, som ejes af Novo Nordisk Fonden alene, hvor der i Fondens vedtægter er noteret, at disse A-aktier ikke må sælges. B-aktierne er derimod børsnoteret og kan frit handles.

Ses på fordelingen af aktierne, ses det bl.a. i figurerne nedenfor⁴⁸, at Novo A/S ejer 25,5 % af aktiekapitalen, men har 73,5 % af stemmerne.

Geografisk er det klart Danmark som ligger i spidsen med 40,4 %, men de er dog stærkt efterfulgt af Nordamerika, hvilket også vidner om, at amerikanerne har øje på Novo Nordisk.



1. Beregnet ud fra aktionærernes hjemland.

⁴⁸ Årsrapport for 2012, side 44

Novo Nordisk går meget op i god koncernledelse og følger reglerne for, hvad god koncernledelse er, såvel i Danmark som i USA. Sidst har Novo Nordisk lavet et internt system – Novo Nordisk Way, som går ud på følgende⁴⁹:

1. styrke den førende position inden for diabetes
2. ændre mulighederne for hæmofili og diverse kroniske sygdomme
3. forske og udvikle innovative biologiske lægemidler og gøre midlerne tilgængelige
4. sikre vækst og levere konkurrencedygtige og økonomiske resultater, som så sikrer patienterne et bedre liv, højere afkast til aktionærer og bidrag til fællesskaber
5. kvalitet og forretningsetik gås der ikke på kompromis med
6. forretningsfilosofien skal sikre balance mellem økonomiske, sociale og miljømæssige hensyn
7. de er åbne, ærlige, ambitiøse, ansvarlige og behandler alle med respekt
8. medarbejdere har mulighed for at udnytte deres potentiale.

Dette regelsæt er klart et plus for koncernen, da det giver et godt indtryk af koncernen, for udefrakommende.

Ledelsesstrukturen i Novo Nordisk er delt op i 2 – bestyrelse og koncerndirektion – ingen personer kan være i begge ting.

Bestyrelsen skal sikre sig, at aktionærernes interesser varetages, og at koncernen herunder udvikler sig positivt, samt at koncerndirektionens beslutninger og dispositioner er i overensstemmelse med vedtægter og andre retningslinjer. Bestyrelsen har 12 medlemmer, hvor 8 af dem vælges på generalforsamlingen, som sidder 1 år af gangen og de sidste 4 vælges af medarbejderne i Danmark, som sidder i 4 år. For bestyrelsens medlemmer er dog stillet en række krav: integritet, ansvarlighed, fairness, finansiell indsigt, engagement, innovationslyst, erfaring i ledelse af store koncerner, der opererer globalt.

Koncerndirektionen varetager den daglige drift, og består af en administrerende direktør og 4 koncerndirektører. Disse udpeges af bestyrelsen.

Denne todeling skal sikre, at den daglige ledelse, men også de langsigtede beslutninger er til gavn for koncernen, for dets investorer, medarbejdere, patienter osv.

⁴⁹ Årsrapport for 2012, side 19

D: Strukturer/ERP-systemer

Strukturen på udarbejdelse af regnskabet, er specielt påvirket af koncernens størrelse og regler om regnskabsaflæggelse. Regnskabet og rapportering revideres af en uafhængig revisor, i dette tilfælde 2 statsautoriserede fra PriceWaterhouseCoopers. Eventuelle forhold viderefremmes så til bestyrelsen og koncernens revisionsudvalg. Koncernen har endvidere valgt at aflægge rapport om koncernens sociale og miljømæssige forhold, hvilket stemmer overens med punkter i strategien Novo Nordisk Way.

Novo Nordisk har intern revision, som så beretter til revisionsudvalget hen over året, for at sikre at koncernen følger diverse love og standarder i årets løb.

Deres kontrolsystem er baseret på COSO, der indeholder en række anvisninger mht. organisationen, dens roller og ansvar, rapporteringskrav og ikke mindst hensyntagen til myndigheder m.m. Grundet Novo Nordisk er børsnoteret i USA, skal koncernen følge Sarbanes-Oxley Act section 404, som bl.a. omfatter krav til en yderst detaljeret regnskabsaflæggelse, hvor dokumentationen herfor skal være fuldstændig i orden – de interne kontroller skal være ufejlbare, for at sikre en minimal risiko for væsentlige fejl i regnskabet.

Der ydes endvidere revision af kvalitet, organisation og ledelsesværdier i overensstemmelse med Novo Nordisk Way.

Koncernen bruger et globalt IT-system, som skal sikre, at tallene er let tilgængelige for relevante personer, at transaktioner føres ens, og at lovgivningen følges for generel rapportering. Dette er yderligere sikret ved vejledninger for regnskabsførelse, interne kontroller, budgettering m.m.⁵⁰

E: Forretningsmodel

Novo Nordisk er en koncern med ansvarlighed overfor omverdenen, såvel socialt som miljømæssigt, men også økonomisk overfor dets aktionærer. Endvidere er medarbejderne deres vigtigste aktiv, hvorfor der er fokus på, at medarbejdere kan udvikle sig og bruge deres kompetencer og deres viden.

⁵⁰ http://www.novonordisk.com/about_us/corporate_governance/internal_control.asp, den 07.04.13

Økonomisk set er koncernen stærk og bæredygtig, også på lang sigt, men dette kommer vi nærmere ind på under regnskabsanalysen.

Koncernen er også kendetegnet ved interne kontroller for at sikre, at slutprodukterne, hvad enten det er deres produkter, eller om det er deres regnskab, så er der stor fokus på kvalitet fremfor alt.

Koncernen opererer med en todelt ledelsesstruktur, herunder bestyrelsen og den daglige ledelse i form af koncerndirektionen. Koncerndirektionen kontrolleres dog af bestyrelsen, hvorfor større beslutninger må formodes at være nøje debatteret, inden de bliver gennemført.

Novo Nordisk har selskaber rundt i hele verden, hvilket er vigtigt i forbindelse med formidling af produkterne på globalt plan. Selskaberne i koncernen arbejder selvsagt sammen og vil drage fordele heraf, grundet deres store koncern. Stordriftsfordele er klart et fortrin for Novo Nordisk, da de vil kunne bestille mere og derfor gøre deres leverandører mere afhængige af dem, hvorved større rabatter vil kunne opnås og medføre et større overskud til aktionærerne.

Koncernen beskæftiger sig som tidligere nævnt med strategien "Novo Nordisk Way", hvilket skal sikre, at hele koncernen arbejder ud fra de samme værdier og det samme kodeks, så omverdenen oplever den samme behandling verden over, se endvidere afsnittet C: Selskabsretlige forhold. Grundstenene i denne strategi er styrke af markedsposition og vækst for at sikre bedre vilkår for blandt andet patienter og aktionærer, udvikle og forske i flere midler og gøre produkterne tilgængelige på markedet. Kvalitet, etik, hensyn og respekt for/til omverdenen, at være åbne, ærlige, ambitiøse samt at medarbejderne skal have gode vilkår for udvikling er også grundsten for koncernen.

F: Organisationsforhold

Koncernen har som tidligere nævnt en todelt ledelsesstruktur, som udgør bestyrelsen og koncerndirektionen. Se bl.a. afsnittet C: Selskabsretlige forhold.

Koncernen har interne kontroller, hvorfor der stort set altid er en kontrol af udført arbejde for at sikre høj kvalitet.

Medarbejderne besvarer hvert år en undersøgelse, for at måle i hvor høj grad Novo Nordisk Way efterleves af medarbejderne, hvor denne i 2012 og 2011 var 4,3 point ud af 5, hvor 5 er højeste

score. Dette vidner om, at strategien slår igennem og medarbejderne også går ind for at efterleve koncernens værdier.

Koncernen har endvidere fokus på, at køn og race ikke skal have betydning for ansættelse og karriere i koncernen og har sat som mål, at ledelsesteam skal have flere nationaliteter og begge køn repræsenteret i 2014. Koncernen har endvidere fokus på trivsel, herunder også på sundhed i form af NovoHealth, som er et globalt sundhedsprogram som medarbejderne kan følge, sikkerhed, ergonomi samt meget få/ingen ulykker på arbejdspladsen. Koncernen er direkte afhængige af deres dygtige, innovative og ansvarlige medarbejdere, hvorfor det er særligt vigtigt, at medarbejderne har det godt.

Uddannelse er (selvfølgelig) et must, hvorfor medarbejdere blandt andet skal uddannes i forretningsetik. Overholdes denne etik og efterleves Novo Nordisk Way ikke skal medarbejdere, der oplever brud herpå, rapportere det videre i systemet, hvor rapporteringer så behandles og elimineres, såfremt der er et problem.⁵¹

Novo Nordisk koncernen gør store tiltag for at finde de dygtigste medarbejdere verden over og har i 2013 lavet et program for optagelse af nye medarbejdere, hvor der ud af over 7000 ansøgere fra over 100 lande, skal udvælges 48 nye medarbejdere, som kan starte på Novo Nordisks uddannelsesprogram.⁵² Dette vidner om, at koncernen er særdeles eftertragtet, og det samtidig kun er de bedste, som slipper igennem.

Koncernen er afhængig af, at bestyrelsen og koncerndirektionen er veluddannede, erfarne og varetager koncernens interesser, såvel økonomiske, sociale og miljømæssige, da dette vil skabe bæredygtighed fremover. Fungerer disse organer ikke, vil koncernen ikke opnå samme resultater som hidtil.

G: Kulturforhold

Kulturen i Novo Nordisk er en forsker- og innovationskultur, hvor der skal være plads til udvikling og nytænkning. Derudover går koncernen op i kvalitet og etik, hvorfor love og regler skal følges uanset hvad.

⁵¹ Årsrapport for 2012, side 12-13

⁵² http://www.novonordisk.com/careers/graduate/your-opportunities_uk.asp, den 8. april 2013

Koncernens vision er, at jobbet hos Novo Nordisk skal være mere end bare et job, ved fx at de enkelte medarbejdere udfordres, samtidig med at der skal tages hensyn til de enkelte medarbejders liv ved siden af jobbet.⁵³

Værdierne er bl.a. indirekte beskrevet i punkterne, som udgør Novo Nordisk Way. Herunder specielt udvikling og innovation, sikring af patienternes liv, aktionærernes penge og interesser, høj kvalitet, etisk korrekthed, balance mellem økonomi, samfund og miljø, ærlighed, ansvarlighed, respekt og ikke mindst muligheder og støtte omkring de enkelte medarbejders kunnen og vilje.

H: Processer og værdikæder

Kernekompetencerne for koncernen er som følger:

1. *"Design, reformulering, udvikling og dosering af terapeutiske proteiner (proteinbaserede lægemidler)*
2. *Indgående indsigt i sygdomme*
3. *Effektiv storskalaproduktion af proteiner*
4. *Planlægning og gennemførelse af globale produktlanceringer*
5. *Etablering og fastholdelse af en førende position på udviklingsmarkeder."*⁵⁴

Herunder har vi endvidere fastlagt værdikæden for Novo Nordisk under punktet Værdikædemodellen, hvor vi kom nærmere ind på koncernens værdier.

Koncernens strategier er som tidligere angivet, i figuren under punktet Vision og strategiske mål, at få større og nye markeder med udgangspunkt i deres kernekompetencer, med stadig udgangspunkt i Novo Nordisk Way og den tredobbelte bundlinje, der også er nævnt under samme punkt.

⁵³ http://www.novonordisk.dk/documents/article_page/document/aboutus_voresvision.asp, den 7. april 2013

⁵⁴ Årsrapport for 2012, side 15

I: Interne sammenhænge

De interne sammenhænge i Novo Nordisk bygges på baggrund af deres værdier og med udgangspunkt i Novo Nordisk Way. De samarbejder indbyrdes i koncernen og drager fordele af deres stordrift. Koncernen går som tidligere nævnt meget op i interne kontroller, hvorfor kvaliteten sikres bedst muligt samtidig med, at medarbejdere udvikler sig og deler deres viden konstant. Viden og uddannelse er alfa omega i koncernen og deres strategier og kernekompetencer understreger, hvad Novo Nordisk vil i fremtiden, og hvad de er dygtige til nu og vil blive endnu bedre til.

De interne sammenhænge kræver yderligere intern viden for at kunne analysere og give et hundrede procent rigtigt billede heraf, men det er dog forsøgt i tidligere punkter at fastlægge en indikation heraf.

Eksterne strategiske Value drivers

J: Omverdens forhold

Disse forhold er nærmere beskrevet under punktet PESTEL-analysen.

K: Konkurrencesituation og positionering

Er beskrevet under Konkurrenceanalysen.

L: Strategiimplementeringsværktøjer

Grundet manglende intern viden, er det ikke muligt for os at lave en fyldestgørende beskrivelse heraf. Det formodes dog, at der arbejdes ud fra Novo Nordisk Way, som tidligere beskrevet i afsnittet omkring Vision og strategiske mål.

