

Apoteksmarknadens lönsamhet

– Internationella och nationella jämförelser med noterade apoteksföretag och annan detaljhandel

Citera gärna Tandvårds- och läkemedelsförmånsverkets rapporter, men glöm inte att uppge källa: Rapportens namn, år och Tandvårds- och läkemedelsförmånsverket.

Tandvårds- och läkemedelsförmånsverket, november, 2014
Författare: Caroline Mårder och Svante Rasmuson
Diarienummer: 03246/2014

Postadress: Box 22520, 104 22 Stockholm
Besöksadress: Fleminggatan 7, 4 trappor, Stockholm
Telefon: 08 568 420 50
www.tlv.se

Förord

I Tandvårds- och läkemedelsförmånsverkets (TLV) uppdrag ingår att fastställa apotekens handelsmarginal genom en sammanvägd bedömning som bland annat inkluderar apotekens lönsamhet.

TLV genomför en översyn av handelsmarginalen och hittills har två delrapporter redovisats. Sammantaget har rapporterna kartlagt apotekens resultatnivåer före och efter omregleringen. Den här rapporten följer upp de tidigare delrapporterna och gör jämförelser av lönsamheten mellan den svenska apoteksmarknaden och några internationella apoteksaktörer respektive svensk och nordisk detaljhandel.

Nästa steg inom översynen är att beskriva det offentliga behov och analysera hur väl apoteksaktörerna lever upp till de krav och förväntningar som finns på marknaden. Ambitionen är att slutföra översynen i början av 2015, även om en del områden kan fortsätta att analyseras efter det.

Stockholm 19 november 2014

Sofia Wallström
Generaldirektör

Innehåll

Förord	3
Sammanfattning.....	6
Termer och begrepp	8
1 Inledning.....	10
1.1 Inledning.....	10
1.2 Bakgrund.....	10
1.2.1 Handelsmarginalen höjdes i samband med omregleringen ..	10
1.2.2 Pågående översyn av handelsmarginalen	11
1.2.3 Begränsningar i de tidigare delrapporterna	12
1.3 Jämförelser av lönsamhet med apoteksföretag i andra jämförbara länder.....	13
1.3.1 Jämförbara länder	13
1.3.2 Jämförbara verksamheter	13
1.3.3 Utvidga jämförelserna med annan detaljhandel	14
1.4 Syftet med rapporten.....	14
1.5 Avgränsningar	15
2 Att jämföra lönsamhet mellan olika detaljhandelssegment.....	16
3 Metod och data	20
3.1 Apoteksföretag i andra jämförbara länder	20
3.1.1 Beskrivning av urvalsprocessen.....	20
3.1.2 Begränsad jämförbarhet.....	21
3.2 Svensk och nordisk detaljhandel.....	22
3.2.1 Branschnyckeltal för svensk detaljhandel	22
3.2.2 Noterade konsumentföretag i Norden	23
3.2.3 Jämförelser mellan apoteksmarknaden och annan detaljhandel.....	25
4 Noterade apoteksföretag i andra länder	26
4.1 Sammanställning av de noterade apoteksföretagen	26
4.1.1 Amerikanska företag svarar för 93 procent av den samlade omsättningen.....	26
4.1.2 Det totala urvalets rörelsemarginal påverkas av den amerikanska dominansen	27
4.1.3 Några jämförelser mellan den svenska apoteksmarknaden och de tre europeiska apoteksföretagen	28
4.1.4 Tre företag redovisar inget annat segment vid sidan av apotekssegmentet.....	29
4.2 Sammantagen bedömning av jämförelser med noterade apoteksföretag i andra länder	30

5 Jämförelser med annan svensk och nordisk detaljhandel	31
5.1 Jämförelse av rörelsemarginaler	31
5.1.1 Apoteket AB:s rörelsemarginal åren innan omregleringen	32
5.2 Omsättningstillväxten är i linje med annan detaljhandel sedan omregleringen.....	33
5.3 Rörelsemarginal och kapitalbindning	33
5.3.1 Lageromsättningshastigheten har sjunkit på apoteksmarknaden.....	35
5.3.2 Vissa bedömningar av skillnader i risk	35
5.4 Sammantagen bedömning av jämförelser med annan detaljhandel	36
6 Det fortsatta arbetet.....	38
Referenser	39
Bilaga 1 Omregleringen av apoteksmarknaden	42
Bilaga 2 Lönsamhet och risk	43
Risk påverkar lönsamhet	43
För noterade företag kan risk uppskattas utifrån historiska aktiekurser.....	43
Vad påverkar risken hos ett företag?	43
Riskkategoriseringar av apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen	45
Bilaga 3 Reuters Retail Drug Companies	48
Bilaga 4 Affärsvärlden: Noterade konsumentvaru- och konsumenttjänstföretag	51

Sammanfattning

I samband med omregleringen av apoteksmarknaden konstaterade regeringen att en lönsamhetsbedömning av den svenska apoteksmarknaden behöver göras i relation till noterade apoteksföretag i andra jämförbara länder (prop. 2008/09:145). TLV genomför en översyn av apotekens handelsmarginal och detta är den tredje delrapporten inom översynen. Den innehåller jämförelser med noterade apoteksföretag utanför Sverige och annan svensk och nordisk detaljhandel.

TLV:s kartläggning visar att urvalet av utländska apoteksbolag i andra jämförbara länder är högst begränsat och dominansen av amerikanska företag är stor. De största amerikanska företagen har generellt högre marginaler än övriga aktörer.

Det är av flera anledningar svårt att dra några säkra slutsatser om hur Sverige står sig internationellt. Jämförelserna försvåras av en brist på tydlig särredovisning mellan olika affärssegment inom de olika utländska företagen och i viss mån även av betydande storleksvariationer mellan företagen. Endast tre företag (ett i USA och två i Brasilien) redovisar inget ytterligare segment vid sidan av deras apoteksverksamhet, vilket kan göra dem mer jämförbara med det som TLV tidigare redovisat om den svenska apoteksmarknaden. Dessa tre företag har överlag lägre marginaler än övriga företag i det internationella urvalet. De svenska apoteksföretagen har något högre marginaler än dessa tre företag, men lägre än det totala urvalet.

Apotekens lönsamhet utgör en del i den samlade bedömningen av handelsmarginalen. Eftersom det inte går att dra några säkra slutsatser om lönsamheten i relation till noterade apoteksföretag i andra länder, behöver jämförelserna breddas. TLV har därför valt att utvidga analysen med annan detaljhandel som i rapporten består av svensk detaljhandel och noterade nordiska konsumentföretag. Givet den information som i nuläget finns tillgänglig samt de uppskattningar som görs i rapporten, är den samlade bedömningen att apotekens lönsamhet inte väsentligen avviker från annan svensk eller nordisk detaljhandel.

Apoteksmarknaden har haft något högre rörelsemarginaler än svensk detaljhandel, men samtidigt lägre än urvalet av noterade konsumentföretag. Skillnaden har varit som störst mot de noterade konsumentföretagen, men eftersom dessa har uppvisat en kraftig trend nedåt sedan 2008 var marginalerna på ungefär samma nivåer 2013.

Förutsättningarna skiljer sig åt mellan olika segment av den svenska detaljhandeln och även mellan apoteksmarknaden och annan detaljhandel som helhet. Genom att jämföra balansräkningarna skapas dock

förutsättningar för att jämföra lönsamheten mellan olika företag, men framför allt för att göra jämförelser mellan olika branscher. En samlad balansräkning har dock inte varit möjlig att sammanställa för hela apoteksmarknaden, vilket i viss mån har begränsat analyserna.

Med utgångspunkt från de publika balansräkningsuppgifter som finns tillgängliga, vilket motsvarar cirka halva den svenska apoteksmarknaden omsättningsmässigt, har vissa förenklade jämförelser gjorts. Jämförelserna visar att nivån på apoteksmarknadens rörelsemarginaler i relation till annan detaljhandel är rimlig givet hur mycket kapital som binds i verksamheterna.

I den andra delrapporten angavs ett antal faktorer som förklarar varför den prognostiserade marginalförbättringen på den svenska apoteksmarknaden inte infriats, däribland att marknadstillväxten blivit betydligt lägre än förväntat. Apoteksmarknadens omsättningstillväxt har blivit lägre än förväntningarna inför omregleringen, men tillväxten har inte avvikit nämnvärt från annan detaljhandel.

Nästa steg i det pågående arbetet inom översynen är att beskriva det offentliga behov och utifrån det analysera hur väl apoteksaktörerna lever upp till de krav och förväntningar som gäller för den omreglerade marknaden. Apoteksmarknaden kommer därefter att bedömas ur ett helhetsperspektiv, där lönsamheten utgör en komponent. Branschens lönsamhet och framtidsutsikter ligger till grund för apoteksaktörernas affärsbeslut, vilket styr tillgängligheten till apotek och läkemedel samt apoteksservice i övrigt. Ju bättre underlag som TLV har tillgång till desto mer kvalificerade bedömningar av lönsamheten kan göras. Ambitionen är att avsluta pågående översyn i början av 2015.

Termer och begrepp

Apotekens handelsmarginal – den ersättning apoteken får när de säljer receptbelagda läkemedel som ingår i högkostnadsskyddet. Den utgörs av skillnaden mellan apotekens inköps- och försäljningspris.

Avkastning på totalt kapital – ett mått på lönsamhet (räntabilitet). Summan av rörelseresultat och finansiella intäkter i resultaträkningen dividerat med totala tillgångar i balansräkningen.

Balansomslutning – det sammantagna värdet av de totala tillgångarna i balansräkningen.

Balansräkning – En sammanställning som visar värdet av ett företags tillgångar och hur de har finansierats.

Betavärde – ett mått på risken hos en noterad aktie. Visar hur mycket aktiens värde i genomsnitt förändras när ett index bestående av flera aktier förändras.

Bruttomarginal - Bruttoresultat i procent av total försäljning.

Bruttoresultat - Total försäljning med avdrag för kostnader för de produkter och tjänster som försålts, även kallat "kostnad sålda varor".

Finansiell hävstång – beror på fördelningen mellan eget och lånat kapital i balansräkningen. Ju mer lån desto större finansiell hävstång.

Generiskt läkemedel – läkemedel som kan tillverkas och säljas när patentet för originalläkemedlet har löpt ut. Det innehåller samma aktiva substans i samma mängd som originalet, det ger samma effekt och har ofta lägre pris.

Goodwill – en långsiktig immateriell tillgång i balansräkningen som kan uppstå i samband med företagsförvärv och utgörs av skillnaden mellan det betalda värdet och förvärvade företags nettovärde (eget kapital eller tillgångar minus skulder).

Kapitalomsättning – mäter hur mycket kapital som binds i balansräkningen i förhållande till omsättningen i resultaträkningen. Omsättning dividerat med totala tillgångar i balansräkningen.

Lageromsättningshastighet – mäter hur snabbt lagret omsätts i verksamheten. I rapporten definieras den som omsättningen i resultaträkningen dividerat med lagervärdet i balansräkningen.

Läkemedelsförmån – ett läkemedel som ingår i läkemedelsförmånerna är subventionerat och ingår i högkostnadsskyddet.

Lönsamhet – avkastning eller räntabilitet på ett visst kapital i balansräkningen. Se exempel på "Avkastning på totalt kapital".

Noterat företag – företag vars aktier eller andra värdepapper är noterade på en auktoriserad marknadsplats och där det sker en kontrollerad värdepappershandel.

Operationell hävstång – beror på fördelningen mellan fasta och rörliga kostnader. Ju högre andel fasta kostnader desto större operationell hävstång.

Originalläkemedel – det ursprungliga läkemedel som ett företag har forskat fram som de får patent på.

Rörelseresultat - Total försäljning med avdrag för kostnader för sålda varor och övriga rörelsekostnader, såsom personal, lokaler, marknadsföring och avskrivningar.

Rörelsemarginal- Rörelseresultat i procent av total försäljning.

Subvention – den del av kostnaden för ett läkemedel eller en tandvårdsbehandling som staten står för. Gäller de läkemedel och tandvårdsbehandlingar som ingår i antingen högkostnadsskyddet för läkemedel eller högkostnadsskyddet för tandvård.

Totala tillgångar – företagets samlade förmögenhet. Tillgångarna i balansräkningen delas in i anläggningstillgångar (bestående tillgångar till exempel fastigheter och maskinutrustning) och omsättningstillgångar (lättrörliga, till exempel lager och likvida medel).

Utbytbara läkemedel – läkemedel som innehåller samma aktiva substans i samma mängd och som är utbytbara mot varandra.

1 Inledning

1.1 Inledning

TLV är en av flera myndigheter som reglerar och tillsynar apoteksmarknaden. I TLV:s uppdrag ingår att besluta om apotekens handelsmarginal och reglerna kring det generiska utbytet samt att kontrollera genom tillsyn att apoteken följer reglerna.

Den reglerade handelsmarginalen är en del av apotekens totala intjäning och utgör skillnaden mellan fastställt inköps- och försäljningspris för läkemedel och andra varor inom läkemedelsförmånerna. Enligt regeringens angivelser inför omregleringen (prop. 2008/09:145) ska ersättningens storlek fastställas utifrån en samlad bedömning av lönsamheten på hela apoteksmarknaden, ställd i relation till det offentligas behov av tillgänglighet, service och kvalitet samt hur väl apoteken lever upp till målen för den omreglerade marknaden.