M: Portefølje af forretningsområder og produkter

Koncernen udvikler flere forskellige produkter til behandling af diabetes, hæmofili og mod manglende vækst. Der er over 30 produkter på markedet, som bl.a. dækker over diverse insuliner, doseringssystemer og tilbehør hertil, piller, hormoner osv.⁵⁵

Novo Nordisk har imidlertid 26 projekter i gang - 12 projekter, som skal modvirke diabetes, 1 til hjælp mod fedme, 5 mod hæmofili og andre blødersygdomme, 1 imod vækstforstyrrelser og 7 imod inflammation. 4 produkter er sendt af sted til godkendelse og registrering og godkendes forhåbentlig til brug, hvor 8 produkter er i fase 3, hvor de endelige undersøgelser sker omkring indsendelsen af ansøgningen om godkendelse af produktet. Resten er i fase 1 og 2, hvor produkterne i første omgang afprøves på raske mennesker og herefter på patienter.

Produkter til behandling af diabetes er Novo Nordisks kerne. I figuren nedenfor ses markedsandele i de forskellige regioner, hvor det ses, at Novo Nordisk har store andele af markederne i de angivne regioner, hvorfor koncernen står stærkt på disse markeder, men med stadigt potentiale for vækst.⁵⁶

	Nordamerika	Europa	International Operations	Japan & Korea	Region Kina
Markedsandel (værdi), insulin ³	38%	48%	51%	56%	60%
Markedsandel (volumen), insulin ³	42%	50%	58%	52%	60%

N: Kundebehovsopfyldelse⁵⁷

Novo Nordisk koncernen har over 23 mio. patienter i hele verden, hvilket vidner om stor efterspørgsel efter koncernens produkter.

Koncernen har forskellige strategier på forskellige markeder i verden, grundet forskellige økonomier, tilgængelighed af produkter og uddannelsesniveau for sundhedssektoren i de forskellige lande.

⁵⁵ Årsrapport for 2012, side 113

⁵⁶ Årsrapport for 2012, side 37

⁵⁷ Årsrapport for 2012, side 19

Koncernen har bl.a. tilpasset sig ved fx at sætte prisen ned på dets produkter i U-lande m.v. og sat fokus på uddannelse og læring om brugen af deres produkter i lande, hvor uddannelsesniveaueet ikke er så højt som det kunne ønskes.

Udvikling af nye produkter sker løbende for netop at opfylde patienternes ændrede behov. Innovation, som tidligere er nævnt, er derfor vigtig for at sikre nye produkter og nye metoder at medicinere på.

Grundet det globale netværk og samarbejde med forskellige landes sundhedssystemer, herunder læger og sygeplejersker, har koncernen fingeren på pulsen med hensyn til patienternes mening om koncernens produkter med hensyn til virkning og brugelighed.

Endvidere bruges der flere forskellige kampagner for at gøre patienterne opmærksomme på diabetes, hæmofili m.m. og behandlingen heraf. Dette sikrer patienterne viden og hjælp til behandling af deres sygdom.

Blandede strategiske Value drivers

O: Salgs- og vækststrategier

Med udgangspunkt i Porters konkurrencestrategimodel, som er skitseret i figuren på næste side, vil der blive kigget på hvilken konkurrencestrategi Novo Nordisk anvender.⁵⁸

		Konkurrencemæssige fordele	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Målgrupper	Stor markedsandel og bred målgruppe	Omkostningsleder-strategi	Differentierings-strategi
	Mindre markedsandel og snæver målgruppe	Omkostningsfokus-strategi	Fokuseret differentierings-strategi

59

Kigger man først på koncernens konkurrencemæssige fordele, står det hurtigt klart, at der her er fokus på unikke produkter. Dette begrundes i, at der er tale om unikke medicinalprodukter, hvorpå der er patenter på størstedelen af disse. Der er naturligvis fokus på lave omkostninger, men dette er ikke her fokus ligger rent konkurrencemæssigt.

Dernæst kan man kigge på målgrupper, hvor der er tale om en stor markedsandel med en bred målgruppe, hvilket er synliggjort under punktet M, som viser en markedsandel mellem 38-60 % (målt på værdi) inden for insulin.

Dette medfører, at der jf. Porters model er tale om en differentieringsstrategi, som er karakteriseret ved, at man henvender sig til flere målgrupper med unikke produkter. Herudover udøver Novo Nordisk også en høj grad af service, i form af høj informationsgrad omkring produkterne og behandling.

Det er grundet den begrænsede adgang til information ikke muligt at beskrive de forskellige implementeringsværktøjer, indtrængningsformer m.v. Det skal dog bemærkes, at Novo Nordisk ønsker at nå ud til en bred målgruppe, hvorfor der tages hensyn til de enkelte markeder. Her tænkes naturligvis på prisen, som er forskellig fra marked til marked. Et eksempel herpå er International Operations, hvor der er tale om en lavere pris, således forbrugerne har råd til at

⁵⁸ <http://toolbox.systime.dk/index.php?id=496>, den 25.04.13

⁵⁹ Egen tilvirkning

anvende koncernens produkter. Dette stemmer også overens med den tredobbelte bundlinje, da det viser, at der her bliver taget hensyn til både de finansielle og sociale dimensioner.

P: Markedsindtrængningsformer

Koncernen sælger dets produkter i over 180 lande World Wide og sælger til de fattigste og de rigeste i verden, herudover eksporterer og sælger Novo Nordisk størstedelen af dets produkter til udlandet eller i udlandet, idet 99,4 % af omsætningen kommer fra udlandet.⁶⁰

Markedsindtrængningen sker når landenes godkendelsesprocedurer for medicin er ført igennem, hvor der herefter sælges til apoteker og sundhedssystemer.

Q: International konkurrencedygtighed

Novo Nordisk har i 2012 brugt næsten 22 mia. DKK på salg og distribution⁶¹. Koncernen fører løbende flere kampagner over hele verden. Koncernen har også markedsført forskellige programmer, som skal yde patienternes, lægernes og andres viden omkring diabetes, herunder Changing Diabetes, som dækker over mange ting – uddannelse af flere sygeplejersker og læger, give viden omkring forskel på at medicinere børn og voksne osv.

Hvad angår priserne på koncernens produkter, ses stor forskel på prisen i Vesten og på prisen i verdens fattigste lande. Koncernen har, for at hjælpe de fattigste lande, sænket prisen i de fattigste lande. De fattigste lande betaler derfor mindre end 20 % af gennemsnitspriserne i de rige Vestlande. Dette gøres for at sikre, at alle har råd og mulighed, om ikke andet større mulighed, for at kunne tilkomme sig den nødvendige behandling.

Som tidligere nævnt er kvalitet og innovation nøgleord i koncernen, hvilket hele tiden skal gennemføres og bruges i dagligdagen – det gælder om at være først og klogest.

Koncernen søger hele tiden patenter for at sikre deres produkter globalt og havde pr. 31.12.12 hele 773 aktive patentfamilier⁶². Disse udløber løbende og nye patenter kommer til, når nye

⁶⁰ Årsrapport for 2012, side 5

⁶¹ Årsrapport for 2012, side 56

⁶² Årsrapport for 2012, side 99

produkter udvikles. Dette er klart en dyr post, men også nødvendig, da patenterne skal sikre omsætningen for nye produkter.

R: Miljøforhold⁶³

På koncernniveau udarbejdes hvert år et miljømæssigt regnskab. Dette viser for 2012 et større forbrug af vand, el, større spildevandsmængde og mere affald i forhold til 2011. Andelen af ikke farligt affald er dog steget fra 70 % i 2011 til 84 % i 2012. Koncernen har dog rigtig stor fokus herpå, og i 2012 skyldes en stor del af stigningen, at der i 2012, som tidligere nævnt, er taget en ny insulinpåfyldningsfabrik i brug i Kina, og at insulinproduktionen er steget, ligesom sygdommens hyppighed.

Koncernen har også fokus på, at medarbejderne lever i et sundt miljø, hvor der er fokus på sundhed, trivsel og ikke mindst at gøre arbejdspladserne sikre, se også punkt F: Organisationsforhold.

S: Ressourceallokering

Afsnittet er beskrevet under afsnittet omkring værdikædemodellen. Herudover kan tilføjes, at Novo Nordisk har mulighed for at hjemtage produktionen af de råvarer og hjælpematerialer, som deres mange tusinde leverandører leverer. Dette er dog en vurderingssag for en koncern som Novo Nordisk. Her spiller flere forskellige faktorer ind. Der er naturligvis den rent økonomiske del af det, om der kan være besparelser ved selv at producere varerne eller ej. Dette vil dog gøre det nemmere for koncernen at sikre en ensartet kvalitet m.v. En anden faktor, der er vigtig for Novo Nordisk er, at der hele tiden sker en udvikling i forbindelse med produktionen af disse produkter, hvorfor koncernen ved selv at producere varerne, er nødsaget til at følge udviklingen på dette marked.

Herudover vil koncernen gå ud over deres kernekompetencer, hvorimod de nuværende leverandører lever af at producere disse produkter og har en masse knowhow i forbindelse med

⁶³ Årsrapport for 2012, side 101-103

disse produktionsprocesser m.v. Dette kan altså både blive en gevinst for Novo Nordisk, men der er samtidig en både finansiell og kompetencemæssig risiko/udfordring i forbindelse hermed.

Hvis man skal kigge på koncernens mulighed for at outsource yderligere af produktionen, er der naturligvis mulighed herfor. Det er dog ikke så enkelt, da der stilles store krav til produktionen af medicinalprodukter, herunder krav til kvalitet, ensartethed m.v. Det vil derfor kræve en høj grad af kontroller fra Novo Nordisk, samtidig med, at det vil blive til en enkelt eller få leverandører.

Dette betyder, at de vil blive knyttet meget til disse leverandører, hvorfor problemer m.v. hos disse leverandører kan få katastrofale konsekvenser for Novo Nordisk. Koncernens kernekompetence ligger endvidere, dels i forskningen, og dels i produktionen af produkterne, hvorfor det ikke vurderes, at blive tilfældet, som situationen ser ud nu.

Koncernens miks af egenproduktion og outsourcing vurderes ud fra ovenstående, at være et fornuftigt miks set ud fra Novo Nordisks kernekompetencer, markedssituation m.v.

T: Værdiskabelse

Novo Nordisk har gode muligheder for at opstarte og udøve økonomiske værdiskabelsesaktiviteter, grundet den professionelle ledelsesprofil, gode medarbejdere m.v.

Eksempler på værdiskabende aktiviteter er koncernens store indsats i forskning og udvikling af nye banebrydende produkter, som kan være med til at give en enorm vækst i EVA (Economic Value Added).

Herudover er der grundet de mange tusinde leverandører mulighed for at presse prisen yderligere ned, uden at det går ud over kvaliteten, hvilket yderligere sikres gennem auditeringer, som bliver uddybet under afsnittet omkring Leverandørernes forhandlingsstyrke i Porters five forces.

Et sidste eksempel på en værdiskabende aktivitet, er koncernens måde at motivere medarbejderne på, som er hele grundstenen for deres eksistens. Dette sker blandt andet gennem gode uddannelsesmuligheder, udfordrende arbejdsopgaver m.v. Med hensyn til uddannelse er der blandt andet indlagt en årlig obligatorisk uddannelse i forretningsetik.⁶⁴ Herudover gøres der også meget for at uddanne sundhedsmedarbejdere, for at sikre korrekt og professionel rådgivning

⁶⁴ Årsrapport for 2012, side 13

af deres produkter m.v. I 2012 deltog 1.274.000 sundhedsmedarbejdere i kurser eller onlineuddannelses-programmer⁶⁵.

Værdikæden, som er beskrevet tidligere i rapporten, beskriver endvidere, hvilke værdier, som koncernen bygger på og som samtidig giver værdi til koncernen.

U: Risikoforhold og niveau

Risici er en del af hverdagen for alle virksomheder, hver eneste dag. Forskellen er, hvilke risici de skal leve med, og hvilke værktøjer de bruger for at mindske de risici, som de kan reducere.

Novo Nordisk producerer medicin og forsker og udvikler hver dag for mange millioner kroner, uden at vide om de nogensinde får omkostningerne for de enkelte projekter ind igen. De kan med deres erfaringer og deres tests på dyr og frivillige mennesker nedjustere tabte omkostninger, ved at sortere de projekter fra, som allerede i en tidlig fase kan ses utilstrækkelige eller måske er projektet bare ikke bedre end de hidtidige produkter på markedet.

Risiko i forbindelse med indkøb og varer kan også koste koncernen dyrt. De har dog kvalitet som en af deres kerneværdier, hvorfor de formentlig har udvalgt deres leverandører nøje, for at eliminere fejl i de indkøbte varer, så det ikke påvirker kvaliteten af deres fremstillede produkter. Såfremt kvaliteten ikke er i orden, og dette får følger for patienter, kan dette få alvorlige finansielle konsekvenser, alt efter hvor alvorligt et tilfælde der kunne opstå.