Enligt propositionen bör lönsamheten på den svenska apoteksmarknaden inte vara väsensskild från den som noterade apoteksföretag redovisar i andra jämförbara länder, vilket TLV ska beakta vid fastställandet av handelsmarginalens storlek och konstruktion.

Enligt TLV påverkar handelsmarginalen branschen på flera sätt. Över tid är det dock branschens lönsamhet och framtidsutsikter som ligger till grund för apoteksaktörernas affärsbeslut, vilket styr tillgängligheten till apotek och läkemedel samt apoteksservice i övrigt.

1.2 Bakgrund

1.2.1 Handelsmarginalen höjdes i samband med omregleringen Apoteksmarknaden öppnades för nya aktörer när Apoteket AB:s ensamrätt på detaljhandel med läkemedel löstes upp, ett förberedelsearbete som startade 2008 och med en ny lagstiftning från och med 2009. En sammanfattning av apoteksmarknadens omreglering finns i bilaga 1.

I samband med omregleringen höjdes handelsmarginalen i syfte att skapa förutsättningar för att nå målen med reformen. Højningen uppgick till 460 miljoner kronor (helårseffekt) och finansierades i sin helhet genom en sänkning av priserna på vissa läkemedel. Utöver detta fick apoteksaktörerna även en ny lagstadgad rätt att förhandla inköpspriser på originalläkemedel och parallellimporterade läkemedel utan generisk konkurrens. Förhandlingsrätten bedömdes då kunna addera 50-100 miljoner kronor per år till apoteksbranschens samlade intjäning, men har senare visat sig bli

betydligt större. Intjäningen är dock känslig för ett antal faktorer, såsom valutakursvariationer, patentutgångar och prisjusteringar.

1.2.2 Pågående översyn av handelsmarginalen

Den pågående översynen av handelsmarginalen har hittills redovisats i två delrapporter, *Apoteksmarknadens bruttoresultat 2012* (mars 2014) och *Apoteksmarknadens lönsamhet* (juni 2014) och har varit delar i processen att bedöma branschens lönsamhetsutveckling. Syftet har varit att beskriva resultatutvecklingen före och efter omregleringen, om än med skillnader när det gäller dataunderlag och metodik. Båda rapporterna refererar också till prognoser som gjordes inför omregleringen av apoteksmarknaden ¹.

Den andra delrapporten visade att apoteksmarknadens samlade rörelseresultat förbättrades mellan 2012 och 2013. Det totala bruttoresultatet ökade med närmare 500 miljoner kronor till strax över 9 miljarder kronor, medan rörelseresultatet ökade med cirka 270 miljoner kronor till närmare 1,1 miljarder kronor. Rörelsemarginalen förbättrades från 2,4 till 3,2 procent.

Jämfört med det statliga monopolföretaget Apoteket AB hade dock branschens totala rörelseresultat inte ökat, utan låg kvar på den nivå som var strax innan omregleringen. Mellan 2008 och 2013 hade den betydande ökningen av bruttoresultatet (+2,5 miljarder kronor) följts av en näst intill lika stor ökning av rörelsekostnaderna, vilket gjorde att den förväntade fördubblingen av rörelsemarginalen hade uteblivit.

Faktorer som förklarar kostnadsutvecklingen är bland annat en hög etableringstakt av nya apotek, omfattande IT-investeringar samt högre centrala overheadkostnader som en följd av mångfalden av aktörer. En annan viktig förklaring till varför inte rörelsemarginalen har ökat är den betydligt lägre marknadsstillväxt än vad som prognostiserades i samband med omregleringen.

Tabell 1 ger en sammanfattande resultaträkning för apoteksmarknaden för åren 2008, 2009, 2012 och 2013.

¹ OAB, *Information Memorandum*.

Tabell 1. Sammanfattande resultaträkning för apoteksmarknaden för åren 2008, 2009, 2012 och 2013, miljoner kronor

Öppenvårdsapoteken	2008	2009	2012	2013
Omsättning	31 440	32 190	33 180	33 720
jämfört med 2008		750	1 740	2 280
ändring i procent		2,4%	5,5%	7,3%
Bruttoresultat	6 550	6 890	8 556	9 048
jämfört med 2008		340	2 006	2 498
ändring i procent		5,2%	30,6%	38,1%
Rörelsekostnader inkl. avskrivningar	-5 600	-5 740	-7 745	-7 970
jämfört med 2008		-140	-2 145	-2 370
ändring i procent		2,5%	38,3%	42,3%
Rörelseresultat	950	1 150	811	1 078
jämfört med 2008		200	-139	128
ändring i procent		21,1%	-14,6%	13,5%
Bruttomarginal	20,8%	21,4%	25,8%	26,8%
Rörelsemarginal	3,0%	3,6%	2,4%	3,2%

Källa: TLV:s rapport Apoteksmarknadens lönsamhet – apotekens resultatutveckling efter omregleringen

1.2.3 Begränsningar i de tidigare delrapporterna

I de två tidigare delrapporterna har apoteksbranschens *resultatutveckling* kartlagts, vilket inte är detsamma som en kartläggning av marknadens *lönsamhet*. Begreppet *lönsamhet* innebär att man ställer ett resultatmått, exempelvis rörelseresultat, i relation till ett kapitalmått från motsvarande balansräkning. En lönsamhetsberäkning ger svar på vilken *räntabilitet* som det aktuella kapitalet i balansräkningen har uppnått. Ett företag som har en högre rörelsemarginal än ett annat, behöver inte nödvändigtvis vara mer lönsamt. Det beror också på hur mycket kapital som har använts för att skapa resultaten. Resultaten ska istället ses som *räntan* på kapitalet, vilket innebär att det företag som har den högsta kvoten (resultat dividerat med kapital) är det som är mest lönsamt.

För att beräkna vilken lönsamhet som apoteksmarknaden har haft under en tidsperiod, behövs tillgång till apoteksaktörernas balansräkningar under motsvarande år. I de tidigare delrapporterna har poängterats att flera apoteksaktörer inte särredovisar öppenvårdsapoteken från övrig verksamhet. Detta gäller för såväl resultaträkning som balansräkning. Under arbetet med den andra delrapporten kunde TLV kartlägga branschens samlade rörelseresultat genom kompletterande information från flera av de

apoteksaktörer som inte särredovisar öppenvårdsapoteken i sin ekonomiska redovisning. För att kunna göra en fullständig kartläggning av branschens samlade *lönsamhet*, skulle TLV behöva särredovisade balansräkningar från några av de större apoteksaktörerna, något som tyvärr inte har varit möjligt. Detta medför vissa begränsningar i analysen och de slutsatser som kan dras.

1.3 Jämförelser av lönsamhet med apoteksföretag i andra jämförbara länder

Enligt propositionen 2008/09:145 ska en lönsamhetsbedömning av den svenska apoteksmarknaden göras i relation till noterade apoteksföretag i andra jämförbara länder. Med *noterade* avses här företag vars aktier eller andra värdepapper är noterade på en auktoriserad marknadsplats och där det sker en kontrollerad värdepappershandel (exempelvis *Nasdaq*, före detta *Stockholmsbörsen*). Propositionen anger att lönsamheten på den svenska apoteksmarknaden inte ska vara väsensskild från vad som redovisas utanför Sverige.

1.3.1 Jämförbara länder

I propositionen nämns såväl ”... *andra länder*” som ”... *andra jämförbara länder*” beträffande landtillhörighet för de noterade apoteksföretagen. De skilda formuleringarna kan ge olika förutsättningar för kartläggningen av noterade apoteksföretag utanför Sverige. Som redovisas i kapitel 4 finns exempelvis tre företag i Europa, vilka kan vara intressanta utifrån geografisk närhet.

1.3.2 Jämförbara verksamheter

TLV:s kartläggning i de tidigare delrapporterna har så långt möjligt exkluderat verksamheter som inte hör till den butikshandel som sker via öppenvårdsapoteken, till exempel sjukhustjänster och/eller leveranser till slutenvården. I den andra delrapporten avgränsades analysen ytterligare till att inte inkludera dosapoteken, eftersom de i normalfallet inte driver butiker där kunder enkelt kan få samma service som erbjuds i ”vanliga” öppenvårdsapotek. Denna särredovisning av olika verksamheter har möjliggjorts tack vare dialoger med flertalet apoteksaktörer och andra intressenter.

Vad gäller finansiella jämförelser med apoteksföretag i andra länder bör det finnas motsvarande verksamhetsuppdelning och särredovisning. Som beskrivs i kapitel 3 (Metod och data), har TLV identifierat nio företag som redovisar omsättning och rörelseresultat för ett apotekssegment. Tre företag inom urvalet (ett i USA och två i Brasilien) redovisar inget ytterligare segment vid sidan av apotekssegmentet, vilket kan göra dem mer jämförbara med det som TLV tidigare redovisat om den svenska apoteksmarknaden. Överlag är beskrivningarna och uppdelningarna i den ekonomiska rapporteringen inte av en sådan tydlighet att det med säkerhet går att dra några slutsatser i jämförelsen med lönsamheten på den svenska apoteksmarknaden. Kartläggningen redovisas i kapitel 4.

1.3.3 Utvidga jämförelserna med annan detaljhandel

Apotekens lönsamhet utgör en del i den samlade bedömningen av handelsmarginalen. I och med att det inte går att dra några säkra slutsatser i relation till de noterade utländska apoteksföretagen, behöver analysen utvidgas. TLV har därför valt att bredda analysen till att även omfatta annan detaljhandel i Sverige och noterade konsumentföretag i Norden. Det finns skillnader mellan såväl apoteksmarknaden och annan detaljhandel som mellan olika segment av detaljhandeln, exempelvis vad gäller vilka produkter och tjänster som erbjuds. Till skillnad från de noterade utländska apoteksföretagen har dock den svenska apoteksmarknaden och den svenska detaljhandeln i stor utsträckning samma kunder, det vill säga den svenska befolkningen, vilket innebär liknande förutsättningar ur ett konjunkturrekonomiskt perspektiv.

Eftersom den utvidgade analysen involverar andra branscher än apoteksbranschen, finns det anledning att utveckla sambandet mellan resultatnivå, lönsamhet och risk. I kapitel 2 illustreras ett exempel på lönsamhetsjämförelser mellan olika detaljhandelssegment och varför en jämförelse som enbart jämför rörelsemarginaler kan bli missvisande; en delbransch med lägre rörelsemarginaler kan ändå vara mer lönsam än andra.

Det finns en skillnad mellan en lönsamhetsberäkning (jämförelser av lönsamhet som i kapitel 2) och en lönsamhetsbedömning. En bedömning inkluderar även en analys av eventuella riskskillnader. Förenklat uttryckt får företag kapital från sina ägare och långgivare. Tillhandahållet kapital *kostar* i form av en förväntad avkastning (ägare) och ränta (långgivare). Priset är förknippat med *riskan* och den kan variera mellan olika företag och branscher. Ju större risk, desto högre pris i form av krav på avkastning och nivå på ränta. Bilaga 2 ger mer information om begreppet risk och sambandet mellan risk och lönsamhet. Där görs även vissa bedömningar av skillnaden i risk mellan apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen.

1.4 Syftet med rapporten

Syftet med rapporten är att:

- 1) Kartlägga lönsamheten hos noterade apoteksföretag i andra jämförbara länder och ställa den i relation till den samlade lönsamheten på den svenska apoteksmarknaden.
- 2) Att utvidga lönsamhetsjämförelsen med:
 - Svensk detaljhandel
 - Noterade konsumentföretag i Norden

1.5 Avgränsningar

Apoteksmarknaden i Sverige kan generellt delas upp i öppenvårds- och slutenvårdsmarknad. Handelsmarginalen avser läkemedel och andra varor inom läkemedelsförmånerna som expedieras till privatkunder via öppenvårdsapotek. I rapporten används termerna "apotek" för ett öppenvårdsapotek och "apoteksmarknad" för samlade data för öppenvårdsapoteken. I likhet med den andra delrapporten är dosapoteken exkluderade i den här jämförelseanalysen. Bakgrunden till detta är att dosapoteken utgör en separat delmarknad på den totala apoteksmarknaden, trots att de lyder under samma regelverk som "vanliga" öppenvårdsapotek och trots att handelsmarginalen beräknas enligt samma principer.

Som beskrivs i avsnitt 1.2.3 borde såväl apotekens samlade resultat som väsentliga balansräkningsposter inkluderas i lönsamhetsanalysen. Det har varit TLV:s ambition att sammanställa balansräkningsdata för hela apoteksmarknaden och initiativ har tagits för att samla in kompletterande information. Det har dock inte varit möjligt att få tillgång till detta. Istället används publikt tillgängliga balansräkningsuppgifter, vilket finns för de aktörer som köpte apotek i samband med omregleringen (Apotek Hjärtat, Kronans Apotek, Medstop och Vårdapoteket) samt LloydsApotek. Sammantaget utgör dessa aktörer cirka halva apoteksmarknaden. Detta, i kombination med att vi inte har någon samlad balansräkning för öppenvårdsdelen inom Apoteket AB innan omregleringen, medför vissa begränsningar i analyserna.

Redovisningen av de noterade utländska apoteksföretagen och den svenska apoteksmarknaden i kapitel 4 omfattar rörelsemarginalen och inkluderar inte balansräkningar. Överlag saknas särredovisade balansräkningsuppgifter för de utländska apoteksföretagen, eftersom sex av nio företag redovisar åtminstone ett annat segment vid sidan av apotekssegmentet. Balansräkningen däremot är konsoliderad för hela företaget. Om man utgår från att det är samma förutsättningar att driva apotek när det gäller hur mycket kapital som binds i verksamheten, kan det vara motiverat att enbart jämföra rörelsemarginaler. Dock visar genomgången i kapitel 2 att det kan vara missvisande, eftersom en högre rörelsemarginal inte behöver innebära högre lönsamhet.

I bilaga 2 görs vissa uppskattningar av skillnader i risk mellan apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen, vilka ligger till grund för de förenklade riskbedömningar som görs i kapitel 5.

2 Att jämföra lönsamhet mellan olika detaljhandelssegment

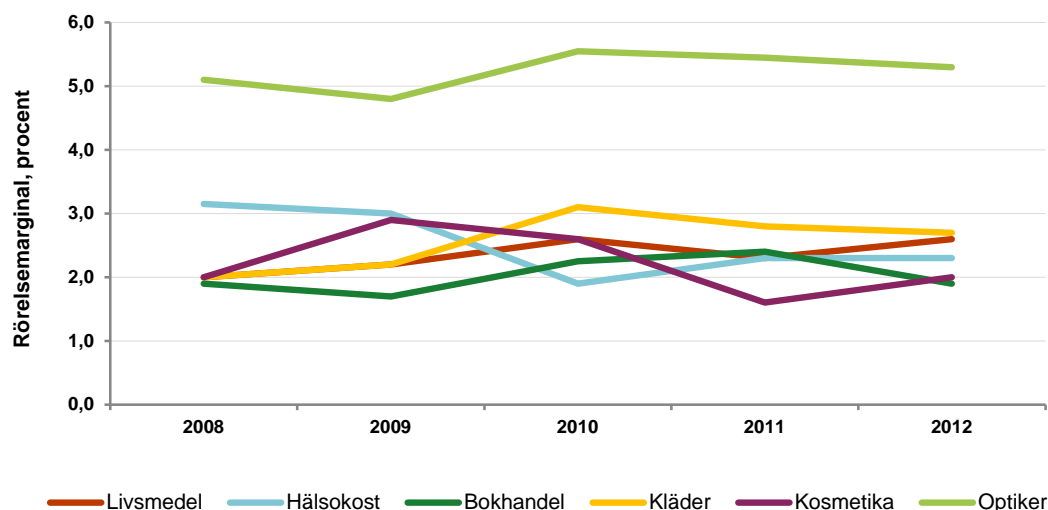
Som beskrivs i avsnitt 1.2.3, kräver lönsamhetsberäkningar ekonomiska data från såväl resultaträkning som balansräkning. Detta blir speciellt viktigt när man jämför olika branscher, eftersom förutsättningarna för olika typer av affärsverksamhet sällan är identiska.

För att illustrera detta redovisas finansiella nyckeltal nedan från sex olika delbranscher inom svensk detaljhandel (data från Statistiska Centralbyrån, SCB, 2008 - 2012) som alla har butiksförsäljning:

- Livsmedelshandel med brett sortiment ²
- Hälsokost
- Bokhandel
- Herr-, dam- och barnkläder, blandat
- Kosmetika och hygienartiklar
- Glasögon och andra optiska artiklar ³

Figur 1 visar deras rörelsemarginaler mellan 2008 och 2012.

Figur 1. Rörelsemarginaler (median) mellan 2008 och 2012 för sex delbranscher. Procent.



Källa: SCB

Under tidsperioden 2008 till 2012 redovisar "glasögon och andra optiska artiklar" en klart högre rörelsemarginal än övriga delbranscher. Optikersegmentet ligger stabilt på en nivå omkring eller över 5 procent,

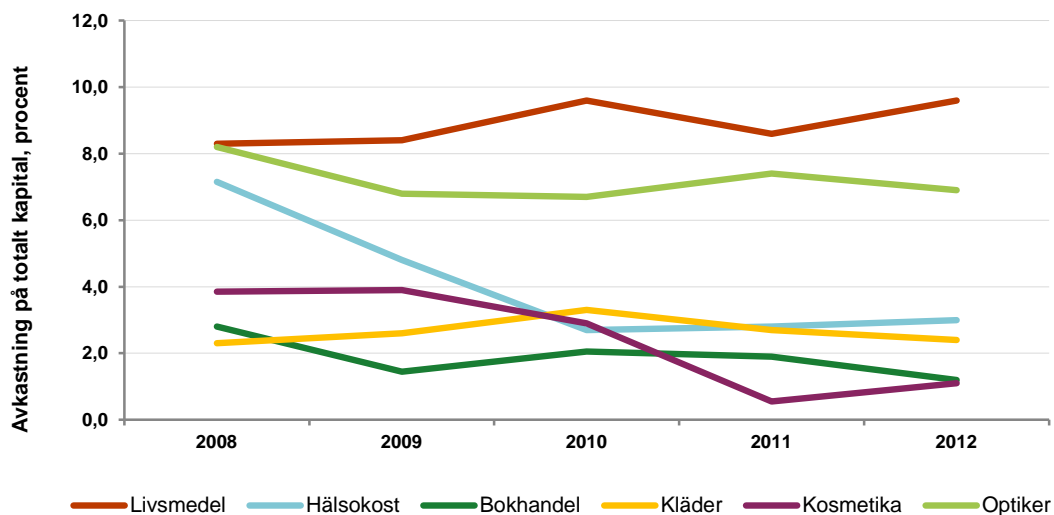
² Ej varuhus eller stormarknad

³ Utom fotoutrustning

medan övriga ligger i nivån 1,5 till 3 procent. En bedömning som bara jämför rörelsemarginaler skulle därför ranka optikerbranschen högst.

Om man däremot inkluderar data från balansräkningarna och studerar avkastningen på totalt kapital, förändras bilden. Då är det istället livsmedelshandeln som är mest lönsam. "Livsmedelshandel med brett sortiment" har under motsvarande period haft en avkastning på totalt kapital (*räntabilitet*) på mellan 8 och 10 procent och har varje år legat högre än de övriga delbranscherna.

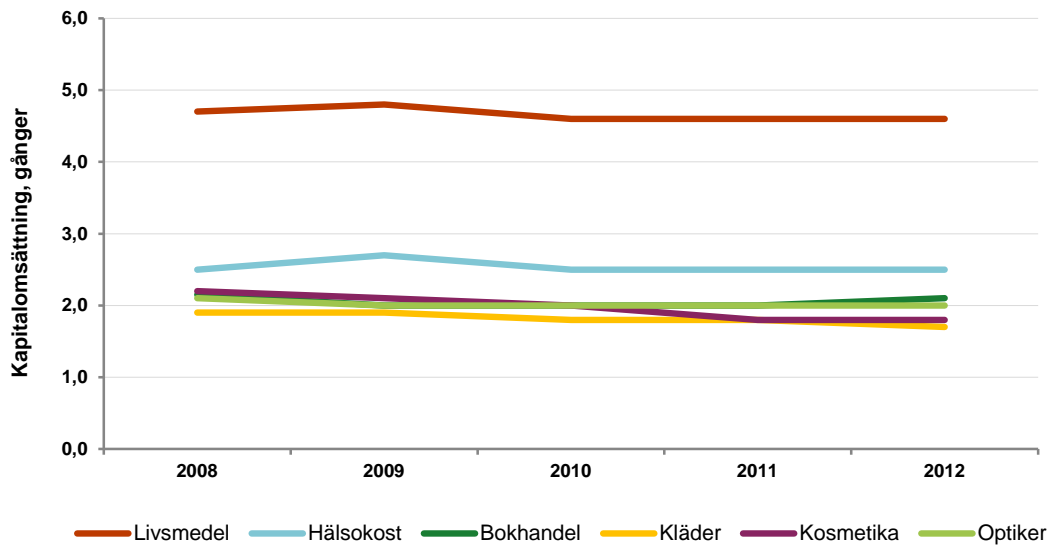
Figur 2. Avkastning på totalt kapital (median) mellan 2008 och 2012 för sex delbranscher. Avkastning på totalt kapital definieras som (Rörelseresultat plus finansiella intäkter) dividerat med (Totalt Kapital). Procent.



Källa: SCB

Anledningen till att livsmedelshandeln är mest lönsam, trots en rörelsemarginal som inte avviker från mängden, är att den binder minst kapital i förhållande till omsättningen. Detta illustreras i figur 3, där det framgår att livsmedelshandeln omsätter sitt kapital cirka dubbelt så många gånger per år (4,5 – 5 ggr) som övriga delbranscher (2 – 2,5 ggr).

Figur 3. Kapitalomsättning (median) mellan 2008 och 2012 för sex delbranscher. Kapitalomsättning definieras som (Omsättning) dividerat med (Totala tillgångar). Gånger.

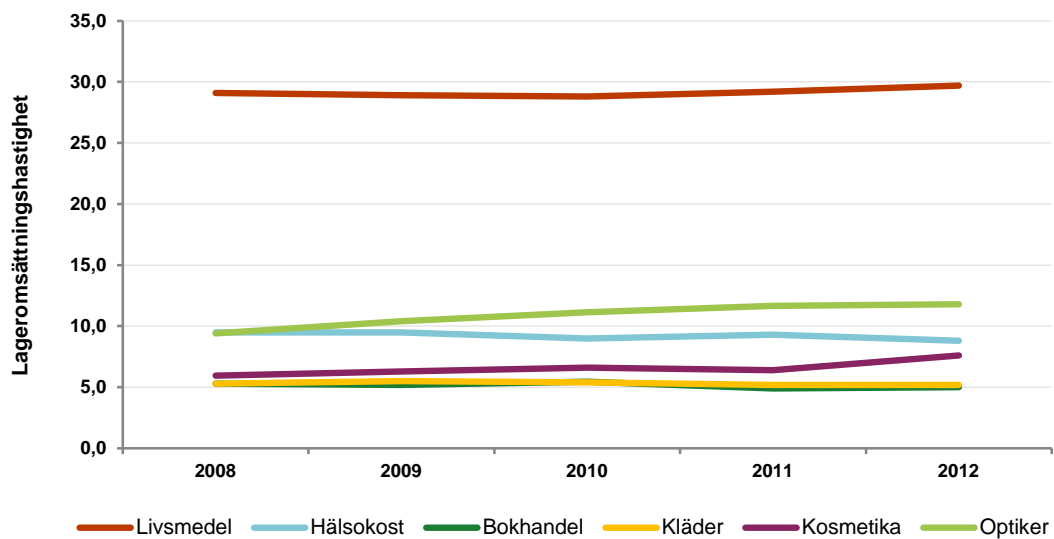


Källa: SCB

Förutsatt att man hyr sina butikslokaler, utgörs kapitalet i detaljhandeln i allt väsentligt av omsättningstillgångar i form av de varor man har i lager. Det innebär att lageromsättningshastigheten kan ha stor betydelse för ett företags lönsamhet. I figur 4 framgår det att livsmedelshandeln omsätter lagret knappt 30 gånger per år, medan hastigheten för de andra delbranscherna är betydligt lägre (cirka 5-12 gånger per år).

Som jämförelse kan nämnas att Apoteket AB:s lageromsättningshastighet var cirka 20 gånger för öppenvårdsapoteken strax före omregleringen. Därefter, i takt med att antalet apotek ökat och den genomsnittliga omsättningen per apotek sjunkit, har lageromsättningshastigheten för branschen som helhet sjunkit, vilket diskuteras ytterligare i avsnitt 5.3.1.

Figur 4. Lageromsättningshastighet (median) mellan 2008 och 2012 för sex delbranscher. Lageromsättningshastighet definieras som (Omsättning) dividerat med (Lager). Gånger.



Källa: SCB

3 Metod och data

3.1 Apoteksföretag i andra jämförbara länder

3.1.1 Beskrivning av urvalsprocessen

För att identifiera samtliga noterade apoteksföretag utanför Sverige, användes Reuters Stock Screener och börslistan "Retail Drug Companies". Totalt 108 företag (se bilaga 3) fanns på listan i februari 2014 och gemensamt för dessa är att de har en verksamhet kopplad till en eller flera apoteksmarknader. Det behöver inte betyda att företagen driver egna apotek, utan de kan exempelvis erbjuda olika tjänster till andra apoteksaktörer.

Vid en närmare genomgång av företagsbeskrivningarna via Reuters, framgick att 51 av de totalt 108 företagen inte driver apoteksbutiker överhuvudtaget, varför dessa exkluderades från den fortsatta urvalsprocessen. Av de återstående 57 företagen är 32 asiatiska och för en stor del av dessa företag saknas mer detaljerad information på andra språk än det inhemska. Antal företag per region framgår i tabell 2.