Renten i banken eller hos andre långivere er også utrolig vigtig for koncernen. En lille ændring, kan koste dyrt, fordi det er så store tal, som der er tale om. Renterne styres globalt af forskellige store banker, fx den europæiske centralbank for landene i Europa, og Federal Reserve System, som er centralbanken i USA. Renten styres hele tiden, for at styre konturerne i verden, og derfor er der ikke store muligheder for at få denne rente styret af koncernen, andet end at de kan forhandle med deres banker, som har et spænd, som de opererer indenfor ved forskellige slags lån. Risiko er der også forbundet med at have lån, i det banker, som vi specielt har set det siden "Finanskrisen", har måttet gå konkurs, hvorefter deres kunder har måttet skifte bank og har

⁶⁵ Årsrapport for 2012, side 12

måttet betale markant højere renter andetsteds, fordi de intet andet valg har haft. De har dog store krav til deres kreditgivere, idet disse skal have en god langsigtet kreditvurdering.⁶⁶

Koncernen har derudover en risiko i at bestå. Dens bygninger, maskiner, projekter m.m. er dagligt udsat for forskellige risici. Medarbejdere kan lave fejl, der kan opstå brand, maskinerne kan gå ned og brænde sammen, computersystemer kan blive ramt af virus eller nedbrud, ledelsen eller andre vigtige personer kan tage en forkert beslutning, vantro medarbejdere kan bryde tavshedspligten og måske endda hjælpe konkurrenterne, medierne kan få nys om en eventuel opdaget bivirkning osv. Mulighederne er mange, men det må dog formodes, at en driftstabsforsikring er tegnet, for at kunne minimere de virkninger, som det kan medføre.

Organisationen er som tidligere nævnt opbygget med diverse kontrolinstanser og krav om rapporteringer, hvis diverse krav til kvalitet ikke overholdes, såvel i produktionen som i økonomiafdelingerne m.m. Der er intern revision, som skal sikre, at der ikke er intern svindel eller der sker forbudte overførsler, og i produktionen er der kontrol af produkterne på alle tænkelige måder, jf. tidligere i Masteranalysen.

Det gode ved medicinalvirksomheder er, at de ikke i ligeså høj grad som fx håndværkervirksomheder, restaurationsvirksomheder eller lignende, bliver påvirket af konjunktur, forstået på den måde, at de stadig sælger produkterne, selvom økonomierne i landene er ramt, dog måske til en lavere pris, men de undgår formentlig at miste næsten al omsætning, pga. en nedgang i økonomien globalt.

Grundet koncernens størrelse, har de også en række fordele, fordi de er så store, at de har mulighed for at hæve eller sænke priserne, som de synes – selvfølgelig til en vis grænse. Derudover har de en mindre risiko, når det gælder pludselige hævnninger af prisen fra deres leverandører, da de er så store, at deres store leverandører antageligvis er mere eller mindre afhængige af Novo Nordisks køb af deres varer.

Risikoen ved at være så store og internationalt repræsenterede, er forbundet med en stor risiko, i form af forskellige svingende og risikofyldte valutaer verden over. Terminkontrakter er derfor en

⁶⁶ Årsrapport for 2012, side 77

god ide for koncernen, hvorfor de har tegnet sådanne kontrakter⁶⁷, for at eliminere risikoen ved at sælge og handle Worldwide.

Fastsættelsen af risikoelementerne, er dog særdeles svær at lave, da det handler om hvilke risici koncernen oplever og i hvor høj grad de forstår at eliminere og ikke mindst kontrollere disse risici.

Deres risiko er dog ikke så høj, som i konjunkturfølsomme virksomheder, og pga. deres store indsatser for at minimere de risici de oplever og pga. deres størrelse og deres kapitalstruktur, hvor egenkapitalandelen ligger på et fint niveau, vurderes de at have en middel mod lav risiko. Dette vil give en betaværdi på omkring 0,5-0,6.

Risikopræmien som er den risiko, som investorerne tør tage og kræver, for at investere i koncernen, i stedet for at investere pengene i risikofri obligationer eller lignende. Vi har vurderet at risikopræmien er ca. 6 %, fordi aktiemarkedet har været forbundet med stor usikkerhed siden finanskrisen.

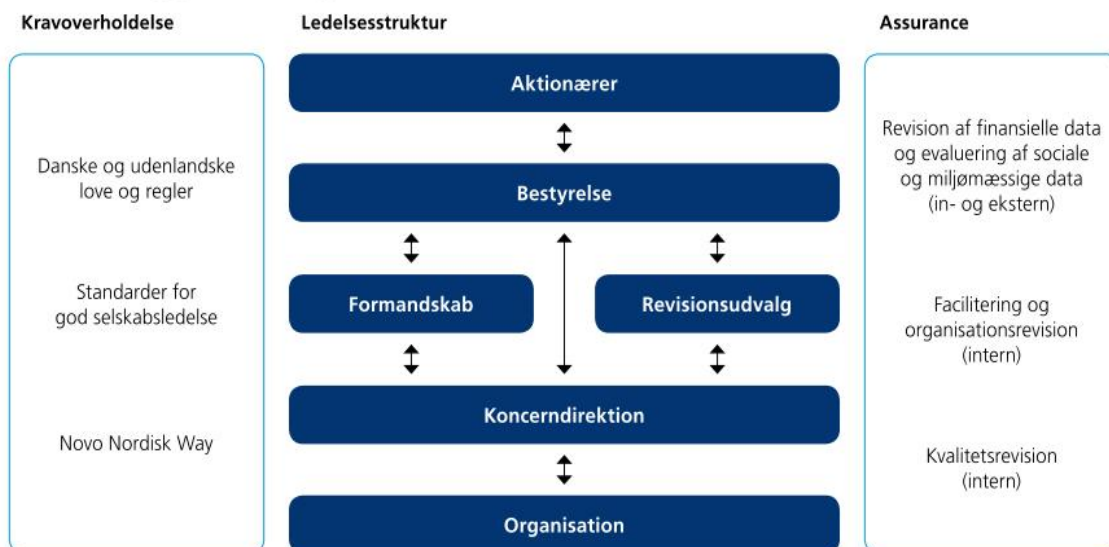
V: Corporate Governance og CSR

I Novo Nordisk arbejdes efter nedenstående model, hvor det ses, at aktionærerne er koncernens bestemmende organ, forstået på den måde, at aktionærerne ejer koncernen, herunder er der valgt en bestyrelse, som skal operere på vegne af aktionærerne. Formanden og revisionsudvalget opererer under bestyrelsen og har sammen med bestyrelsen kontakten med den daglige ledelse – koncerndirektionen. Disse 5 organer er alle de ledende organer for organisationen som helhed.

Under disse ledende organer foretages revision af finansielle, sociale og miljømæssige data, såvel internt som eksternt, facilitering og revision af organisationen internt og ikke mindst revision af kvaliteten. Disse organer og kontroller skal leve og lever op til danske og ikke mindst udenlandske love og regler, standarder for god selskabsledelse og Novo Nordisk Way.

⁶⁷ Årsrapport for 2012, side 77

Kodekser og praksis for god selskabsledelse



68

Ovenstående kodeks og praksis for måden at drive koncernen på, danner sammen med den tredobbelte bundlinje grundlaget for ledelsens og organisationens måde at fungere på.

W: Synergieffekter

Ved tilkøb af virksomheder m.v. må det formodes, at der vil komme ny viden til koncernen. Dette kan naturligvis både have nogle positive og negative synergieffekter. En positiv effekt er, at der kommer ny viden, som kan fremme eksempelvis forskningen inden for nogle medicinalprodukter eller lignende. Herudover vil opkøb af en anden virksomhed fjerne en konkurrent fra markedet, hvilket naturligvis, alt efter størrelse, også vil være en fordel for Novo Nordisk. En negativ synergieffekt ved købet af en anden virksomhed er, at indkøringen ind i koncernen ikke forløber som planlagt. Hvis det eksempelvis er en virksomhed, hvis primære aktivitet også består i forskning af medicinalprodukter, vil det have en negativ effekt, hvis deres forskning viser sig at slå fejl og man må stoppe denne.

Ved salg af en aktivitet, kan der ligesom ved køb både være positive og negative synergieffekter. Et eksempel på en positiv kunne være, at man får frigjort nogle ressourcer der gør, at man kan fokusere på de områder, man eksempelvis mener der er en mere gunstig fremtid i. En negativ

⁶⁸ Årsrapport for 2012, side 48

effekt kan naturligvis være, hvis man tager fejl og køberen formår at udvikle det solgte og derigennem vinde markedsandele m.v.

Overordnede strategiske Value drivers

X: Overordnede strategier og "den røde tråd"

Der er redegjort for punktet under afsnittet vedrørende vision og strategiske mål. Herudover kan tilføjes, at der gennem den professionelle ledelse må formodes, at der er en rød tråd mellem koncernens vision, strategier m.v., udførelsen heraf samt den fremtidige udvikling. Grundet den begrænsede adgang til information, er det ikke muligt at uddybe dette markant. Et eksempel herpå er dog, at der hvert år bliver fastsat nogle vækstsmål, som efterfølgende bliver revideret og evalueret⁶⁹.

Y: Strategiforankringer

Novo Nordisk formår at inddrage sine ansatte i sine strategier og giver dem en følelse af at være en del af koncernen blandt andet gennem Novo nordisk Way. Herudover går koncernen meget op i uddannelse, som nævnt under punktet T samtidig med, at medarbejderne udfordres med arbejdsopgaver, ansvar m.v.

En anden måde koncernen inddrager medarbejderne på er gennem medarbejderaktier⁷⁰. Dette er en direkte måde at få den enkelte medarbejder engageret i, at der er fremgang og at man opnår de fremsatte mål.

De ansatte har endvidere mulighed for at vælge medlemmer ind i bestyrelsen⁷¹, hvilket giver muligheden for, at medarbejdere både får muligheden for at give input, men samtidig få nogen grad af viden om, hvad der foregår i ledelsesorganet.

⁶⁹ Årsrapport for 2012, side 10

⁷⁰ Årsrapport for 2012, side 85

⁷¹ Årsrapport for 2012, side 52

Z: Kommunikation

Koncernen kommunikerer generelt sin strategi ud gennem Novo Nordisk Way, som er beskrevet under afsnittet omkring selskabsretlige forhold. Internt foregår det endvidere via intranettet og gennem generel information i forbindelse med ansættelse m.v. Eksternt foregår det primært gennem hjemmesiden samt årsrapporten, hvoraf Novo Nordisk Way også fremgår. Det fremgår endvidere af årsrapporten, hvilke finansielle, sociale og miljømæssige mål Novo Nordisk har både kort- og langsigtet⁷².

Æ: Strategisk udvikling

Der er ikke offentliggjorte oplysninger herom, der giver en tilstrækkelig information herom. Det formodes dog, at den kompetente ledelsessammensætning gennemfører en professionel og innovativ strategi, som tager udgangspunkt i Novo Nordisk Way og den tredobbelte bundlinje.

Ø: Strategiimplementering og innovation og Å: Strategiopfølgning m.v.

Der er meget begrænsede oplysninger omkring strategiimplementering og innovation samt strategiopfølgning m.v. Det vurderes dog, ligesom under punktet Æ, at ledelsesorganisationen er så kompetent og professionel, at der er effektive implementerings- og opfølgningsprocedurer. Herudover er der udarbejdet en SWOT-analyse, under afsnittet SWOT-analyse, som afsnittet Å endvidere henvises til.

Delkonklusion – Master analyse

Masteranalysen behandler 4 forskellige områder vedrørende value drivers i koncernen.

Konklusionen på masteranalysen er, at koncernen har en del interne value drivers, der betyder umådeligt meget for deres eksistensgrundlag og ikke mindst for deres fremtid.

Medarbejderne er grundkonsistensen i Novo Nordisk, da det er medarbejdernes ekspertise og viden, indenfor diabetes, blødersygdomme m.m., der gør at koncernen kan bibeholde deres

⁷² Årsrapport for 2012, side 10, 13 og 14

nuværende position på markedet. Innovative, engagerede og ansvarsfulde ansatte er altafgørende i en forskervirksomhed, som Novo Nordisk er.

Koncernen lever efter Novo Nordisk Way, som går ud på at styrke markedsposition og sikre vækst, for at sikre bedre vilkår for blandt andet patienter og aktionærer, udvikling og forskning i flere midler, bedre tilgængelighed, høj kvalitet, etik, hensyn og respekt for/til omverdenen, at være åbne, ærlige, ambitiøse samt at medarbejderne skal have gode vilkår for udvikling.