Tabell 2. Antal apoteksföretag per region som enligt Reuters företagsbeskrivning bedriver apoteksverksamhet.

	Antal företag
Afrika	1
Asien	32
Australien/Nya Zealand	3
Europa	9
Mellanöstern	1
Nordamerika	6
Sydamerika	5
Totalt	57
<i>Exklusive Asien</i>	<i>25</i>

En genomgång gjordes av de 25 företagen belägna utanför Asien, vars publika information kunde genomlysas med en rimlig arbetsinsats. Arbetet innefattade genomgång av tillgänglig information såsom webbplatser, årsredovisningar, kvartalsrapporter, presentationer i samband med årsbokslut, kvartalsrapporter eller kapitalmarknadsdagar och syftade till att:

- Få en så uttömmande beskrivning av företagets verksamheter som möjligt, samt
- Särskilja de företag som i viss utsträckning särredovisar apoteksverksamheten från övrig verksamhet.

Genomgången visade att tio företag har en särredovisad apoteksverksamhet, vilka framgår av tabell 3. Nio av företagen redovisar rörelseresultat för apotekssegmenten (på motsvarande sätt som TLV gjorde i delrapport 2), medan ett företag (Pharmacy Chain 36,6) redovisar ett annat rörelsemått (EBITDA, d v s rörelseresultatet före avskrivningar).

Tabell 3. Noterade företag med apoteksverksamhet. Land avser huvudkontorets hemvist.

Företag	Land
Rite Aid	USA
Walgreen	USA
CVS Caremark	USA
Celesio	Tyskland
Galenica	Schweiz
PROTEK	Ryssland
Pharmacy Chain 36,6	Ryssland
Pelion	Polen
Raia Drogasil	Brasilien
Brasil Pharma	Brasilien
Totalt antal	10

Den slutliga sammanställningen av noterade apoteksföretag i andra länder reduceras alltså till nio, vilka i varierande grad driver butiksnät med försäljning av läkemedel likt de svenska öppenvårdsapoteken.

Sex av dessa företag redovisar åtminstone ett annat segment vid sidan av segmentet som inkluderar apoteksverksamheten. Tre företag (ett i USA och två i Brasilien) redovisar ingen annan verksamhet vid sidan av driften av apotek, vilket i viss mån minskar osäkerheten kring deras rörelsemarginaler. Av den anledningen kan de anses vara mer jämförbara med de svenska apoteksaktörerna. Bland de nio företagen finns tre europeiska, som utifrån geografisk närhet kan vara intressanta.

I kapitel 4 redogörs för rörelsemarginalerna för de noterade utländska apoteksföretagen.

3.1.2 Begränsad jämförbarhet

Företagens publika information är som helhet otillräcklig, vilket skapar osäkerheter kring de rörelsemarginaler som redovisas för apotekssegmenten. Eftersom sex av nio företag redovisar åtminstone ett annat segment vid sidan av apotekssegmentet finns det osäkerheter kring kostnadsfördelningen mellan segmenten, vilket exemplifieras av det tyska företaget Celesio i kapitel 4. Det finns även osäkerheter kring hur intjäningen från apoteksverksamheter som inte helt ägs eller drivs av företagen redovisas (till

exempel franchiseapotek). Dessutom framgår det inte med tillräcklig tydlighet vilka andra verksamheter som apotekssegmenten innehåller eller vilka finansiella effekter dessa har. Exempelvis kan ett företag erbjuda tjänster till andra apoteksaktörer och detta redovisas inom apotekssegmentet. I TLV:s kartläggning av den svenska apoteksmarknaden har det varit möjligt att särskilja annan verksamhet i och med en dialog med flertalet apoteksaktörer och andra intressenter.

Motsvarande sammanställning av de utländska apoteksföretagen skulle behövas för att komplettera den tillgängliga publika informationen. Bristerna gör att det inte går att dra några säkra slutsatser om hur lönsamheten på den svenska apoteksmarknaden står sig i ett internationellt perspektiv. TLV har därför valt att bredda analysen med jämförelser med annan svensk och nordisk detaljhandel.

3.2 Svensk och nordisk detaljhandel

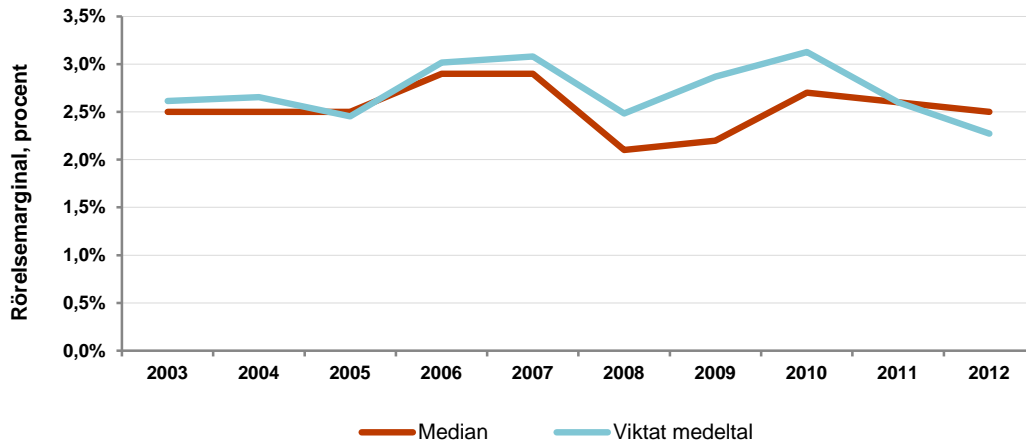
Dataunderlagen för svensk och nordisk detaljhandel består av två delar: branschnyckeltal från SCB (svensk detaljhandel) och en sammanställning för ett antal noterade konsumentföretag med verksamheter i Norden (nordisk detaljhandel).

3.2.1 Branschnyckeltal för svensk detaljhandel

Branschnyckeltalen för svensk detaljhandel har sammanställts av SCB för perioden 2003 till 2012. År 2013 fanns vid leveranstillfället inte inkluderat i SCB:s siffror.

Branschnyckeltalen utgörs av medianvärden, då SCB har detta som princip för att undvika extremvärden i dataunderlaget. Eftersom den svenska detaljhandeln består av omkring 60 000 företag, representerar medianvärdet ett mindre företag än genomsnittsapoteket i Sverige. Medianomsättningen i SCB-statistiken är cirka 3 miljoner kronor, att jämföra med ett genomsnittligt apotek som omsätter cirka 25 miljoner. Som framgår av figur 5, är dock skillnaderna små när man jämför medianen och ett viktat medeltal för rörelsemarginalen inom svensk detaljhandel. Medianen är att föredra, eftersom såväl TLV:s beräkningar som dataunderlagen från SCB tyder på att det finns extremvärden som påverkar nyckeltalen kopplade till balansräkningen. TLV använder därför genomgående medianvärden för svensk detaljhandel i de jämförelser som redovisas.

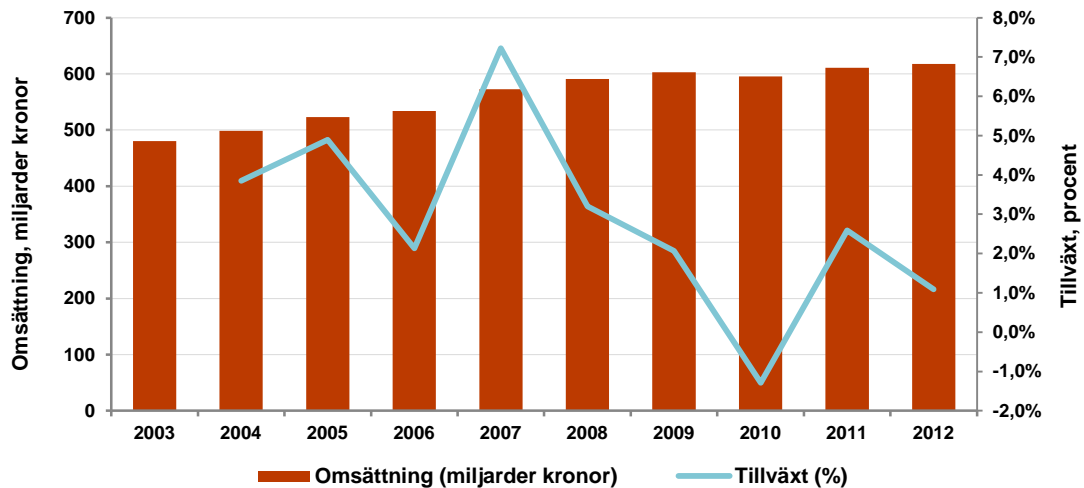
Figur 5. Rörelsemarginal inom svensk detaljhandel, median respektive viktat medeltal. Procent.



Källa: SCB

Under en tioårsperiod har den svenska detaljhandeln haft en årlig tillväxt på knappt 3 procent. Efter 2008 har tillväxten sjunkit och 2012 uppgick marknaden till närmare 620 miljarder kronor. Den största delbranschen utgörs av livsmedelshandeln som omsätter cirka 195 miljarder kronor.

Figur 6. Omsättning (miljarder kronor) och tillväxt (procent) inom svensk detaljhandel, 2003-2012.



Källa: SCB

3.2.2 Noterade konsumentföretag i Norden

Affärsvärldens börslistor "Konsumentvaruföretag" och "Konsumenttjänstföretag" omfattar totalt 154 företag i Norden, varav knappt hälften är baserade i Sverige. För en lista över alla företagen i börslistorna se bilaga 4.

Urvalet av noterade konsumentföretag har gjorts utifrån begränsningen att minst hälften av ett företags nettoomsättning ska ske via det egna butiksnätet. En genomgång av tillgänglig publik information resulterade i 17 företag fördelade enligt följande:

- Sverige: 13
- Finland: 2
- Danmark: 2
- Norge: 0

När resultat- och balansräkningar sammanställdes för åren 2008 till 2013, reducerades urvalet till 16 företag, eftersom det inte fanns tillgängliga siffror för alla åren för ett av företagen (Matas, Danmark).

En summering av företagens omsättning visar att 49 procent av den sammantagna försäljningen sker i Norden. Klädföretaget Hennes & Mauritz, vars omsättning redan 2012 var större än övriga noterade företags sammanlagda omsättning, har 86 procent av sin försäljning utanför Norden. Exklusive Hennes & Mauritz ökar andelen försäljning inom Norden till 88 procent. TLV har därför valt att exkludera Hennes & Mauritz från urvalet, vilket summerar antalet företag till 15. Dessa finns presenterade i tabell 3.

Tabell 3. Noterade konsumentföretag med minst 50 procent butiksförsäljning. Omsättningen anges i miljarder svenska kronor och avser år 2013.

Företag	Omsättning	Verksamhet	Land (huvudkontor)
Axfood	37,5	Dagligvaror Bilhandel och service/besiktning	Sverige
Bilia	17,7	Bland annat: Mode, varuhus	Finland
Stockmann	17,6	Kök	Sverige
Nobia	11,8	För "hemma-fixare", brett sortiment	Sverige
Clas Ohlson	6,5	Bilverkstäder	Sverige
Mekonomen	5,7	Mode	Sverige
KappAhl	4,8	Media och ljud	Danmark
Bang Olofsen	3,3	Bygghandel	Sverige
Byggmax	3,2	Mode, barnkläder och varuhus	Sverige
Retail and Brands	2,6	Mode	Sverige
MQ	1,5	Bygg, entreprenad, åkeri och industri	Sverige
Swedol	1,4	Hemtextil och inredning	Sverige
Hemtex	1,0	Hemtextil och inredning	Finland
Marimekko	0,8	Skor, accessoarer	Sverige
Venue Retail Group	0,8		

Källa: Årsredovisningar och kvartalsrapporter för respektive företag. Verksamhetsbeskrivningarna är TLV:s tolkning utifrån informationen på företagens hemsidor.

Till skillnad från branschnyckeltalen för svensk detaljhandel, som inkluderar företag i alla storleksklasser, består urvalet här av större företag. De sju största företagen har en omsättning på över 4,8 miljarder kronor och inget företag har mindre än 800 miljoner kronor i årlig försäljning. Den totala omsättningen uppgår till cirka 116 miljarder kronor, att jämföra med den svenska detaljhandeln som omsätter närmare 620 miljarder kronor respektive apoteksmarknaden med en omsättning på 34 miljarder kronor.

I likhet med svensk detaljhandel används medianvärden för urvalet av noterade konsumentföretag.

3.2.3 Jämförelser mellan apoteksmarknaden och annan detaljhandel
Dataunderlagen för apoteksmarknadens "resultaträkning" består av TLV:s kartläggning i den andra delrapporten. En sammanfattande tabell över omsättning och rörelseresultat finns på sidan 12.

I kapitel 5 görs jämförelser mellan apoteksmarknaden och annan detaljhandel för åren 2008 till 2013 med den begränsningen att underlagen för apoteken inte inkluderar 2010 och 2011.