Koncernen sikrer, at Novo Nordisk Way overholdes bedst muligt, bl.a. ved diverse interne kontroller, uddannelse af medarbejdere og ved undersøgelser i koncernen. Kvaliteten, servicen og virkningen skal være ensartet Worldwide samtidig med, at aktionærerne skal sikres afkast.

Organisationen er opdelt i bestyrelse og i en koncerndirektion, hvor sidstnævnte sørger for daglig ledelse. Koncerndirektionen kontrolleres dog af bestyrelsen, hvorfor større beslutninger må formodes at være nøje debatteret, inden de bliver gennemført, fordi bestyrelsen også skal sikre aktionærernes interesser.

Novo Nordisk koncernen har flere millioner patienter i hele verden, og opererer med forskellige strategier på forskellige markeder i verden, grundet forskellige økonomier, tilgængelighed af produkter og uddannelsesniveau for sundhedssektoren i de forskellige lande. Produkterne i U-landene, International Operations, sælges fx til en langt lavere pris, end selv samme produkt i de rige vestlige lande, for at selv de fattigste i verden har muligheden for at få medicin, hvor de endvidere har hjulpet til med at uddanne læger og sygeplejersker, for at sikre medicinen bruges rigtigt.

Analysen vidner om, at koncernen skal leve af at tilpasse sig kunderne, hvad angår prisen og tilgængeligheden i de enkelte lande. Koncernen skal fremover hjælpe de enkelte lande med uddannelse af sygeplejersker, læger og andet sundhedspersonale for at sikre, at patienterne også får gavn af deres medicin. Endvidere skal koncernen samtidig sikre sig, at miljøet ikke påvirkes for meget under deres forskning og afprøvninger af medicin. Medarbejderne skal samtidig have ordentlige forhold at arbejde under, hvilket indebærer muligheder for at afprøve, udvikle og forske deres ideer igennem samtidig med, at de skal udfordres, uddannes og have ansvar. Sidst skal de sikre sig, at aktionærerne har noget at sige og ikke mindst, at aktionærerne får afkast af deres investeringer i koncernen.

Regnskabsanalyse

I forlængelse af strategiske analyse af Novo Nordisk, laves her en regnskabsanalyse, der har til formål at belyse den regnskabsmæssige udvikling i årene 2008 – 2012. Dette skal tilsammen være med til at give et billede af den fremtidige udvikling for koncernen og dermed hjælpe til værdiansættelsen heraf.

For, at regnskabsanalysen kommer til at give et retvisende billede, er det nødvendigt at opdele årsrapporterne. Det vil sige, at der skal laves en opdeling af drifts- og finansieringsaktiviteter, således der sker beregninger ud fra de aktiviteter, der faktisk giver en værdi for koncernen. Der vil derfor ske en opdeling af resultatopgørelse og balance.

Årsrapporterne er i regnskabsperioden aflagt i overensstemmelse med internationale regnskabsstandarder (IFRS), som er udstedt af IASB (International Accounting Standards Board) og de internationale regnskabsstandarder, som er godkendt af EU. Anvendt regnskabspraksis er endvidere uændret i hele analyseperioden.

Opdeling af resultatopgørelse og balance

Først laves der en opdeling af resultatopgørelsen. Dette gøres med udgangspunkt i koncernens primære drift, som er taget ud og kaldet "driftsoverskud fra salg".

Herudover er der licensindtægter og andre indtægter, som ikke forbindes direkte med den primære aktivitet, hvorfor dette kommer under "driftsresultat i øvrigt". Herudover kan det diskuteres, om resultat af associerede virksomheder, skal med under "driftsresultat i øvrigt" eller finansielle poster. Det vurderes dog, at de associerede virksomheders aktiviteter er med til at udvikle og støtte Novo Nordisks primære aktiviteter, hvorfor disse indregnes som et "driftsresultat i øvrigt".

Finansielle indtægter og omkostninger, er holdt udenfor de øvrige poster, sammen med skatten af årets resultat, da disse poster ikke er en del af den primære aktivitet. Opdelingen af resultatopgørelsen ses nedenfor.

Mio. DKK	2012	2011	2010	2009	2008
Nettoomsætning	78.026	66.346	60.776	51.078	45.553
Produktionsomkostninger	13.465	12.589	11.680	10.438	10.109
Bruttoresultat	64.561	53.757	49.096	40.640	35.444
Salgs- og distributionsomkostninger	21.544	19.004	18.195	15.420	12.866
Forsknings- og udviklingsomkostninger	10.897	9.628	9.602	7.864	7.856
Administrationsomkostninger	3.312	3.245	3.065	2.764	2.635
Driftsoverskud fra salg	28.808	21.880	18.234	14.592	12.087
Licensindtægter og andre driftsindtægter (netto)	666	494	657	341	286
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder, netto	-	-	-	-55	-124
Driftsresultat i øvrigt	666	494	657	286	162
Resultat før finansielle poster	29.474	22.374	18.891	14.878	12.249
Finansielle indtægter	125	514	1.452	375	1.127
Finansielle omkostninger	1.788	963	2.057	1.265	681
Skat heraf	6.379	4.828	3.883	3.220	3.050
Årets resultat	21.432	17.097	14.403	10.768	9.645

Dernæst skal der ske en opdeling af balancen ved også her at foretage en opdeling af, hvad der vedrører driften, og hvad der vedrører finansieringen. Der vil derfor ske en opdeling af driftsaktiver, driftsforpligtelser og finansieringsforpligtelser.

Hvis først, der kigges på driftsaktiverne, er det de aktiver, som har forbindelse til driftsaktiviteterne og den daglige drift. Her tænkes på anlægsaktiverne, varelageret, varedebitorer m.v., som er listet op i nedenstående tabel. Der kan dog igen her herske tvivl om, hvor de finansielle aktiver skal placeres. Dog vurderes de associerede virksomheder m.v. fortsat at bidrage til den daglige drift, hvorfor disse også er placeret under driftsaktiverne.

Driftsforpligtelserne vedrører, ligesom driftsaktiviteterne, driften. Disse poster består af passivsiden, med undtagelse af egenkapital, prioritetsgæld, langfristede gældsforpligtelser, kortfristede gældsforpligtelser samt afledte finansielle instrumenter. De finansielle instrumenter vedrører, jf. anvendt regnskabspraksis,⁷³ blandt andet verserende retssager, hvorfor dette kan henføres til driften.

Til sidst er der "netto finansielle forpligtelser", som er den finansielle del af balancen. Heri indgår både finansielle aktiver og finansielle passiver, som består af blandt andet likvide beholdninger, letomsættelige værdipapirer samt kort- og langfristede gældsforpligtelser.

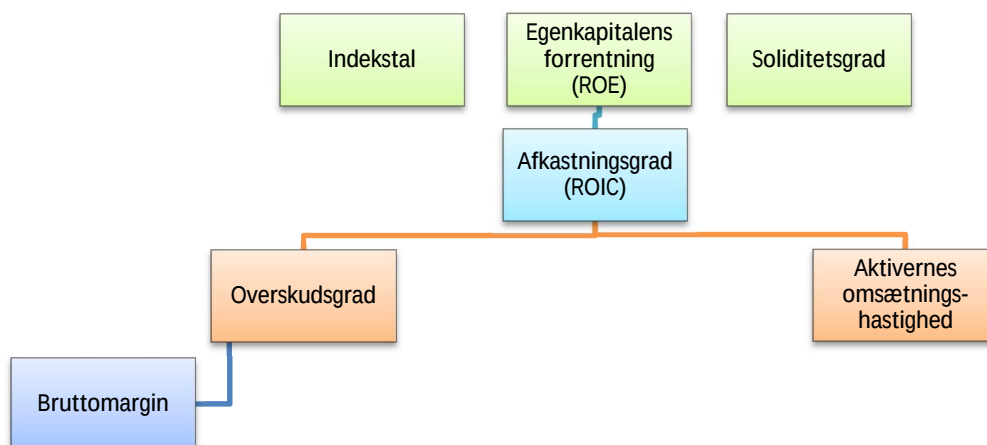
På næste side ses opdelingen af balancen.

⁷³ Årsrapport for 2012, side 72

Mio. DKK	2012	2011	2010	2009	2008
Driftsaktiver					
Immaterielle aktiver	1.495	1.489	1.458	1.037	788
Materielle aktiver	21.539	20.931	20.507	19.226	18.639
Kapitalandele i associerede virksomheder	-	-	43	176	222
Øvrige finansielle anlægsaktiver	228	273	254	182	194
Varebeholdninger	9.543	9.433	9.689	10.016	9.611
Varedebitorer	9.639	9.349	8.500	7.063	6.581
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skat	1.240	883	650	799	1.010
Andre tilgodehavender og forudbetalinger	2.705	2.376	2.403	1.962	1.704
Udskudte skatteaktiver	2.244	2.414	1.847	1.455	1.696
Driftsaktiver i alt	48.633	47.148	45.351	41.916	40.445
Driftsforpligtelser					
Udskudte skatteforpligtelser	732	3.206	2.865	3.010	2.404
Pensionsforpligtelser	760	439	569	456	419
Andre hensatte forpligtelser, langfristede	1.907	2.324	2.023	1.157	863
Andre hensatte forpligtelser, kortfristede	7.656	5.940	4.644	3.241	2.923
Leverandørgæld	3.859	3.291	2.906	2.242	2.281
Selskabsskat	593	1.171	1.252	701	567
Andre forpligtelser	8.982	8.534	7.954	6.813	5.853
Driftsforpligtelser i alt	24.489	24.905	22.213	17.620	15.310
Netto driftsaktiver i alt	24.144	22.243	23.138	24.296	25.135
Netto finansielle forpligtelser					
Langfristede gældsforpligtelser	-	502	504	970	980
Kortfristede gældsforpligtelser og afledte finansielle instrumenter	548	1.843	1.720	418	1.334
Letomsættelige værdipapirer og afledte finansielle instrumenter	-5.483	-4.142	-4.034	-1.530	-1.377
Likvide beholdninger	-11.553	-13.408	-12.017	-11.296	-8.781
Netto finansielle forpligtelser i alt	-16.488	-15.205	-13.827	-11.438	-7.844
Egenkapital i alt	40.632	37.448	36.965	35.734	32.979

Beregninger og kommentarer

Resultatopgørelse og balance er nu blevet opdelt, således nøgletalsberegningerne⁷⁴ giver et mere retvisende billede af Novo Nordisk. I forbindelse med beregningerne, vil der blive taget udgangspunkt i nedenstående model⁷⁵, der er udarbejdet med inspiration fra du-pont-pyramiden.



Egenkapitalens forrentning

Egenkapitalens forrentning er et udtryk for rentabiliteten. Nøgletallet udtrykker med andre ord aktionærernes afkast af den investerede kapital og sammenholdes derfor ofte med alternative investeringer, herunder obligationsrenten.

	Beregning	2012	2011	2010	2009	2008
Egenkapitalens forrentning	Resultat før finansielle poster / gnsn. egenkapital x 100	75,50 %	60,13 %	51,97 %	43,30 %	37,60 %

Egenkapitalens forrentning viser samlet set en fremgang i analyseperioden på 37,90 procentpoint. Det ses ligeledes, at der har været en stigning i alle årene. Det må betegnes som et positivt signal, at der har været en vækst i forrentningen hvert år i analyseperioden.

⁷⁴ Nøgletallene er beregnet med udgangspunkt i den omformulerede resultatopgørelse og balance

⁷⁵ Egen tilvirkning

I den nærmere analyse af de øvrige nøgletalsberegninger, vil der blive søgt efter en årsagsforklaring hertil. Dette gøres i første omgang ved beregningen af afkastningsgraden nedenfor.

Afkastningsgrad

Afkastningsgraden, som er en gren af beregningen af egenkapitalens forrentning, siger noget om Novo Nordisks evne til at forrente den investerede kapital. Den beregnes her med udgangspunkt i resultat før finansielle poster set i forhold til driftsaktiverne. Nøgletallet viser, dels noget om indtjeningsevnen (overskudsgraden), og dels noget om kapitaltilpasningsevnen (aktivernes omsætningshastighed), hvorfor dette nøgletal ikke kan stå alene. Afkastningsgraden kan også udledes ved at gange de to nævnte nøgletal med hinanden. Der vil derfor efterfølgende ske en dekomponering heraf, for at se nærmere på årsagsforklaringerne til udviklingen.

	Beregning	2012	2011	2010	2009	2008
Afkastningsgrad	Resultat før finansielle poster / driftsaktiver x 100	60,60 %	47,45 %	41,66 %	35,49 %	30,29 %

Man ser, ligesom i egenkapitalens forrentning, også her en stigning igennem hele analyseperioden. Dette skyldes, at egenkapitalens forrentning i høj grad afhænger af udviklingen i afkastningsgraden. Afkastningsgraden er i perioden steget med 30,31 procentpoint og helt op til næsten 61 % i 2012, hvilket må siges at være tilfredsstillende.