Jämförelserna berör följande nyckeltal:

- Rörelsemarginal
- Omsättningstillväxt

En samlad balansräkning för hela marknaden för öppenvårdsapotek har inte varit möjlig att sammanställa, varken före eller efter omregleringen (avsnitt 1.4 Avgränsningar). Istället används publikt tillgängliga balansräkningar, vilka omfattar de apoteksaktörer som förvärvade apotek i samband med omregleringen, så kallade apotekskluster, (Apotek Hjärtat, Kronans Apotek, Medstop och Vårdapoteket) samt LloydsApotek, som med start 2010 byggt upp verksamheten i Sverige från grunden. Dessa apoteksaktörer utgör omsättningsmässigt ungefär halva apoteksmarknaden.

Avsaknaden av data innebär att jämförelserna begränsas till apoteksmarknadens och annan detaljhandels rörelsemarginal givet kapitalet i balansräkningarna. Ju mer kapital som binds, desto högre rörelsemarginal behövs för att kompensera för det högre pris (avkastning eller ränta) som det bundna kapitalet är förknippat med. Hur mycket kapital som totalt binds framgår bland annat i *kapitalomsättningen*, vilken beräknas genom att dividera omsättning med totala tillgångar. Jämförelserna inkluderar perioden 2008-2013 (apoteksmarknaden endast 2010-2013).

Avslutningsvis kommenteras några väsentliga beståndsdelar i balansräkningarna samt skillnader i risk mellan apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen (baserat på uppskattningar i bilaga 2).

4 Noterade apoteksföretag i andra länder

4.1 Sammanställning av de noterade apoteksföretagen

Urvalet av noterade utländska apoteksbolag i andra jämförbara länder är högst begränsat och dominansen av amerikanska företag är stor. De största amerikanska företagen har generellt högre marginaler än övriga aktörer.

Som redovisas nedan försvåras en jämförelse med svenska apoteksföretag ytterligare av bristen på tydlig särredovisning mellan olika affärssegment inom de internationella företagen. Endast tre företag (ett i USA och två i Brasilien) redovisar inget ytterligare segment vid sidan av deras apoteksverksamhet, vilket kan göra dem mer jämförbara med det som TLV tidigare redovisat om den svenska apoteksmarknaden (rapport 2, Apoteksmarknadens lönsamhet).

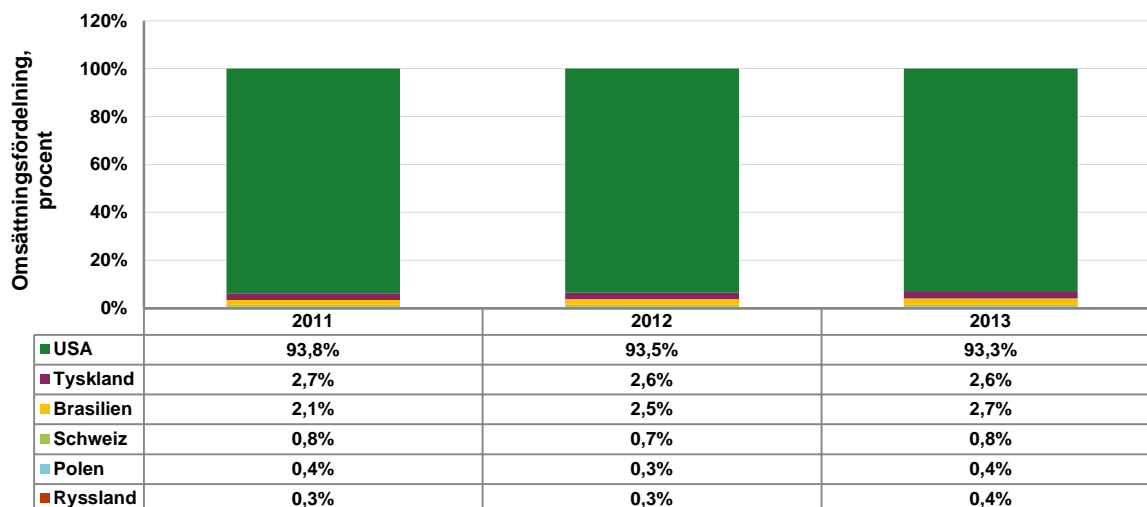
4.1.1 Amerikanska företag svarar för 93 procent av den samlade omsättningen

Tillsammans redovisar de nio internationella apoteksföretagen en omsättning inom apotekssegmentet på 175 miljarder dollar (US), motsvarande 1 260 miljarder kronor. De amerikanska företagen svarar för 93 procent av omsättningen, vilket illustreras i figur 7.

Den samlade omsättningen för de börsnoterade europeiska apoteksföretagen (med huvudkontor i Tyskland, Schweiz och Polen) uppgår till cirka 47 miljarder kronor (att jämföra med den svenska apoteksmarknaden som omsätter cirka 34 miljarder kronor). Totalt sett utgör de europeiska företagen endast 4 procent av den samlade omsättningen för de nio noterade apoteksföretagen.

De tre företagen Rite Aid (USA), Raia Drogasil och Brasil Pharma (båda Brasilien), som enligt publik information inte redovisar annat segment vid sidan av apoteksverksamheten, har en samlad omsättning på omkring 216 miljarder kronor. Det motsvarar ungefär 17-18 procent av det totala urvalets omsättning.

Figur 7. Fördelning av den samlade omsättningen per land (huvudkontor).



Källa: Årsredovisningar och kvartalsrapporter för respektive företag

4.1.2 Det totala urvalets rörelsemarginal påverkas av den amerikanska dominansen

Eftersom de tre amerikanska företagen Walgreen, CVS Caremark och Rite Aid gemensamt svarar för 93 procent av urvalets totala omsättning, får det konsekvenser för de finansiella nyckeltalen, vilket illustreras i tabell 4.

Tabell 4. Apotekssegmentens rörelsemarginaler mellan 2011-2013 för nio noterade företag.

	Redovisad rörelsemarginal, %			Land (huvudkontor)
	År 2011	År 2012	År 2013	
Walgreen	6,0	4,8	5,0	USA
CVS Caremark	8,2	8,9	9,6	USA
Rite Aid	0,1	0,6	2,5	USA
Celesio	3,3	6,0	5,9	Tyskland
Raia Drogasil	2,5	2,9	2,3	Brasilien
Brasil Pharma	2,5	2,8	2,6	Brasilien
Galenica	4,7	5,1	5,1	Schweiz
Pelion	0,0	0,4	0,0	Polen
PROTEK	2,0	3,4	3,1	Ryssland
Viktad marginal	5,7	5,6	6,3	

Källa: Årsredovisningar, kvartalsrapporter och hemsidor för respektive företag

I TLV:s andra delrapport beräknades rörelsemarginalerna för de svenska apoteken till 2,4 för 2012 och 3,2 procent för 2013 (åren innan omregleringen var de 3,2 respektive 3,6 procent). För urvalet av de noterade

apoteksföretagen är den viktade rörelsemarginalen ⁴ under åren 2011 till 2013 omkring 6 procent. En jämförelse av rörelsemarginalerna blir dock i praktiken en jämförelse mellan Sverige och USA i och med den amerikanska dominansen. Den viktade marginalen för övriga företag, exklusive USA, är 2,9, 4,3 och 4,0 procent för åren 2011, 2012 respektive 2013.

Bland de internationella företagen finns en stor spridning i antal apotek. Flest apotek har det amerikanska företaget Walgreen med cirka 8 100 apotek, och minst är Galenica (Schweiz) med omkring 470 apotek (såväl egna som partnerapotek). De tre amerikanska företagen har tillsammans omkring 20 400 apotek. I slutet av 2013 fanns det cirka 1 300 apotek i Sverige. De företag vars antal apotek ligger närmast relativt Sverige, är det polska företaget (cirka 1 860 apotek), de två brasilianska företagen (cirka 1 200 respektive 970 apotek) samt det ryska företaget (knappt 1 000 apotek). För dessa fyra företag uppgår den viktade marginalen till 2,1 till 2,6 procent mellan 2011 och 2013.

4.1.3 Några jämförelser mellan den svenska apoteksmarknaden och de tre europeiska apoteksföretagen

När det gäller geografisk närhet finns det tre europeiska företag (tabell 5). Deras viktade marginal är mellan 3,2 och 5,3 procent under åren 2011 till 2013, vilka är högre än de svenska marginalerna (2,4 och 3,2 procent). Även här är fördelningen mellan företagen ojämn. Celesio utgör 70 procent, Galenica 20 procent och Pelion 10 procent av den samlade omsättningen.

Tabell 5. Rörelsemarginaler för apotekssegmenten hos tre noterade apoteksföretag i Europa. 2011-2013.

	Redovisad rörelsemarginal, %			Land (huvudkontor)
	2011	2012	2013	
Celesio	3,3	6,0	5,9	Tyskland
Galenica	4,7	5,1	5,1	Schweiz
Pelion	0,0	0,4	0,0	Polen
Viktad marginal	3,2	5,3	5,2	

Källa: Årsredovisningar, kvartalsrapporter och hemsidor för respektive företag

Bristen på tydlig särredovisning gör det dock högst tveksamt i vad mån man kan dra några slutsatser när det gäller jämförelsen med den svenska marknaden. Celesio redovisar ett rörelseresultat för apotekssegmentet på 202,8 miljoner euro (år 2013), som motsvarar en marginal på 5,9 procent. För det andra segmentet, grossistverksamheten, redovisas ett rörelseresultat

⁴ Den viktade marginalen beräknas genom att dividera samtliga företags sammanlagda rörelseresultat med samtliga företags sammanlagda omsättning, på motsvarande sätt som gjorts i TLV:s tidigare rapporter.

på 301,4 miljoner euro. En summering av de två segmentens rörelseresultat uppgår till 504,2 miljoner euro, medan det totala rörelseresultatet i koncernens resultaträkning uppgår till 406,6 miljoner. Det finns alltså kostnader på närmare 100 miljoner euro, motsvarande halva rörelseresultatet inom apotekssegmentet, som inte ingår i de två segmentens siffror.

En annan försvärande omständighet är att de tre europeiska företagen inte enbart har apotek i egen drift, utan även franchiseapotek eller delägarskap av apotek. Enligt Celesios årsredovisning driver företaget cirka 2 200 apotek i egen regi, men därutöver cirka 4 300 via olika avtalsförbindelser. Pelion i Polen har omkring 1 860 apotek, där knappt hälften drivs i egen regi. Det schweiziska företaget Galenica driver cirka 300 apotek i egen regi samt omkring 170 partnerapotek via franchise och delägarskap. Vidare försäljer Galenica inom sitt apotekssegment olika typer av tjänster till en fristående apoteksaktör, men de finansiella effekterna specificeras inte.

4.1.4 Tre företag redovisar inget annat segment vid sidan av apotekssegmentet

Tre företag (Rite Aid, Raia Drogasil och Brasil Pharma) har enligt publik information inte något segment vid sidan av driften av apotek, vilket minskar osäkerheterna kring kostnadsfördelningen mellan olika segment (jämför exemplet Celesio). Av den anledningen kan dessa företag anses vara mer jämförbara med de siffror som TLV tidigare redovisat för den svenska apoteksmarknaden. Företagen är baserade i USA och Brasilien, varav det amerikanska företaget utgör 85 procent av den samlade omsättningen.

En sammanställning av företagen visar överlag lägre rörelsemarginaler än det totala urvalet, vilket framgår i tabell 6. Den viktade marginalen är omkring 0,4 till 2,5 procent, beroende på år. Jämfört med dessa företag har de svenska apoteksföretagen högre rörelsemarginaler. I likhet med det totala urvalet blir jämförelsen i praktiken en jämförelse mellan Sverige och USA eftersom det amerikanska företaget utgör 85 procent i urvalet. Det oviktade medeltalet för de tre företagens rörelsemarginal är 1,7, 2,1 och 2,5 procent för åren 2011 till 2013.

Tabell 6. Rörelsemarginaler för de tre företag vars ekonomiska redovisning inte inkluderar något annat segment vid sidan av apotekssegmentet. 2011-2013.

	Redovisad rörelsemarginal, %			Land (huvudkontor)
	2011	2012	2013	
Rite Aid	0,1	0,6	2,5	USA
Raia Drogasil	2,5	2,9	2,3	Brasilien
Brasil Pharma	2,5	2,8	2,6	Brasilien
Viktad marginal	0,4	0,9	2,5	

Källa: Årsredovisningar, kvartalsrapporter och hemsidor för respektive företag

4.2 Sammantagen bedömning av jämförelser med noterade apoteksföretag i andra länder

Sammantaget går det inte att dra några säkra slutsatser om hur de svenska apotekens rörelsemarginaler står sig internationellt. En jämförelse mellan de svenska marginalerna och det totala urvalet av noterade apoteksföretag blir i praktiken en jämförelse mellan Sverige och USA, eftersom de amerikanska företagen utgör mer än 90 procent av urvalet.

Totalt finns det tre noterade europeiska företag som kan vara intressanta utifrån geografisk närhet. De svenska marginalerna är lägre än de som redovisas för dessa tre företag, men resultaten är svårtolkade eftersom det finns flera brister i dataunderlagen. Förutom de få jämförelseobjekten finns det till exempel osäkerheter kring kostnadsfördelningen mellan olika segment, vilket illustreras av det största företaget Celesio.

För tre företag i det totala urvalet (ett i USA och två i Brasilien) är osäkerheterna mindre, eftersom de inte redovisar något annat segment vid sidan av apotekssegmentet, vilket kan göra dem mer jämförbara med de svenska apoteken. Dessa tre företag, varav det amerikanska företaget utgör 85 procent, har överlag lägre marginaler än övriga företag i det internationella urvalet. De svenska apoteksföretagen har något högre marginaler än dessa tre företag, men lägre än det totala urvalet.

En bedömning av apotekens lönsamhet är en del i den samlade bedömningen av handelsmarginalen. Eftersom det inte går att bedöma lönsamheten i relation till noterade apoteksföretag i tillräcklig utsträckning behöver analysen breddas. TLV har därför utvidgat analysen till att även göra jämförelser med annan svensk och nordisk detaljhandel.

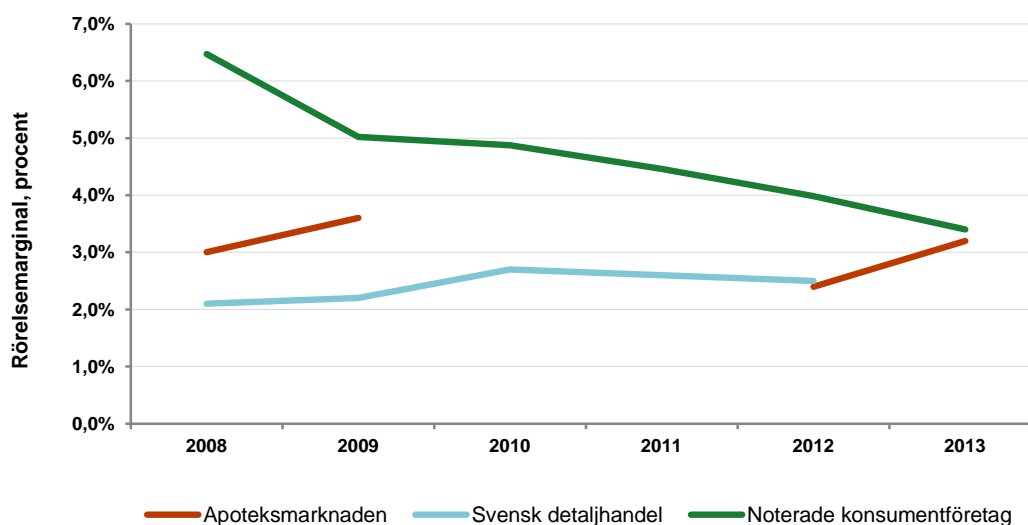
5 Jämförelser med annan svensk och nordisk detaljhandel

5.1 Jämförelse av rörelsemarginaler

Den svenska detaljhandeln omsatte enligt SCB 617 miljarder kronor 2012. Som framgår av figur 5 på sidan 23 har rörelsemarginalen inom detaljhandeln pendlat i intervallet 2 till 3 procent under den senaste tioårsperioden.

Under åren 2008 till 2012 har rörelsemarginalen legat i intervallet 2,2 till 2,7 procent att jämföra med TLV:s uppskattningar för apoteksmarknadens rörelsemarginal som uppgick till mellan 2,4 och 3,6 procent under åren 2008, 2009, 2012 och 2013⁵.

Figur 8. Rörelsemarginaler för apoteksmarknaden, svensk detaljhandel och de noterade konsumentföretag, procent.



Källa: Apoteksmarknadens lönsamhet (TLV:s andra delrapport), SCB samt kvartalsrapporter och årsredovisningar för respektive noterat konsumentföretag.

De noterade nordiska konsumentföretagen har generellt haft högre rörelsemarginaler, men har sedan 2008 uppvisat en kraftig trend nedåt. Under 2013 var rörelsemarginalerna ungefär på samma nivå; 3,2 procent för apoteken och 3,4 procent för de noterade konsumentföretagen.

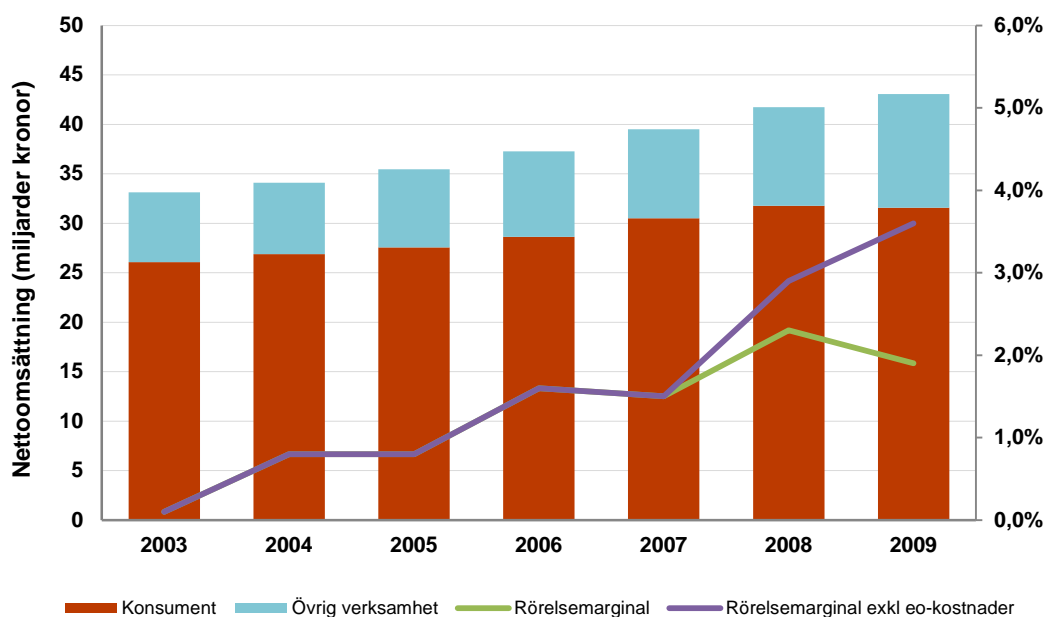
⁵ I avsaknad av ekonomiska data från samtliga svenska apoteksaktörer omfattade TLV:s kartläggning i den andra delrapporten inte 2010 och 2011.

Om man jämför 2012/2013 med 2008/2009 har apotekens rörelsemarginaler varit mer stabila än de noterade konsumentföretagens. Mellan 2008 och 2013 halverades marginalen för de noterade konsumentföretagen, medan apotekens marginal på 3,2 procent var något lägre än 2008 (3,6 procent).

5.1.1 Apoteket AB:s rörelsemarginal åren innan omregleringen
Som beskrivits i delrapport 2, har TLV inte tillgång till någon närmare beskrivning eller särredovisning av öppenvårdsapoteken före 2008 än vad som framgår av Apoteket AB:s årsredovisningar. I och med att affärsområdet "Apoteket Konsument" svarade för närmare 75 procent av företagets samlade omsättning, kan ändå en generell bild över utvecklingen fram till omregleringen beskrivas.

Figur 9 visar utvecklingen av hela Apoteket AB:s rörelsemarginal (både med och utan extraordinära kostnader) mellan 2003 och 2009. Det framgår att rörelsemarginalerna successivt ökade under perioden och var som högst i slutet av perioden.

Figur 9. Apoteket AB:s försäljning, redovisade rörelsemarginal och justerade rörelsemarginal (exklusive extraordinära kostnader) för åren 2003-2009. Försäljningen är uppdelad i Apoteket Konsument och Apoteket Övrigt.

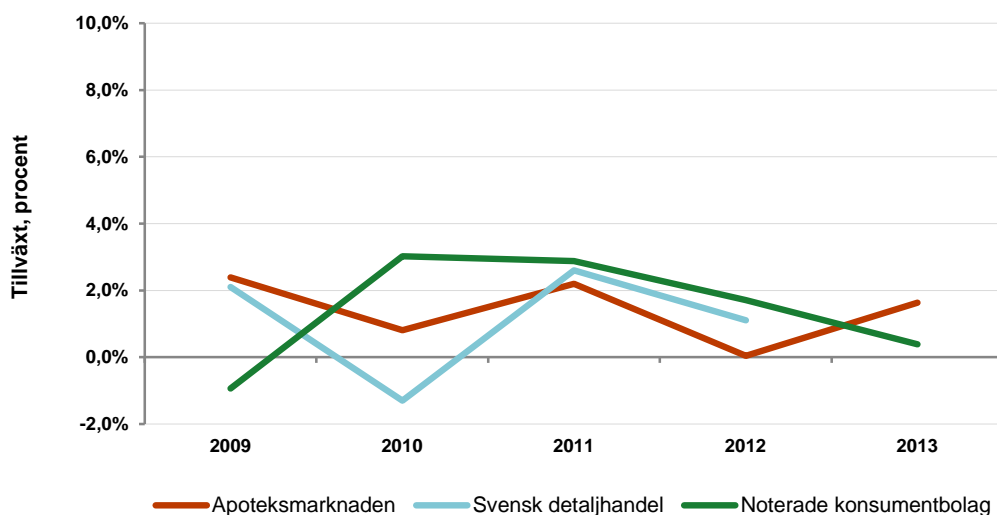


Källa: Apoteket AB:s årsredovisningar för åren 2003-2009

5.2 Omsättningstillväxten är i linje med annan detaljhandel sedan omregleringen

I TLV:s tidigare delrapporter har gjorts vissa jämförelser med de prognoser⁶ som togs fram i samband med omregleringen. Prognosen beskrev ett möjligt scenario där rörelsemarginalen skulle fördubblas till omkring 6 procent fyra till fem år efter omregleringen. I den andra delrapporten angavs ett antal faktorer som förklarar varför denna marginalförbättring inte infriats, däribland att tillväxten på apoteksmarknaden blivit betydligt lägre än förväntat. Jämfört med annan detaljhandel har dock apoteksmarknadens omsättningstillväxt inte nämnvärt avvikit, vilket framgår i figur 10. Under åren 2009 till 2012 har svensk detaljhandel vuxit med 1,1 procent per år, medan den genomsnittliga tillväxten för de noterade konsumentföretagen är densamma som för apoteksmarknaden under åren 2009 till 2013; 1,4 procent per år.

Figur 10. Omsättningstillväxt (procent) för apoteksmarknaden, svensk detaljhandel och de noterade konsumentföretagen, 2009-2013.



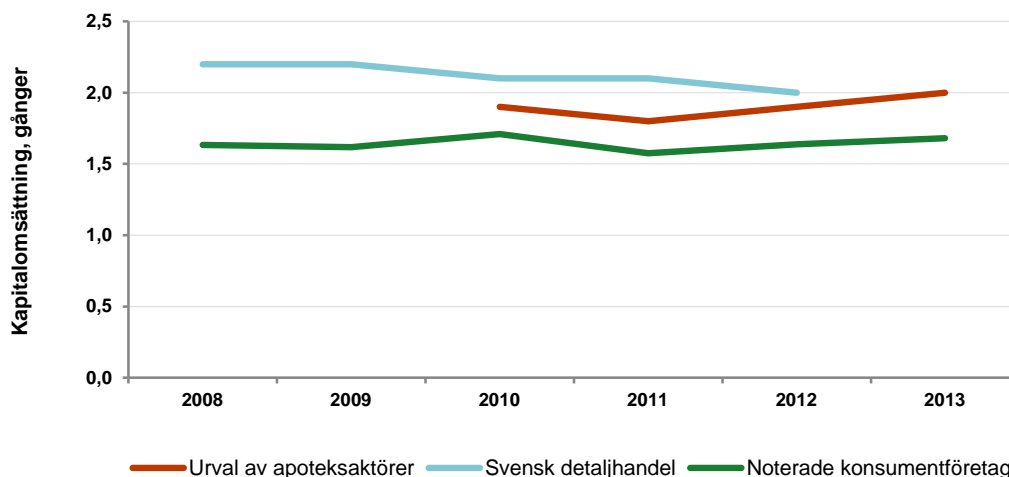
Källa: SCB, TLV och respektive noterat konsumentföretags årsredovisningar och kvartalsrapporter

5.3 Rörelsemarginal och kapitalbindning

Företag eller branscher med högre marginaler behöver inte vara de mest lönsamma, vilket illustrerades i kapitel 2. Lönsamheten beror också på hur mycket kapital som binds och hur ofta kapitalet omsätts i verksamheten.

⁶ OAB, *Information Memorandum*.

Figur 11. Kapitalomsättning för apoteksmarknaden, svensk detaljhandel och de noterade konsumentföretagen, gånger.



Källa: SCB samt kvartalsrapporter och årsredovisningar för noterade konsumentföretag och apoteksaktörer.

Under åren 2010 till 2013 har apoteksaktörerna i vårt urval ⁷ haft en sammantagen kapitalomsättning på cirka 1,8 - 2 gånger per år, att jämföra med de noterade konsumentföretagen som legat i intervallet 1,5 – 1,7 gånger. Som framgår av figur 8 har apoteksmarknaden historiskt haft lägre rörelsemarginaler än de noterade konsumentföretagen, även om skillnaden har minskat. En förenklad analys, där man jämför rörelsemarginaler med hänsyn till hur många gånger som kapitalet omsätts, visar att det är rimligt att apoteksmarknaden har lägre marginaler än de noterade konsumentföretagen. Detta eftersom apoteksverksamhet omsätter sitt kapital något snabbare.