Der vil først blive kigget på overskudsgraden, som før nævnt er den ene del af beregningsgrundlaget af afkastningsgraden.

Overskudsgrad

Overskudsgraden, som tager udgangspunkt i indtjeningsevnen, viser hvor stor en procentdel af omsætningen, der anvendes til at forrente den investerede kapital.

	Beregning	2012	2011	2010	2009	2008
Overskudsgrad	Resultat før finansielle poster / nettoomsætning x 100	37,77 %	33,72 %	31,08 %	29,13 %	26,89 %

Overskudsgraden har ligesom de foregående nøgletal, været stigende igennem hele analyseperioden. Der er sket en samlet stigning på 10,88 procentpoint, hvilket har resulteret i, at den i 2012 ligger på knap 38 %. Det vil med andre ord sige, at 38 % af omsætningen er med til at forrente den investerede kapital, hvilket må siges at være højt.

For, at blive lidt klogere på, hvad der skyldes den høje overskudsgrad, kigges der nedenfor på bruttomargin.

Bruttomargin

Bruttomargin beregnes som bruttoresultatets procentmæssige andel af nettoomsætningen og er med til at vise, hvor stor en del af omsætningen, der bliver brugt på produktionsomkostninger. Forskellen mellem bruttomargin og overskudsgraden er så de indtægter/omkostninger, som i øvrigt kan henføres til driften frem til resultat før finansielle poster.

	Beregning	2012	2011	2010	2009	2008
Bruttomargin	Bruttoresultat / nettoomsætning x 100	82,74 %	81,03 %	80,78 %	79,56 %	77,81 %

Der ses en lille stigning i bruttomarginen, hvilket er positivt for Novo Nordisk, da det betyder, at omsætningen stiger forholdsvis mere end produktionsomkostningerne. Ser man samlet på analyseperioden, er der sket en forbedring på cirka 5 procentpoint, hvilket må siges at være tilfredsstillende, når man tænker på, at hver gang der bliver solgt for DKK 100, går der kun cirka DKK 17 til produktionen heraf. Dertil skal dog siges, at en stor del af omkostningerne for Novo Nordisk, er forskning og udvikling, som ikke er en del af produktionsomkostningerne.

Der vil nu blive kigget på anden del af beregningsgrundlaget for afkastningsgraden, nemlig aktivernes omsætningshastighed, som beregnes nedenfor.

Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed er et udtryk for, hvor mange gange den investerede kapital (driftsaktiverne) bliver omsat (nettoomsætning) i løbet af et år. Nøgletallet beskriver med andre ord forholdet mellem aktiviteten og den investerede kapital, til frembringelsen af aktiviteten.

	Beregning	2012	2011	2010	2009	2008
Aktivernes omsætningshastighed	Nettoomsætning / driftsaktiver	1,60	1,41	1,34	1,22	1,13

Kigger man på udviklingen heraf, ses der gennem årene 2008-2012 en stigning på 0,47 gange, hvilket må anses som værende et positivt signal, da den investerede kapital forrentes mere end tidligere år. Det vil med andre ord sige, at nettoomsætningen stiger forholdsvis mere end driftsaktiverne.

Både overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed har altså været med til at øge afkastningsgraden.

I efterfølgende afsnit vil der nu blive kigget på koncernens soliditetsgrad.

Soliditetsgrad

Nedenfor ses udregningen af soliditetsgraden for Novo Nordisk. Dette viser med andre ord, hvor stort et tab koncernen kan tåle at tage inden det kommer til at påvirke fremmedkapitalen, og beregnes som egenkapitalen sat i forhold til driftsaktiverne.

	Beregning	2012	2011	2010	2009	2008
Soliditetsgrad	Egenkapital / driftsaktiver x 100	83,55 %	79,43 %	81,51 %	85,25 %	81,54 %

Analysen viser, at soliditetsgraden er steget med 2,01 procentpoint set over hele analyseperioden. Der har dog været et fald i 2010 og 2011, hvor den er faldet med henholdsvis 3,74 procentpoint (2010) og 2,08 procentpoint (2011). Den er dog steget igen med 4,12 procentpoint i 2012, hvilket må siges at være et positivt tegn. Nøgletallet viser, at man i 2012 kan tåle at miste cirka 83,5 % af driftsaktiverne, før det vil blive nødvendigt for koncernen at lade det påvirke fremmedkapitalen. Nøgletallet er dog letpåvirkeligt, da det påvirkes af næsten alle

valg og aktiviteter i koncernen. Nogle af disse usikkerheder bliver senere i rapporten beskrevet under afsnittet Risiko.

Indekstal

Afslutningsvis vil der blive kigget på indekstalsberegninger for væsentlige og interessante poster i resultatopgørelsen. Der er her valgt belysning af nettoomsætning, produktionsomkostninger, forsknings- og udviklingsomkostninger, driftsoverskud fra salg samt resultat før finansielle poster. Dette er gjort for at synliggøre udviklingen i de enkelte poster. Beregningerne ses i tabellen nedenfor.

Mio. DKK	2012	2011	2010	2009	2008
Nettoomsætning	78.026	66.346	60.776	51.078	45.553
Indeks	171	146	133	112	100
Produktionsomkostninger	13.465	12.589	11.680	10.438	10.109
Indeks	133	125	116	103	100
Forsknings- og udviklingsomkostninger	10.897	9.628	9.602	7.864	7.856
Indeks	139	123	122	100	100
Driftsoverskud fra salg	28.808	21.880	18.234	14.592	12.087
Indeks	238	181	151	121	100
Resultat før finansielle poster	29.474	22.374	18.891	14.878	12.249
Indeks	241	183	154	121	100

Kigger man først på nettoomsætningen, ses der i hele analyseperioden en stabil stigning og er steget med i alt 71 %, svarende til næsten 32,5 mia. DKK. Dette må isoleret set siges, at være tilfredsstillende.

Til sammenligning kan man se, at produktionsomkostningerne i samme periode er steget med 33 %, hvilket bekræfter det der blev fundet ud af ved beregningen af bruttomargin. Det viser mere præcist, at nettoomsætningen er steget med 38 % mere end produktionsomkostningerne i løbet af de seneste 5 år.

Forsknings- og udviklingsomkostningerne er ligeledes steget til næsten DKK 11 mia. i 2012 fra cirka 8 mia. DKK i 2008, svarende til en stigning på 39 %. Dette synliggør, at koncernen har stor fokus på forskning og udvikling. Ser man disse omkostninger i forhold til

produktionsomkostningerne, ses der også en højere procentmæssig stigning heri, hvilket gør, at forsknings- og udviklingsomkostningerne nærmer sig samme niveau som produktionsomkostninger.

Indekstallene for driftsoverskud fra salg er taget med for at vise den procentmæssige stigning heri gennem analyseperioden. Denne viser en samlet stigning på 138 %, hvilket igen skyldes, at omsætningen er steget forholdsvis mere end omkostningerne.

Slutteligt viser indekstallene for resultat før finansielle poster en stigning på 141 %, hvilket følger driftsoverskud fra salg. Grunden til, at denne er steget lidt mere skyldes, at der er sket en stigning i licens og andre driftsaktiviteter samtidig med, at der fra 2010 ikke længere er indregnet underskud fra kapitalandele i associerede virksomheder.

Var der blevet beregnet indekstal fra 2010-2012, ville der stort set ikke være nogen forskel mellem indekstallene for driftsoverskud fra salg og resultat før finansielle poster. Det må dog siges at være meget tilfredsstillende, at resultat før finansielle poster er steget med 141 %, da det endnu en gang bekræfter, at nettoomsætningen er steget forholdsvis mere end omkostningerne. Det skal endvidere her bemærkes, at nettoomsætningen er mange milliarder højere end omkostningerne, hvorfor det er ekstra gunstigt, at denne procentmæssigt er steget så meget. Dette forklarer naturligvis også hvordan resultat før finansielle poster kan være steget med 141 % når omsætningen "kun" er steget med 71 %.

Delkonklusion - Regnskabsanalyse

Der er først blevet lavet en opdeling af drifts- og finansieringsaktiverne i resultatopgørelse og balance for, at nøgletalsberegningerne bliver lavet med udgangspunkt i aktiviteten og ikke tager højde for eksempelvis finansielle indtægter og omkostninger.

Egenkapitalens forrentningsprocent er i analyseperioden steget fra cirka 38 % til cirka 75 % i 2012, hvilket må siges at være et positivt tegn.

Vi fandt ud af, at en stor del af grunden til denne stigning skyldes, at afkastningsgraden igennem samme periode er steget fra 30,29 % til 60,6 %.

Stigningen i afkastningsgraden skyldes både en stigning i overskudsgraden og i aktivernes omsætningshastighed, som tilnærmelsesvis har haft identisk indflydelse på denne stigning.

Bruttomarginen er beregnet for at kigge yderligere på væksten i overskudgraden. Denne er steget lidt i analyseperioden og viser, at der kun går DKK 17 til produktionsomkostninger for hver DKK 100 der bliver omsat (2012). Dog er der ikke taget højde for forskningen og udviklingen, som er den primære omkostning for et selskab som Novo Nordisk. Disse omkostninger ligger dog før den egentlige omsætning, hvorfor de ikke fremgår i dette nøgletal.

Soliditetsgraden har været stigende med cirka 2 procentpoint set samlet over analyseperioden, med en stigning på cirka 4 procentpoint i 2012. Den ligger her på cirka 83,5 % og er et udtryk for, at koncernen kan tåle at tabe 83,5 % af driftsaktiverne før det behøver påvirke fremmedkapitalen. Nøgletallet er dog letpåvirkeligt, hvorfor de efterfølgende beskrevne risikofaktorer skal tages med i betragtningen heraf.

Til sidst blev der kigget på indeksberegninger, som viste en generel fremgang for koncernen. Denne belyste primært, at omsætningen har haft en større procentmæssig stigning end omkostningerne samtidig med, at omsætningens volumen (værdi) er meget større. Dette forklarer således også, hvordan resultat før finansielle poster kan stige med 141 %, når omsætningen er steget med 71 %.

Værdiansættelse⁷⁶

På baggrund af foregående analyser, såvel interne som eksterne, men ikke mindst finansielle, vil vi nu beregne os frem til det vi mener, er værdien af Novo Nordisk den 31.12.12.

Værdiansættelsen sker på baggrund af forventninger til fremtiden, men også på baggrund af de hidtil realiserede resultater.

Under normale omstændigheder, dvs. hvis vi var revisorer eller rådgivere for virksomheden, ville en værdiansættelse, hvor man har den nødvendige viden om virksomheden og ikke mindst om mulig køber, ville vi have opsat vækstrater m.m. langt ud i fremtiden, for at kunne udregne en terminalværdi. Vi har dog vurderet, at vi på baggrund af vores viden ikke kan give et realistisk bud herpå.

Sådanne vækstrater og indtjeningsmarginaler ville om end være endnu mere problematiske for os at give en rigtig vurdering af. Nogle brancher ændrer sig ikke væsentligt over længere tid, men medicinalindustrien er derimod et eksempel på, at en terminalperiode på fx +50 år, ville være umådeligt svær at fastlægge.

Teknologi og generel udvikling i menneskers kunnen og viden, vil hele tiden udvikles, og er umådelig vigtig for Novo Nordisk og medicinalindustrien generelt. Omvendt er det svært at vurdere, hvor vidt dette fortsætter over de næste mange år, eller om det pludselig stagnerer. Sker dette samtidig med at diabetes eller andre sygdomme stadig udbredes mere og mere, eller endnu værre, hvis de andre medicinalvirksomheder pludselig finder andre og mere effektive mediciner, ændrer situationen sig totalt for Novo Nordisk.

Værdiansættelsen laves ved hjælp af DCF-modellen, Discounted Cash Flow modellen, da denne er uafhængig af anvendt regnskabspraksis.

Værdien dannes på baggrund af pengestrømmene, der forventes (Frit cash flow) i forhold til de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).

⁷⁶ Værdiansættelsen tager udgangspunkt i følgende 2 kilder: notatet Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, rådgivningsudvalget, december 2002, trykt hos Nørhaven Book, Viborg i 2003, ISBN 87-619-0498-8 og bogen Køb og salg af virksomheder og aktier – værdiansættelser, værdiskabelse og værdioptimering, Jurist- og økonomforbundets forlag, Per Vestergaard Andersen, 2013, 1. udgave, 1. oplag, ISBN 978-87-574-3047-9

DCF modellen er en absolut metode, fordi den opgøres på baggrund af Novo Nordisks egne interne og forventede strategier, men samtidig også på baggrund af eksterne strategier.

Grunden til modellen også er god, er at den kan bruges til at opstille diverse scenarier, hvorpå man kan sammenligne effekterne af forskellige value drivers. Dette gør vi senere i rapporten.

Budget for fremtiden

Forventningerne til fremtiden er lavet på baggrund af nedenstående historiske tal.

<i>Beløb i mio. DKK</i>	Historiske tal		
<i>Tekst/år</i>	2010	2011	2012
Nettoomsætning	60.776	66.346	78.026
Omkostninger	43.448	46.647	51.889
EBIT	18.891	22.374	29.474
Skat heraf	-3.477	-4.534	-6.001
Udskudt skat	-406	-294	-378
Ordinært resultat efter skat	15.008	17.546	23.095
Afskrivninger	2.467	2.737	2.633
Resultat før afskrivninger efter skat	17.475	20.283	25.728
Ændring i Working capital	297	434	274
Ændring i anlægsaktiver	-5.579	-3.459	-4.070
<i>Brutto investeringer</i>	-5.282	-3.025	-3.796
Frit Cash flow	12.193	17.258	21.932

De historiske tal i foregående tabel, viser en stigning i omsætning såvel som i resultater og i det frie cash flow fra koncernens aktiviteter.

På baggrund af de historiske tal, har vi udarbejdet et budget for de næste 5 år. Grunden til, at budgetperioden ikke er længere, er at vi i praksis oplever, at budgetterne kan afvige væsentligt og bliver blot mere usikre, des flere år man budgetterer.

For at lave budgettet, har vi opstillet nogle forudsætninger, bl.a. med udgangspunkt i regnskabsanalysen, den strategiske analyse og i de oplistede historiske tal.

Vi har vurderet at koncernen kan oppebære følgende:

- Omsætningsvækst på 10 %
- Overskudsgrad på 34 %
- Skatterate på 24 %
- En forbedring af Working Capital på 0,5 %
- En investeringsgrad i anlægsaktiver på 10 %

Omsætningsvæksten er de seneste år steget mellem 10-20 % hvert år. Vi forudsætter dog kun en vækst på 10 %, grundet krisens efterfølger som gør, at mange offentlige tilskud med mere reduceres, bl.a. i Danmark og mange skatter hæves samtidig, hvorfor slutbrugerne vil få mindre penge til at købe for. Samtidig løber nogle patenter ud og dette vil sandsynligvis medføre kopiering af koncernens produkter, og dermed en mindre vækst. 10 % er dog stadig flot, hvilket vi vurderer de kan holde, såfremt der stadig leveres nye midler til markedet løbende.

Overskudsgraden er gennemsnitligt på 34 % de 3 foregående år, hvilket vi vurderer, vil være realistisk fremover, grundet deres stigende størrelse og stigende efterspørgsel, som må formodes at kunne holde priserne nede ved leverandørerne.

Skatteraten i Danmark er 25 %, men grundet lovgivning, er der ikke fradrag eller skattepligt af alt, og koncernens import og eksport til og tilstedeværelse i udlandet, medfører også at den effektive skatteprocent ikke nødvendigvis rammer 25 %, hvorfor vi har valgt at sætte den til 24 %.

Working capital, som dækker over tilgodehavender, let omsættelige omsætningsaktiver og kreditorer vurderes at blive forbedret meget lidt hvert år – 0,5 %, da der spiller forskellige faktorer ind – hvilke kreditorer og debitorer handles der med omkring skæringstidspunktet og er der flere eller færre/større eller mindre ordrer end året før osv.

Anlægsaktivernes investeringsgrad forventer vi vil ligge på 10 %, da vi mener, at koncernen fremover, i takt med omsætningens vækst, stadig vil etablere sig flere steder rundt i verden, hvorfor de vil få brug for flere bygninger, maskiner m.m.

På baggrund af førnævnte forudsætninger, vil dette give følgende budget for årene 2013-2017.

<i>Beløb i mio. DKK</i>	Budgetperiode				
<i>Tekst/år</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	85.829	94.411	103.853	114.238	125.662
Omkostninger	56.647	62.312	68.543	75.397	82.937
EBIT	29.182	32.100	35.310	38.841	42.725
Skat heraf	-7.004	-7.704	-8.474	-9.322	-10.254
Udskudt skat	-350	-385	-424	-466	-513
Ordinært resultat efter skat	21.828	24.011	26.412	29.053	31.958
Afskrivninger	2.896	3.186	3.505	3.855	4.240
Resultat før afskrivninger efter skat	24.724	27.197	29.916	32.908	36.199
Ændring i Working capital	123	124	124	125	125
Ændring i anlægsaktiver	-2.326	-2.559	-2.815	-3.096	-3.406
<i>Brutto investeringer</i>	<i>-2.203</i>	<i>-2.435</i>	<i>-2.691</i>	<i>-2.971</i>	<i>-3.280</i>
Frit Cash flow	22.521	24.761	27.226	29.937	32.918

Budgettet viser et stigende frit cash flow, hvilket stemmer overens med vores forventninger til koncernen fremover, pga. deres hidtidige tendens til vækst samt de mange muligheder der er for at opretholde en stadig vækst, jf. afsnittet med vores udarbejdede SWOT-analyse.

Budgetudarbejdelse er naturligvis altid forbundet med en usikkerhed, da ingen kan forudsige hvad dagen i morgen bringer. Ydermere har vi ikke insiderviden – havde vi det, og havde vi været revisorer eller rådgivere for koncernen, ville budgetudarbejdelsen have været væsentligt mere kompliceret og dybdegående, da der fx er forskel på stigning i faste og variable omkostninger, lønninger etc.

Værdien pr. 31.12.12

På baggrund af budgettet og de forventede frie cash flows, beregnes nu værdien pr. 31.12.12.

Til dette har vi på baggrund af egen viden og ekstern viden opsat de forudsætninger, som vi mener, er/kunne være gældende for Novo Nordisk.

- Betaværdi 0,6
- Risikopræmie 6 %
- Lånerente 5 %
- Risikofri rente 3 %
- Egenkapitalandel 62 % ⁷⁷
- Fremmedkapitalandel 38 % ⁷⁸
- Antal aktier 548.338.000 ⁷⁹
- Afkastkrav 6,5 %
- WACC beregnet til 5,9 %

Risikopræmien har vi fastsat til 6 %, fordi vi mener det er denne procent, som investorerne kræver og forventer mere, end hvis de investerede i risikofrie obligationer eller lignende. Grunden hertil er, at markedet generelt har fået mindre tiltro til aktiemarkedet end tidligere. Det er dog ved at vende igen.

Betaværdien har vi fastsat til 0,6, fordi vi anser selskabets risiko driftsmæssigt for at være rimelig lav, ligesom den finansielle risiko, hvorfor betaværdien vil ligge omkring 0,6.

Vi har under masteranalysens punkt U kigget nærmere herpå, da der er risici forbundet med koncernen og dermed var det vigtigt at identificere hvilke, for at kunne beregne værdien af Novo Nordisk den 31.12.12.

Lånerenten har vi fastsat til 5 %, da det kan være mange forskellige slags lån, som koncernen har foretaget. De kan derfor både have fastforrentede lån på 4-5 %, kassekreditter på 10-15 %, men også flexlån på 1-2 %.

Den risikofri rente har vi fastsat på baggrund af historiske og nuværende statsobligationer.

⁷⁷ Beregnet ud fra årsrapporten for 2012

⁷⁸ Beregnet ud fra årsrapporten for 2012

⁷⁹ Årsrapporten for 2012, side 76

Ud fra forudsætningerne beregnes det frie cash flow for de enkelte år, hvor nutidsværdien beregnes på baggrund heraf.

<i>Budgetår</i>	Frit cash flow	Nutidsværdien af frit cash flow
1	22.521,0	21.263,1
2	24.761,4	22.072,7
3	27.225,8	22.914,0
4	29.936,6	23.788,2
5	32.918,4	24.696,6
Sum	137.363,2	114.734,6

Ud fra dette, beregnes terminalværdien af 5. budgetår, som også føres tilbage, for dermed at få kapitalværdien heraf.

Terminalværdi	
Ordinært resultat efter skat i år 5/WACC:	540.230
Kapitalværdi	405.301

Værdien af Novo Nordisk uden gæld, vil dermed blive ca. 531.588.573 DKK da dette er Novo Nordisks beholdning af værdipapirer og likvider lagt sammen med nutidsværdien af det summerede frie cash flow og kapitalværdien.

Inklusive gælden på 25.037.000.000 pr. 31.12.12 vil værdien være 506.551.573.000 DKK for Novo Nordisk, som fordelt på 548.338.000 aktier, giver aktierne en værdi pr. aktie på DKK 924. den 31.12.12.

Aktiens kursværdi pr. 31.12.12 var 916,5 pr. aktie⁸⁰ og grunden til at der kommer en afvigelse, i forhold til vores udregnede aktiepris, er små afvigelser på de forskellige value drivers.

Den bogførte egenkapital pr. 31.12.20 var 41 mia. DKK, men den beregnede markedsværdi, dvs. værdien af alle aktierne tilsammen var 503 mia. DKK ifølge kursen på aktiemarkedet pr. 31.12.12 og ifølge vores beregning 507 mia. kr. Dette vidner om, at Novo Nordisk i investorernes øjne er langt mere værd end blot de værdier, som selskabet har regnskabsmæssigt, hvilket stemmer godt overens med, at koncernen lever af deres medarbejdere – deres viden og faglige kunnen, hvilket selvsagt ikke er muligt at give en værdi i regnskabet. Denne forskel kaldes også MVA – Market

⁸⁰ http://borsen.dk/kurser/virksomhedsside/novo_nordisk_b.html den 21.04.13.

Value Added⁸¹, idet denne værdi er forskellen på det regnskabet viser er koncernens værdi og det markedet mener, er koncernens værdi.

Netop derfor er en værdiansættelse, hvor der ses på de uskrevne værdier særdeles vigtig, når der skal sælges, fusioneres eller andet. Værdien af egenkapitalen er en ting, hvor markedsværdien er en helt anden ting. Såfremt Novo Nordisk blev solgt pr. 31.12.12 ville der derfor blive en kæmpe goodwill for det selskab, som købte, da der er så stor forskel på egenkapitalens værdi pr. 31.12.12 og på markedsværdien pr. 31.12.12.

⁸¹ Per Vestergaard Andersen – Køb og salg af koncerner og aktier, værdiansættelser, værdiskabelse og værdioptimering – Jurist- og økonomforbundets Forlag – 1. udgave, 1. oplag 2013 – ISBN 978-87-574-3047-9, side 47, punkt 15

Scenarieanalyse

Værdiansættelse sker altid ud for en række forventninger til fremtiden, som er baseret på den interne og eksterne viden som man har om såvel de miljømæssige, sociale og finansielle forhold, som er gældende for virksomheden.

Ligesom vi skriver i afsnittet Risiko, lever Novo Nordisk i et meget risikofyldt miljø, med mange muligheder, hvorfor vi har tænkt os at opstille en række scenarier for at vise, hvordan netop disse scenarier vil kunne påvirke markedsværdien og ikke mindst for at påvise, hvor markant en sådan virksomhed påvirkes, ved selv de, for nogle, mindste ændringer.

Scenarie 1 – selskabsskat

Der har i april 2013 været nogen diskussion i medierne vedrørende en sænkning af selskabsskatten, hvorfor vores første scenarie vil være, at vi i vores forudsætninger fremover forventninger en effektiv skattesats på 19 %, mod 24 % før, hvis selskabsskatten blev sænket fra 25 % til 20 % i Danmark.

Det modsatte er selvfølgelig også en risiko, men er udelukkende vist for at give et indtryk i, hvor markant en sådan ændring kan blive, i forhold til udgangspunktet.

Herved modellen se ud som følger:

Værdi pr. 31.12.2012 (De 3 øverste tal er i mio. DKK)	29 % effektiv skatteprocent	Udgangspunkt 24 % effektiv skatteprocent	19 % effektiv skatteprocent
Terminalværdi	502.313	540.230	578.147
Kapitalværdi	376.854	405.301	433.748
Kapitalværdi af egenkapital	470.293	506.552	542.811
Værdi pr. aktie (DKK)	858	924	990

Hvis regeringen får dette igennem, vil dette koste Novo Nordisk særdeles dyrt – 36 mia. DKK i kapitalværdien af egenkapitalen.

Scenarie 2 – vækst

Novo Nordisk er som tidligere beskrevet afhængige af mange forskellige faktorer, som skal sikre dem deres vækst. De skal hele tiden sikre sig, at de lever op til diverse forskellige love, standarder og forskellige direktiver, have god omtale i medierne, have dygtige medarbejdere og ikke mindst få produkter godkendt, som kan sikre dem fremtidig omsætning.

Koncernen er derfor særdeles sårbar, da mange value drivers hele tiden skal forenes og fungere internt i koncernen, samtidig med at de eksterne faktorer også skal være med dem.

Det andet scenarie har vi derfor valgt skal være scenarier om enten 1 % højere eller lavere vækst, da en lavere vækst formentlig vil ramme, hvis de fx ikke får et produkt igennem, får dårlig omtale i medierne, eller hvis der fx kommer et perioderegnskab, som ikke lever op til budgettet eller investorernes forventninger.