På motsvarande sätt framgår att kapitalomsättningen inom svensk detaljhandel (2 – 2,2 gånger) är högre än för både apoteksföretagen och de noterade konsumentföretagen, vilket är förenligt med lägre historiska rörelsemarginaler. Givet kapitalomsättningen verkar alltså marginalerna på apoteksmarknaden vara rimliga.

För att kunna göra mer detaljerade jämförelser och analyser av marknadens lönsamhet, krävs balansräkningsdata för hela öppenvårdsmarknaden. I brist på detta har vissa schablonberäkningar gjorts utifrån den publika information som finns, det vill säga från de apoteksaktörer som förvärvade apotek i samband med omregleringen samt LloydsApotek.

⁷ Urvalet motsvarar cirka halva marknaden och inkluderar Apotek Hjärtat, Kronans Apotek, LloydsApotek, Medstop (numera Kronans Apotek) och Vårdapoteket (numera Apotek Hjärtat).

Dessa apotekskedjors balansräkningar inkluderar goodwill på totalt 4,5 miljarder kronor (motsvarande 53 procent av den samlade balansomslutningen), varav huvuddelen härrör från förvärv i samband med omregleringen. För de noterade konsumentföretagen utgör goodwill cirka 25 procent.

De större apotekskedjor, för vilka sammanställda balansräkningar saknas, är Apoteket AB, Apoteksgruppen och ICA Cura. Bland dessa gör vi bedömningen att Apoteket AB och ICA Cura helt saknar goodwill och vad gäller Apoteksgruppen, som sålt vidare 150 av de apotek som ursprungligen var en del av Apoteket AB, uppskattar vi en total goodwillpost på närmare 500 miljoner kronor.

Förutsatt att övriga huvudsakliga balansräkningsposter för Apoteket AB, Apoteksgruppen och ICA Cura inte avviker nämnvärt från övriga apoteksmarknaden, uppgår balansomslutningen totalt till cirka 12,8 miljarder kronor, varav knappt 40 procent utgörs av goodwill.

En beräkning av kapitalomsättningen för hela apoteksmarknaden, givet en balansomslutning på 12,8 miljarder kronor vid utgången av 2013, skulle höja kapitalomsättningen till intervallet 2,2 – 2,6 under perioden 2010 till 2013.

5.3.1 Lageromsättningshastigheten har sjunkit på apoteksmarknaden. Som beskrevs i kapitel 2, har lageromsättningshastigheten stor betydelse för vissa företags lönsamhet. Inom livsmedelshandeln omsätts lagret i genomsnitt knappt 30 gånger per år och inom Apoteket AB var nivån cirka 20 gånger för öppenvårdsapoteken strax före omregleringen.

Därefter, i takt med att antalet apotek ökat och den genomsnittliga omsättningen per apotek sjunkit, har lageromsättningshastigheten för branschen som helhet sjunkit. För apoteksaktörerna i urvalet uppgick årsomsättningen för ett genomsnittsapotek till 35 miljoner kronor 2008. I och med ett ökat antal apotek (cirka 50 procents ökning till cirka 680 apotek vid utgången av 2013), har den sjunkit till 25 miljoner kronor.

Fler butiker innebär ökade behov av lager. Den sammantagna ökningen i lagervärde i apoteksurvalet är närmare 80 procent till mer än 1,3 miljarder kronor 2013. Om hela ökningen gick att hänföra till butiksledet, skulle det innebära en lageromsättningshastighet på i storleksordningen 13 gånger. I och med att redovisade lagersiffror även innefattar helt nya upplägg i distributionsledet hos vissa aktörer, vet vi dock inte vad den egentliga nivån uppgår till i dagsläget.

5.3.2 Vissa bedömningar av skillnader i risk

Förutsättningarna är sällan identiska mellan olika branscher. Detta gäller mellan såväl apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen som inom urvalet av noterade konsumentföretag. I bilaga 2 görs vissa

bedömningar av skillnader i risk mellan apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen.

Utifrån ett produktperspektiv finns det anledning att tro att risken som är förknippad med apoteksmarknaden är lägre. Cirka 75 procent av det som säljs på apoteken är receptbelagda läkemedel och från en konsuments perspektiv är det sannolikt att ett sådant inköp prioriteras framför andra, om en prioritering behöver ske. Det betyder att en konsuments möjlighet att skjuta upp ett sådant köp är mindre än för många andra varor, vilket innebär en lägre risknivå för en apoteksaktör.

När det gäller att bedöma skillnader i risk baserat på historiska svängningar i rörelseresultaten i förhållande till omsättningen ("operationell hävstång"), visar TLV:s beräkningar i bilaga 2 att risken är ungefär densamma mellan apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen. Resultaten baseras på historiska siffror varför framtida bedömningar kan ge andra resultat.

Resultatet från jämförelserna i risk i bilaga 2 är inte helt entydiga. Från ett produktperspektiv är det rimligt att anta lägre risk för apoteksaktörerna, medan ett kostnadsperspektiv, som baseras på historiska siffror, indikerar att risken är ungefär på samma nivå. Utifrån antagandet att risken är ungefär på samma nivå, är det rimligt att lönsamheten på apoteksmarknaden inte väsentligen avviker från de noterade konsumentföretagen.

5.4 Sammantagen bedömning av jämförelser med annan detaljhandel

Dataunderlaget från de noterade internationella apoteksföretagen innehåller flera brister, vilket försvårar jämförelser med de svenska apoteken. Utifrån den redovisning som görs i kapitel 4 går det därför inte att dra några säkra slutsatser om hur lönsamheten på den svenska apoteksmarknaden står sig internationellt. TLV gjorde därför bedömningen att analysen behövde utvidgas med annan detaljhandel.

Förutsättningarna är inte identiska mellan apoteksmarknaden och annan detaljhandel och inte heller inom olika segment av detaljhandeln. Urvalet av noterade konsumentföretag består av företag från olika branscher och de erbjuder olika typer av produkter och tjänster till konsumenter, alltifrån livsmedel till inredning och bilar. En gemensam nämnare med de noterade konsumentföretagen är att majoriteten av försäljningen sker via butiker, i likhet med apoteken. När det gäller den svenska detaljhandeln baseras statistiken på detaljhandelsmarknader som totalt omsätter omkring 620 miljarder kronor. Dessa branscher och de svenska apoteken har i stor utsträckning samma kunder, det vill säga den svenska befolkningen. Det betyder också att apoteken och den svenska detaljhandeln påverkas av konjunkturen på ett likvärdigt sätt, även om specifika faktorer kan påverka vissa branscher, exempelvis ändrade regleringar eller förändrade valutakurser.

Att förutsättningarna skiljer sig mellan olika branscher illustreras ur ett lönsamhetsperspektiv i kapitel 2, där olika detaljhandelssegment jämförs. Jämförelserna visar varför en lönsamhetsjämförelse behöver inkludera både resultat- och balansräkning, eftersom olika branscher använder olika mycket kapital i sin verksamhet. Det har varit TLV:s ambition att inkludera apotekens balansräkningar i analysen, vilket alltså inte har varit möjligt fullt ut.

De förenklade analyser som TLV gjort baseras på halva apoteksmarknaden, vilket medför vissa begränsningar. Jämförelserna innebär att nivån på apoteksmarknadens rörelsemarginaler relativt såväl svensk detaljhandel som de noterade konsumentföretagen, är rimliga givet hur mycket kapital som binds i verksamheterna.

Apotekens rörelsemarginaler har varit något högre än svensk detaljhandel, men samtidigt lägre än noterade konsumentföretags. Skillnaden har varit som störst mot de noterade konsumentföretagen, men eftersom dessa företag har haft en kraftig trend nedåt sedan 2008, var marginalerna ungefär på samma nivåer 2013.

Givet uppskattningar av några av de risker som apoteksmarknaden respektive de noterade konsumentföretagen är förknippade med, borde lönsamheten vara på samma nivå eftersom risken är det. Resultaten i jämförelserna av risk är dock inte entydiga eftersom det å ena sidan verkar motiverat med en lägre risk hos apoteken ur ett produktperspektiv, medan jämförelserna baserat på känsligheten i rörelseresultaten indikerar ungefär samma nivå av risk. Beräkningarna är också baserade på historiska siffror och framtida bedömningar kan ge andra resultat.

Med hänsyn till den tillgängliga information som TLV har baserat jämförelserna på, är det TLV:s samlade bedömning att apotekens lönsamhet inte väsentligen avviker från annan detaljhandel.

6 Det fortsatta arbetet

Nästa steg i det pågående arbetet inom översynen av handelsmarginalen är att beskriva det offentliga behov och utifrån det analysera hur väl apoteksaktörerna lever upp till de krav och förväntningar som gäller för den omreglerade marknaden.

När det gäller arbetet med apoteksmarknadens lönsamhet har delrapporterna hittills, med denna rapport inkluderad, kartlagt och bedömt lönsamheten fram till och med 2013. I flera avseenden har dessa lönsamhetsbedömningar baserats på begränsade dataunderlag. Ju bättre underlag TLV har tillgång till, desto mer kvalificerade bedömningar av lönsamheten kan göras. Branschens lönsamhet och framtidsutsikter ligger till grund för apoteksaktörernas affärsbeslut, vilket styr tillgängligheten till apotek och läkemedel samt apoteksservice i övrigt.

Apoteksmarknaden kommer att bedömas ur ett helhetsperspektiv, där lönsamhet ställs i relation till de krav och målsättningar som gäller för den omreglerade marknaden.

TLV:s arbete med översynen av handelsmarginalen ska präglas av tydlighet och förutsägbarhet. Ambitionen är att avsluta pågående översyn i början av 2015.

Referenser

Admenta Sweden AB (LloydsApotek). Årsredovisningar.

ApoPharm Holding AB (Apotek Hjärtat). Årsredovisningar.

Apoteket AB. Årsredovisningar.

Apoteket Omstrukturering AB. *Information Memorandum*. 2009

Apoteksgruppen i Sverige Holding AB. Årsredovisningar.

Axfood. Årsredovisningar.

Bang Olofsen. Årsredovisningar.

Bilia. Årsredovisningar.

Brasil Pharma. Årsredovisningar.

Byggmax Group. Årsredovisningar.

Celesio. Årsredovisningar.

Clas Ohlson. Årsredovisningar.

CVS Caremark. Årsredovisningar.

Damodaran, Aswath. *Investment valuation – Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

Galenica. Årsredovisningar.

Hemtex. Årsredovisningar.

Hennes & Mauritz. Årsredovisningar.

Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael. *Företagens lönsamhet, finansiering och tillväxt – Mål, samband och mätmetoder*. Lund: Studentlitteratur AB, 2005.

KappAhl. Årsredovisningar.

Marimekko. Årsredovisningar.

Medstop AB. Årsredovisningar.

Mekonomen. Årsredovisningar.

MQ. Årsredovisningar.

Nobia. Årsredovisningar.

Pelion. Årsredovisningar.

Pharmacy Chain 36,6. Corporate profile (June 2013). (2013) Tillgänglig: www.pharmacychain3666.ru. (2014-04-08).

Protek. Årsredovisningar.

Raia Drogasil. Årsredovisningar.

Regeringens proposition 2007/08:87. *Bildande av moderbolag för Apoteket AB samt vissa omstruktureringsåtgärder*. Stockholm: Socialdepartementet, 2008.

Regeringens proposition 2008/09:145. *Omreglering av apoteksmarknaden*. Stockholm: Socialdepartementet, 2009.

Retail and Brands. Årsredovisningar.

RiteAid. Årsredovisningar.

SCB. Nyckeltal, Svensk detaljhandel. Diarienummer 03246/2014

SCB. Företagens ekonomi. Tillgänglig: www.scb.se. (2014-08-27)

Stockmann. Årsredovisningar.

Swedol. Årsredovisningar.

Tandvårds- och läkemedelsförmånsverket. *Apoteksmarknadens bruttoresultat 2012*. Diarienummer 1022/2014.

Tandvårds- och läkemedelsförmånsverket. *Apoteksmarknadens lönsamhet – apotekens resultatutveckling efter omregleringen*. Diarienummer 2170/2014.

Tandvårds- och läkemedelsförmånsverkets BI-databas. 2013.

Venue Retail Group. Årsredovisningar.

Vårdapoteket i Norden AB. Årsredovisningar.

Walgreen. Årsredovisningar.

Bilaga 1 Omregleringen av apoteksmarknaden

Efter bemyndigande från riksdagen bildades i juni 2008 Apoteket Omstrukturering AB (OAB) som ett moderbolag till Apoteket AB. Det övergripande ändamålet med bolagets verksamhet var att leda och övervaka de processer som var nödvändiga för att omstrukturera Apoteket AB inför omregleringen av den svenska apoteksmarknaden. Regeringen angav att syftet var att säkerställa genomförandet av omregleringen av apoteksmarknaden och att vidta de åtgärder som behövdes för att Apoteket AB skulle kunna avyttra apotek (prop. 2007/08:87).