Hvorimod et nyt produkt, en ny afdeling eller lignende, vil kunne skabe en højere vækst.

Vi har, for at vise hvor følsom koncernen er, valgt at ændre forventningen til væksten med 1 %.

Værdi pr. 31.12.2012 (De 3 øverste tal er i mio. DKK)	9 % vækst	Udgangspunkt 10 % vækst	11 % vækst
Terminalværdi	516.117	540.230	565.237
Kapitalværdi	387.210	405.301	424.062
Kapitalværdi af egenkapital	485.608	506.552	528.237
Værdi pr. aktie (DKK)	886	924	963

Tabellen viser at blot ved en lille ændring i forventningerne til væksten, ændres kapitalværdien af egenkapitalen med over 21 mia. DKK.

1 % lyder ikke af meget, men dette vidner i den grad om en særdeles følsom koncern, som ved blot en minimal ændring, kan ændre markant værdi.

Scenarie 3 – overskudsgrad

Koncernens størrelse er vigtig i mere end en forstand. Grundet deres størrelse og deres massive vareforbrug, har de mulighed for at lave betydelige aftaler med deres leverandører og diverse samarbejdspartnere.

Disse aftaler har stor betydning for firmaet, da større rabatter giver Novo Nordisk et større dækningsbidrag på deres produkter og summeret giver dette et bedre resultat på bundlinjen.

De er hele tiden afhængige af deres leverandører, hvilke priser de kan levere til, men også hvilken kvalitet, som der ikke går på kompromis med, jf. tidligere i rapporten.

Derfor er de formentlig hele tiden opmærksomme herpå, hvilket der også er særdeles god grund til.

På baggrund af dette, har vi valgt at vise, hvad ændringerne i koncernens omkostninger betyder for koncernen, ved at lave scenarier, som viser overskudsgraden, hvor den er 1 % højere eller lavere end udgangspunktet.

Værdi pr. 31.12.2012 (De 3 øverste tal er i mio. DKK)	Overskudsgrad 33 %	Udgangspunkt Overskudsgrad 34 %	Overskudsgrad 35 %
Terminalværdi	516.394	540.230	556.119
Kapitalværdi	393.380	405.301	417.222
Kapitalværdi af egenkapital	491.357	506.552	521.746
Værdi pr. aktie (DKK)	896	924	952

Overskudsgraden viser hvor meget overskud der skabes i forhold til omsætningen.

Såfremt overskudsgraden ændres pga. ændrede aftaler med leverandører og/eller samarbejdspartnere, og overskudsgraden ændres fra 34 % til 35 %, eller 33 %, ændres kapitalværdien af egenkapitalen 15 mia. DKK.

Scenarie 4 – investeringer

Investeringer for koncernen er et must. Omsætningen stiger pga. stigende efterspørgsel, markedet bliver gradvist større og større, såvel hvad angår markedsandele og demografisk. Derfor vil der være brug for nye bygninger, som skal indrettes med nye driftsmidler, produktionsanlæg og inventar m.m. og generelt vil der hele tiden være udskiftning af aktiver.

Aktiverne er grundlaget for de forskellige afdelinger, deres eksistens og funktionalitet.

Investeringerne har også indvirkning på egenkapitalen og koncernens værdi.

Ligesom i de andre scenarier, har vi valgt at ændre med 1 % i forhold til vores primære værdiansættelse.

Værdi pr. 31.12.2012 (De 3 øverste tal er i mio. DKK)	9 % investering	Udgangspunkt 10 % investering	11 % investering
Terminalværdi	540.230	540.230	540.231
Kapitalværdi	405.301	405.301	405.301
Kapitalværdi af egenkapital	507.330	506.552	505.784
Værdi pr. aktie (DKK)	925	924	922

Ved større eller mindre grad af investering, ændres værdien af egenkapitalen med ca. 800 mio. DKK.

Følgelig ses det, at en ændring i procenten af, hvad der investeres, ikke har en betydelig virkning på egenkapitalen, set i forhold til følsomheden ved vækstændring eller ændring af overskudsgraden.

Scenarie 5 – lånerente

Lånerenten er en ekstern faktor, som koncernen ikke umiddelbart kan ændre en masse på. Kreditinstitutterne vil kunne give renter indenfor et vist spænd, som fastsættes på baggrund af CIBOR-renten, men renten herudover, kan de selvfølgelig forhandle med banken om.⁸²

Renten har meget at sige, når der er fremmedkapital i form af lån hos kreditinstitutter m.m.

Renten er følsom overfor verdensmarkedets forventninger til økonomierne og reguleres for at styre vækst, eller mangel på samme.

Vi har derfor valgt at beregne, hvad en ændret lånerente vil medføre for Novo Nordisk.

Det er selvfølgelig ikke alle lån, som har samme lånerente, men dette er selvfølgelig intern viden.

Værdi pr. 31.12.2012 (De 3 øverste tal er i mio. DKK)	Lånerente 4 %	Udgangspunkt Lånerente 5 %	Lånerente 6 %
Terminalværdi	577.450	540.230	507.518
Kapitalværdi	441.108	405.301	373.979
Kapitalværdi af egenkapital	543.639	506.552	473.970
Værdi pr. aktie (DKK)	991	924	864

Såfremt lånerenten ændres med en procent, ændres egenkapitalen med 37 mia. DKK. Koncernen er derfor særdeles følsom overfor ændringer heri. Såfremt andelen af fremmedkapital samtidig blev højere, bliver effekten blot endnu større.

⁸² <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2012/09/27/130335.htm>, den 25. april 2013.

Scenarie 6 – egenkapitalandel

Som i scenarie 5, er det passivside af regnskabet, som vi kigger på.

Egenkapitalandelen ændres hver eneste dag, når gæld, likvider, osv. ændres hver dag.

Værdi pr. 31.12.2012 (De 3 øverste tal er i mio. DKK)	Egenkapitalandel 63 %	Udgangspunkt Egenkapitalandel 62 %	Egenkapitalandel 61 %
Terminalværdi	538.707	540.230	541.409
Kapitalværdi	403.840	405.301	406.432
Kapitalværdi af egenkapital	505.034	506.552	507.726
Værdi pr. aktie (DKK)	921	924	926

En ændring af egenkapitalandelen medfører en ændring af værdien på ca. 1 mia. DKK. Derfor er det vigtigt, at der er en passende balance mellem fremmed- og egenkapitalandel. Mindre egenkapitalandel giver større værdi af egenkapitalen, da egenkapitalomkostningen er større end lånerenten.

Scenarie 7 – risikopræmie

Risikopræmien er det merafkast som investorer opnår, ved at løbe en større risiko ved at investere på aktiemarkedet, i stedet for at investere i statsobligationer, som stort set ingen risiko har.⁸³

Risikopræmien ændres når forventningerne og (u)sikkerheden til aktiemarkedet ændres. Når der er større usikkerhed, ændrer dette også risikopræmien, som dermed falder.

Værdi pr. 31.12.2012 (De 3 øverste tal er i mio. DKK)	Risikopræmie 7 %	Udgangspunkt Risikopræmie 6 %	Risikopræmie 5 %
Terminalværdi	509.334	540.230	575.117
Kapitalværdi	375.714	405.301	438.858
Kapitalværdi af egenkapital	475.778	506.552	541.314
Værdi pr. aktie (DKK)	868	924	987

Ved en ændring af risikopræmien, højnes egenkapitalens kapitalværdi med ca. 35 mia. DKK. hvis risikopræmien falder med 1 % og mindskes med 31 mia. DKK. hvis risikopræmien stiger.

Risikopræmien kan koncernen ikke umiddelbart gøre en masse ved selv, men dette vidner om, at denne også har en effekt på koncernen, fordi den fortæller, hvor meget risiko investorerne tør tage og dermed, hvor meget investorerne investerer i aktier, fremfor risikofrie værdipapirer m.m.

⁸³ <https://www-2.danskebank.dk/Link/riskpremium14072003>, den 25. april 2013

Delkonklusion - Værdiansættelse

Værdiansættelsen laves ved hjælp af Discounted Cash Flow modellen, hvor værdiansættelsen sker på baggrund af forventninger til fremtidens cash flow og det historiske cash flow.

Værdiansættelsen er altid behæftet med usikkerhed, da fremtiden er svær at spå om. Teknologi og viden er vigtig for Novo Nordisk, og ændres situationen pludselig for koncernen mht. dette, kan deres værdi ændres markant på rekord hurtig tid. Dog er vi nødt til at lave værdiansættelsen på baggrund af vores viden pr. 31. december 2012.

De historiske tal danner grundlag for vores udarbejdede 5 årige budget, hvor vi har forudsætninger som er dannet på baggrund af historikken og forventninger.

Budgettet bruges til at bestemme cash flow for fremtiden og sammen med viden om renter, risikopræmie, kapitalstruktur, osv. beregnes værdien pr. 31. december 2012.

Værdien er ud fra vores beregninger en kapitalværdi af egenkapital på ca. 507 mia. DKK. og en stykpris pr. aktie på DKK 924. Den offentlige værdi på aktiemarkedet var 916 DKK.

Den bogførte egenkapital pr. 31.12.12 var 41 mia. DKK, hvilket vidner om at markedet har en kæmpe tiltro og respekt for koncernens hidtidige resultater, specielt i form af deres højtuddannede og innovative medarbejdere og ikke mindst, at der forventes store fremtidige resultater.

Scenarieanalysen har givet et indblik i, hvor utrolig følsom koncernen er, overfor selv de mindste procentuelle ændringer i vækst, fordeling af omkostninger og indtægter, rente, skat, investeringer, andelen af egenkapital og markedets risikopræmie.

De mest følsomme ændringer viste sig at være ændring i forventningen til væksten og en ændring af lånerenten og ikke mindst markedets risikopræmie. Disse ændrede egenkapitalens kapitalværdi med minimum 30 mia. DKK. og vidner om, at det globale markeds forventninger til økonomien Worldwide og ikke mindst til Novo Nordisks fremtidige produkter kan ændre alt.

Konklusion

Opgavens formål har været at beregne værdien af Novo Nordisk pr. 31. december 2012. For at kunne beregne denne, har vi udført en række forskellige analyser, herunder en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse.

Koncernen forsker og udvikler medicin og andre former for behandling imod specielt diabetes og har rødder helt tilbage i år 1923. Fedme og usund livsstil Worldwide, medfører blot et endnu større behov for netop deres produkter – i 2012 havde mere end 371 mia. mennesker diabetes verden over, hvorfor der er et stort potentiale i denne koncern. Deres kernekompetencer er som følger:

1. Design, reformulering, udvikling og dosering af terapeutiske proteiner(proteinbaserede lægemidler)
2. Indgående indsigt i sygdomme
3. Effektiv storskalaproduktion af proteiner
4. Planlægning og gennemførelse af globale produktlanceringer
5. Etablering og fastholdelse af en førende position på udviklingsmarkeder.

Koncernen har 5 produktionsanlæg på 4 kontinenter i verden, som producerer til de 180 forskellige lande, som Novo Nordisk sælger deres produkter til. Dette skal sikre, at produkterne kan komme ud til landene, hvor de skal sælges videre til patienterne. Tilgængelighed er vigtigt for koncernen, hvorfor de bl.a. har oprettet specielle services i de fattige lande, hvor de bl.a. har uddannet sygeplejersker og læger, så selv de fattigste i verden, kan få hjælp, hvor også prisen er sænket betydeligt i forhold til i de vestlige lande.

Novo Nordisk lever af deres medarbejdere, som er deres stærkeste og vigtigste ressource, idet det er medarbejdernes kunnen, som gør at de har den position på markedet, som de har i dag, hvorfor der er stor fokus på at gøre medarbejderne ansvarsfulde og dybt engagerede i deres arbejde.

Deres organisation er bygget op om en todelt ledelsesstruktur, hvor koncerndirektionen styrer de daglige beslutninger og bestyrelsen træffer de langsigtede beslutninger, dette sikrer at koncernens egne, aktionærernes og patienternes interesser varetages ordentligt.

De lever efter den tredobbelte bundlinje, som hjælpe til, at der er balance mellem socialt, finansielt og miljømæssigt ansvarlighed, som sidst skal sikre kundernes ve og vel.

Koncernen lever også efter et værdisæt, som kaldes Novo Nordisk Way og som går ud på følgende:

1. styrke den førende position inden for diabetes
2. ændre mulighederne for hæmofili og diverse kroniske sygdomme
3. forske og udvikle innovative biologiske lægemidler og gøre midlerne tilgængelige
4. sikre vækst og levere konkurrencedygtige og økonomiske resultater, som så sikrer patienterne et bedre liv, højere afkast til aktionærer og bidrag til fællesskaber
5. kvalitet og forretningsetik gås der ikke på kompromis med
6. forretningsfilosofien skal sikre balance mellem økonomiske, sociale og miljømæssige hensyn
7. de er åbne, ærlige, ambitiøse, ansvarlige og behandler alle med respekt
8. medarbejdere har mulighed for at udnytte deres potentiale.

Punkt 5 er særdeles vigtig for koncernen, hvorfor der bl.a. foretages auditeringer af deres leverandører, for både at holde omkostningerne nede, så de kan sikre aktionærernes penge, men samtidig kan sikre patienterne god kvalitet.

Medarbejderne uddannes hele tiden, for at sikre de udfordres og dygtiggøres, men de skoles også i etik og værdierne for Novo Nordisk Way. Koncernen sørger sågar for at sygeplejersker og læger Worldwide har mulighed for at uddanne sig indenfor diabetes.

For at sikre at kvalitet, etik, forskellige standarder, lovgivning, økonomi osv. er i orden, føres der interne kontroller med stort set alt. Dette skal garantere at processerne gennemføres korrekt og i overensstemmelse med deres værdier, i hele verden. Slutbrugerne skal opleve samme produkt, hvad enten det er i Afrika eller i Danmark.

Ovenstående value drivers er alt sammen med til at give Novo Nordisk en højere værdi, da det er værdier, som gør, at den har en forventelig flot fremtid.

De har hver dag vigtige beslutninger at tage, men det er desværre ikke alle problemer eller forhold, som de kan gøre noget ved, andet end at tilpasse sig bedst muligt. Det drejer sig bl.a. om lovgivning om patenter, godkendelse af produkterne, kopiering og lignende. Deres produkter patenteres allerede ved starten af deres forskning, hvorfor patenterne ofte udløber få år efter deres egentlige godkendelse. Dette er uhensigtsmæssigt og gør, at deres produkter forsøges kopieret, så snart patentet udløber. Dette skyldes også, at godkendelsesproceduren for medicin er meget streng – forståeligt nok, men derfor tager denne både mange år og koster koncernen meget kapital.

Konkurrencen på markedet er hård, og består af få store udbydere på et heterogent marked, hvorfor det er særdeles vigtigt, at koncernen hele tiden er innovativ og frontløber for de andre konkurrenter. Novo Nordisk har over 40 % på de forskellige markeder verden over, men misser de nogle store produkters godkendelser, er der andre store udbydere til at tage pladsen fra dem.

Regnskabsanalysen viser en stærk koncern, som har udviklet sig særdeles positivt over de seneste 5 år, hvor egenkapitalens forrentning er steget med 38 procentpoint, afkastningsgraden er steget med 30 procentpoint, overskudsgraden med 11 procentpoint og sidst er bruttomargin på 83 % i 2012. Dette vidner om, at koncernen har fået mere styr på omkostningerne, og er begyndt at tjene mere på omsætningen, og at der tjenes mere til aktionærene end tidligere. Nettoomsætningen er steget med 71 % over de sidste 5 år og resultatet før finansielle poster er steget med flotte 141 %. Egenkapitalandelen er på 62 %, hvilket vidner om en bæredygtig virksomhed.

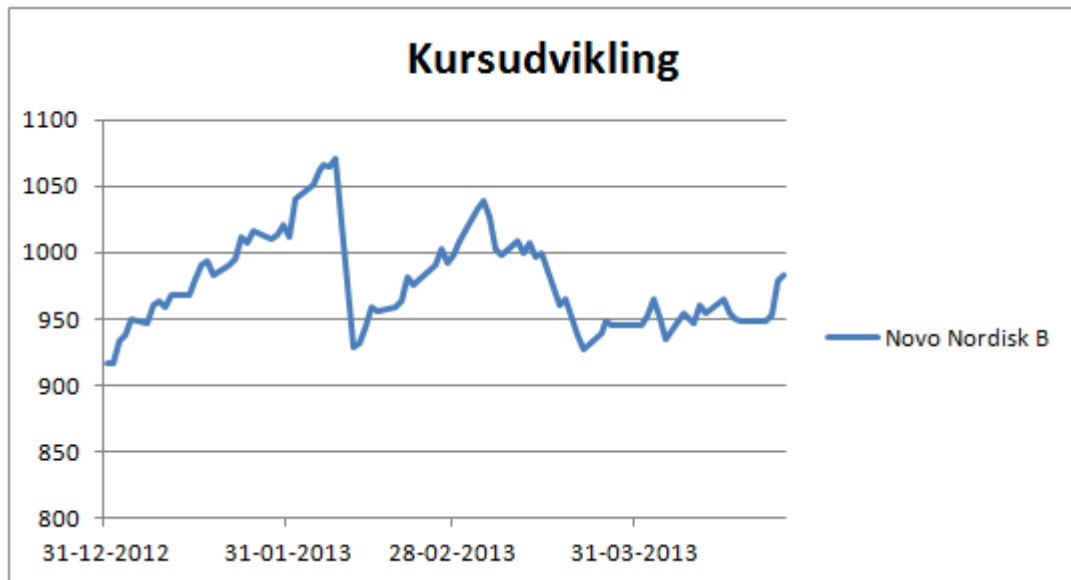
På baggrund af denne udvikling, har vi udarbejdet et budget, hvor vi regner med at koncernen de næste 5 år kan oppebære en vækst på 10 %, en overskudsgrad på 35 %, en effektiv skattesats på 24 %, en Working Capital-forbedring på 0,5 % og en investeringsgrad på 10 %. Dette giver et frit cash flow på næsten 33 mia. DKK. i år 2017.

På baggrund af dette budget beregnedes værdien af koncernen ved hjælp af Discounted Cash Flow modellen, som viste en teoretisk værdi pr. aktie på DKK 924 og en kapitalværdi af egenkapitalen på 507 mia. DKK. pr. 31. december 2012. Dette vidner om en markedsværdi, der er ca. 466 mia. DKK. højere end den bogførte værdi pr. 31. december 2012.

Værdiansættelse er dog behæftet med en hvis følsomhed, hvor en ændring på 1 % i forventningen til vækst af lånerenten eller af risikopræmien, ændrede egenkapitalens kapitalværdi med over 30 mia. DKK., hvorfor en værdiansættelse af en virksomhed, kræver utroligt meget viden om alle interne og eksterne faktorer, som virksomheden kendetegnes ved og påvirkes af, samt hvilken historik, og hvilken fremtid virksomheden forventes at få.

Diskussion og perspektivering

For at belyse den efterfølgende udvikling samt diskutere den reelle værdi af Novo Nordisk, tages der udgangspunkt i grafen⁸⁴ nedenfor, som viser kursudviklingen på Novo Nordisks B-aktier fra 31.12.12 til 25.04.13.



Der ses samlet set en stigning i udviklingen på aktien, som er steget fra kurs 917 til kurs 983 svarende til en stigning på cirka 7 %. Der ses dog samtidig i perioden store udsving, herunder specielt et kæmpe dyk i kursen den 11. februar 2013, svarende til et fald på 16,3 %. Dette skyldes, at de amerikanske sundhedsmyndigheder (FDA) har valgt ikke at godkende flere nyudviklede præparater til behandling af diabetes⁸⁵. FDA har i stedet krævet flere undersøgelser og forsøg, før der kan blive tale om en godkendelse til det amerikanske marked. Dette sker på trods af, at produkterne allerede er godkendt og introduceret på både det europæiske og japanske marked. Man ser dog, at koncernen igen har formået at stabilisere kursen fra marts og frem efter, hvilket er et positivt tegn.

En situation som denne har store konsekvenser for Novo Nordisk på sigt, da yderligere undersøgelser og forsøg kan risikere at tage helt op til 5 år, hvilket vil betyde, at konkurrenterne

⁸⁴ Egen tilvirkning med tal fra <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/novo-nordisk-b/205365/historik>, den 27.04.13

⁸⁵ Oplysninger herom findes på <http://www.business.dk/medico/kaempekursfald-for-novo-nordisk>, den 27.04.13

nu har mulighed for at få et kæmpe forspring på dette kæmpe marked, som tidligere nævnt i rapporten er et marked med kæmpe vækstopotentiale.

Det viser samtidig hvor sårbar koncernen er overfor eksterne faktorer, da en sådan beslutning fra FDA både kommer til at betyde flere forskningsomkostninger samtidig med, at det med stor sandsynlighed aldrig kommer til at indbringe den samme indtjening, da konkurrenterne når at vinde markedsandele.

Dette medfører naturligvis en grad af usikkerhed omkring værdiansættelsen af Novo Nordisk pr. 31.12.12, da koncernen befinder sig på et marked, som er meget letpåvirkeligt og sårbart overfor omverdenen. Det skal dog siges, at kursværdien på intet tidspunkt har været under værdien pr. 31.12.12, hvorfor dette niveau ud fra ovenstående fortsat kan anses for værende rimeligt og korrekt. Der vil dog altid være ting der taler for og imod denne antagelse. Værdiansættelsen er dog sket på baggrund af viden indtil 31.12.12, hvorfor vi ikke vidste at 2013 ville bringe dette med sig. Værdiansættelser er derfor altid utroligt følsomme.

En anden usikkerhed ved værdiansættelsen er, at størstedelen af koncernens aktivitet består i at forske og udvikle nye produkter. Dette giver en række yderligere usikkerheder. En af disse er komplikationer i forbindelse med forskningen og udviklingen. Dette kunne eksempelvis være, at der opstår et hidtil ukendt problem som gør, at man må stoppe forskningen af dette produkt. Et andet eksempel på usikkerheder er, at man aldrig helt ved, hvor langt konkurrenterne er i forskningen indenfor forskellige områder. Dette kan i værste fald betyde, at den forskning Novo Nordisk selv har igangsat, ikke kommer til at indbringe en indtægt i fremtiden. Et eksempel kunne være, at en konkurrent kommer med et nyt og banebrydende produkt indenfor diabetes, hvilket tager langt størstedelen af markedsandelene. En sådan situation vil få katastrofale følger for Novo Nordisk, da 78 % af omsætningen, som nævnt tidligere under afsnittet omkring Porters Five Forces, kommer herfra. Omvendt kan det selvfølgelig også have den modsatte effekt, hvis det er Novo Nordisk, der kommer først på markedet med et nyt produkt.

Der er altså en lang række faktorer, som er bygget op på prognoser, forventninger og erfaringer med tidligere produkter, hvorfor der er en høj grad af usikkerhed omkring den fremtidige indtjening, muligheder m.v., hvorfor det altid vil være en diskussion, hvorvidt en værdiansættelse er rigtig, eller mindre rigtig.

Litteraturliste

Årsrapporter

Årsrapporter for 2008-2012, som er offentligt tilgængelige

Faglitteratur

Per Vestergaard Andersen – Køb og salg af koncerner og aktier, værdiansættelser, værdiskabelse og værdioptimering – Jurist- og økonomforbundets Forlag – 1. udgave, 1. oplag 2013 – ISBN 978-87-574-3047-9

Contemporary Strategy Analysis - seventh edition - Robert M. Grant

Driftsøkonomi - 7. udgave - Peter Lynggaard

Notatet Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele – rådgivningsudvalget - december 2002 - trykt hos Nørhaven Book, Viborg i 2003 - ISBN 87-619-0498-8

Artikler

Korruption forsvinder først om mange år – Morgenavisen Jyllands-Posten side 3, erhvervssektionen – skrevet af Lone Andersen – den 31.12.12

Nu har de veluddannede også bildæk - Ritzaus Bureau - 21.06.12 - Artikel-id: e34a86a2

Databaser

Danmarks statistik

Internet

http://www.novonordisk.com/about_us/default.asp

http://novonordisk.dk/documents/article_page/document/aboutus_historie.asp

http://novonordisk.dk/documents/article_page/document/aboutus_taldata.asp

http://novonordisk.dk/documents/article_page/document/nn_way.asp

<http://www.novonordisk.com/careers/business-areas/sales-and-marketing.asp?sLangId=dk#>

http://www.novonordisk.dk/documents/promotion_page/document/2_about_us.asp

http://www.novonordisk.com/about_us/corporate_governance/internal_control.asp, den 7. april 2013

http://www.novonordisk.com/careers/graduate/your-opportunities_uk.asp, den 8. april 2013

http://www.novonordisk.dk/documents/article_page/document/aboutus_voresvision.asp, den 7. april 2013

http://www.idf.org/sites/default/files/5E_IDFAtlasPoster_2012_EN.pdf

<http://min.medicin.dk/Indledningsafsnit/Afsnit/3750>

<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2012/09/27/130335.htm>

<https://www-2.danskebank.dk/Link/riskpremium14072003>

<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/novo-nordisk-b/205365/historik>

<http://www.business.dk/medico/kaempekursfald-for-novo-nordisk>

<http://videnskab.dk/miljo-naturvidenskab/sadan-laver-man-ny-medicin>

<http://toolbox.systime.dk/index.php?id=496>

http://borsen.dk/kurser/virksomhedsside/novo_nordisk_b.html