Målen med omregleringen (prop. 2008/09:145) var att ge konsumenterna ökad tillgänglighet till läkemedel, bättre service och ett bättre tjänsteutbud samt låga läkemedelskostnader till nytta för konsumenten och det offentliga. Omregleringen skulle även tillvarata apotekens bidrag till en förbättrad läkemedelsanvändning. En grundläggande förutsättning var att minst samma krav på kompetens och säkerhet i läkemedelsförsörjningen som då präglade handeln med läkemedel, skulle bibehållas.

Den 1 juli 2009 avvecklades det svenska apoteksmonopolet efter beslut av riksdagen. Apoteket AB:s ensamrätt att bedriva apoteksverksamhet upphörde därmed. Av Apoteket AB:s 946 apotek såldes 466 apotek indelade i åtta kluster, som bestod av 10-199 apotek. Försäljningen slutfördes under första halvåret 2010. Ytterligare 150 apotek reserverades för småföretagare, vilka i dag utgör Apoteksgruppen, en apotekskedja med en central serviceorganisation och frivilligt anslutna apotek.

I samband med omregleringen höjdes handelsmarginalen i syfte att skapa förutsättningar för att nå målen med reformen. Höjningen utformades genom att läkemedel som ingick i systemet för generiskt utbyte fick 10 kronor extra i handelsmarginal, den så kallade generikatian. Apoteksaktörerna ersattes på så vis för det merarbete som det generiska utbytet medför. Höjningen bedömdes uppgå till 460 miljoner kronor (helårseffekt) och finansierades i sin helhet genom en sänkning av priserna på vissa läkemedel.

Apoteksaktörerna fick även en ny lagstadgad rätt att förhandla inköpspriser på originalläkemedel och parallellimporterade läkemedel utan generisk konkurrens. Denna nya intjäningsmöjlighet bedömdes kunna addera 50-100 miljoner kronor till apoteksmarknadens samlade bruttoresultat, men har senare visat sig bli betydligt större. Intjäningen är dock känslig för ett antal faktorer, såsom valutakursvariationer, patentutgångar och prisjusteringar.

Bilaga 2 Lönsamhet och risk

Risk påverkar lönsamhet

Olika företag är förknippade med olika nivåer av risk. Ju större risk desto högre krav från ägarna på avkastning för att de ska vara villiga att investera kapital i det aktuella företaget. Samma resonemang gäller för långivare till företaget: Ju högre risken är för att företaget inte kommer kunna betala räntor eller amortera på skulden, desto högre ränta kommer långivaren att kräva. Att företag är förknippade med olika nivåer av risk borde vägas in i en lönsamhetsjämförelse. Ett företag som uppvisar högre lönsamhet än ett annat behöver inte vara det "bästa" företaget från en ägares eller långivares perspektiv när man tar hänsyn till risken.

För noterade företag kan risk uppskattas utifrån historiska aktiekurser

För ett noterat företag kan man uppskatta risken genom historiska priser på företagets aktie i förhållande till ett brett börsindex. Ju större svängningarna är i förhållande till svängningarna i indexet, ju större risk är förknippat med det företagets aktie. Enligt finanst teori kallar man detta riskmått för *beta*.

Vad påverkar risken hos ett företag?

För onoterade företag, såsom de svenska apoteksaktörerna, kan man inte uppskatta risken genom historiska aktiekurser. Man kan därför inte jämföra risken mellan apoteksaktörerna och de noterade konsumentföretagen baserat på *beta*. Man kan däremot uppskatta, eller åtminstone resonera kring risken hos onoterade företag genom att välja ut noterade företag i samma bransch och jämförara skillnader i kostnadsstruktur och skuldsättning. Generellt påverkas ett företags risk av:

- Branschtillhörighet och graden av sällanköp i produkten: Ju lättare det är för en konsument att skjuta upp ett köp, desto större är risken.
- Operationell hävstång: Ju högre andel fasta kostnader ett företag har, desto känsligare blir det för svängningar i omsättningen. Alltså, ju högre fasta kostnader desto större risk.
- Finansiell hävstång: Ju högre skuldsättning desto större risk. Räntebetalningar kan ses som fasta kostnader som är svåra att skära ned på när omsättningen minskar. Alltså, ju högre andel lån desto större risk.

Kategorisering baserat på behovet för produkten

När det gäller hur risken påverkas av branschtillhörighet, har urvalsprocessen baserats på faktorer för att öka jämförbarheten. Urvalet av noterade konsumentföretag har gjorts utifrån begränsningen att minst hälften av ett företags nettoomsättning ska ske via det egna butiksnätet.

Trots urvalskriterierna finns det dock skillnader avseende produkternas behovskaraktär, dels inom urvalet av noterade konsumentföretag och dels mellan urvalet och apoteksaktörerna. Läkemedel är produkter som är svåra att välja bort, det vill säga för en person som är i behov av ett läkemedel är det hög sannolikhet att det inköpet prioriteras framför andra inköp. Även om det är svårt att exakt uppskatta behovet för de noterade konsumentföretagens produkter, kan man göra vissa förenklade indelningar. Man kan tänka sig en femgradig skala där en 1:a karaktäriseras av ett mycket litet behov och en 5:a av ett mycket stort behov.

Behovet för en produkt hör ihop med graden av sällanköp. Ju mindre behovet är för en produkt, desto lättare är det att skjuta upp köpet. Ett annat sätt att kategorisera företagen avseende vilken produkt som säljs, är beräkna hur många gånger som lagrets omsätts. Utgångspunkten är att ju lägre grad av sällanköp, det vill säga ju högre behovet är för produkten, desto oftare omsätts lagret.

Kategorisering baserat på svängningar i rörelseresultatet i förhållande till svängningar i omsättningen

Olika företag eller branscher har olika möjligheter till flexibla kostnadsstrukturer. Generellt kan man dela in ett företags kostnader i fasta och rörliga. Skillnaden mellan fasta och rörliga kostnader är ifall de påverkas av omsättningen. De fasta kostnaderna måste betalas oavsett omsättningsnivå (exempelvis hyror, personal och avskrivningar) och rörliga kostnader ökar med omsättningen (exempelvis inköp). Företag med en högre andel fasta kostnader blir därför mer sårbara ifall omsättningen skulle minska.

Kostnadsstrukturen påverkar risken förknippad med ett företag. Ju högre andel fasta kostnader, desto mer sårbart är företaget. Enligt finansteori talar man om operationell hävstång när det gäller ett företags kostnadsstruktur. Ju högre andel fasta kostnader, desto större hävstång. För en extern bedömare kan det vara svårt att dela upp ett företags kostnader i fasta och rörliga, men man kan uppskatta dem genom att jämföra känsligheten i rörelseresultatet i förhållande till svängningar i omsättningen. Ju mer rörelseresultatet varierar i förhållande till omsättningen över tid, desto rimligare är det att anta att företaget har en hög operationell hävstång och således högre risk.

$$\text{Graden av operationell hävstång} = \frac{\% \text{ - förändring i rörelseresultat}}{\% \text{ - förändring i omsättning}}$$

Justera för varierande grad av skuldsättning

Förenklat uttryckt får ett företag kapital från sina ägare och långgivare. Fördelningen av kapitalet dem emellan styr vilken skuldsättning företaget har. Ju mer lån desto högre skuldsättning. Enligt aktiebolagslagen är långgivare högre prioriterade än ägarna, vilket betyder att långgivarna får

amorterings- och räntebetalningar innan ägarna får någon form av ersättning från företaget. Ju mer lån ett företag har, desto mer riskfyllt blir ägarnas kapital eftersom en större del av företagets resultat (eller egentligen kassaflöden) går till amorteringar på skulder och räntor. Det innebär att ju högre skuldsättning ett företag har, desto större risk.

Enligt finasteori kan man justera ett noterat företags betavärde för skuldsättningen. Man kan alltså justera risken hos noterade företag för att de har olika skuldsättningar och på så sätt få bättre riskuppskattningar av företagens verksamheter.

Riskkategoriseringar av apoteksmarknaden och de noterade konsumentföretagen

Tabell 7 redovisar olika riskparametrar för de noterade konsumentföretagen och apoteksmarknaden baserat på beskrivningarna ovan.

Tabell 7. Sammanställning över de noterade konsumentföretagens och apoteksmarknadens risk utifrån skuldjusterat beta, sällanköpsranking och operationell hävstång.

	Beta skuldjusterat	Sällanköpsranking	Operationell hävstång
Mekonomen	0,20	4	1,9
Axfood	0,39	5	1,9
MQ Holding	0,48	3	8,8
Marimekko	0,55	3	11,6
Bang Olofsen	0,70	1	46,7
Stockmann	0,70	3	4,0
KappAhl	0,76	4	36,0
Clas Ohlson	0,80	3	2,5
Hemtex	0,86	3	21,4
Byggmax Group	0,87	2	1,9
Swedol	0,98	2	11,8
Bilia	1,03	2	296,4
Venue Retail Group	1,18	3	64,0
Nobia	1,46	1	65,2
Retail and Brands	1,49	3	43,7
Medelvärde	0,83	2,8	41,2
Median	0,80	3	11,8
Apoteksmarknaden		5 (3-5)	14,5

Källa: Apoteksaktörers och konsumentföretagens årsredovisningar, Bloomberg.com, OAB, Reuters.com och TLV

Tabellen visar att betavärdet (skuldjusterat) för de noterade konsumentföretagen är 0,80 (median). Att värdet är mindre än 1 betyder att deras verksamheter i genomsnitt är mindre riskfyllda än aktiemarknaden som helhet. Ett rimligt antagande är därför att de är mindre konjunkturkänsliga än övriga företag. Det är också ett rimligt antagande att apoteksmarknaden generellt är mindre känslig för svängningar i konjunkturen med tanke på de sålda produkternas behovskaraktär.

Inget av de svenska apoteksföretagen är noterat, vilket medför att man inte kan göra en direkt jämförelse baserat på betavärden. Det genomsnittliga betavärdet (skuldjusterat) för fem noterade apoteksföretag ⁸ utanför Sverige är 0,71, vilket alltså är lägre än de noterade konsumentföretagen i tabell 7. Det indikerar att de fem noterade apoteksföretagens verksamheter i genomsnitt är mindre riskfyllda än de noterade konsumentföretagen. Jämförelsen har dock svagheter eftersom beräkningen för de noterade apoteksföretagen:

- Endast baseras på fem företag som är noterade på andra börser
- Företagen har även andra verksamheter

Sällanköpsrankingen i tabellen har baserats på TLV:s uppskattningar om hur enkelt det är för en konsument att skjuta upp ett köp av en viss produkt. Den allra största delen av det som säljs på ett apotek skulle karaktäriseras av en 5:a. Men delar av sortimentet, så som kosmetika och andra handelsvaror, skulle få en lägre siffra i rankingen. Rankingens utgör inte någon exakt beskrivning av jämförbarheten mellan företagen, utan ger snarare ytterligare dimension till hur man kan resonera om riskskillnader mellan de noterade konsumentföretagen och apoteksmarknaden. Givet den utgångspunkten är apoteksmarknaden förknippad med lägre risk än den är för de noterade konsumentföretagen.

Den operationella hävstången för de noterade konsumentföretagen är 11,8 (median) vilket kan jämföras med apotekens 14,5. Baserat på tolkningen av en högre operationell hävstång som gjordes ovan, är det rimligt att anta att risken är på ungefär samma nivå för apoteken och de noterade konsumentföretagen. Det ska dock konstateras att beräkningen för de noterade konsumentföretagen är baserad på resultaträkningarna mellan 2008 och 2013, medan motsvarande beräkning för apoteksmarknaden inkluderar 2008, 2009, 2012 och 2013. Ifall 2010 och 2011 skulle inkluderas, är det rimligt att anta att den operationella hävstången skulle öka för apoteksmarknaden när aktörerna skulle etablera sig på den omreglerade marknaden. Etableringskostnaderna under 2010 och 2011 är dock att betrakta som specifika givet de nya marknadsförutsättningarna. Å andra sidan har apotekens rörelseresultat de senaste åren påverkats av intjänningen från parallellimporterade läkemedel och den är känslig för externa faktorer så som prisförändringar, patentutgångar och valutakursförändringar.

⁸ Walgreen, CVS Caremark, Celesio, Galenica och Raia Drogasil

Framtida bedömningar behöver därför inte ge samma resultat som de som gäller för 2008/2009 och 2012/2013.

Bilaga 3 Reuters Retail Drug Companies

Företagsnamn	Land	Region
Clicks Group Ltd	Sydafrika	Afrika
U-Home Group Holdings Ltd	Hong Kong	Asien
PT Enseval Putera Megatrading Tbk.	Indonesien	Asien
PT Kimia Farma (Persero) Tbk.	Indonesien	Asien
AIN PHARMACIEZ INC.	Japan	Asien
Aisei Pharmacy Co Ltd	Japan	Asien
CAWACHI LTD.	Japan	Asien
Coco Kara Fine Inc	Japan	Asien
COSMOS Pharmaceutical Corporation	Japan	Asien
CREATE SD HOLDINGS CO.,LTD.	Japan	Asien
Genky Stores, Inc.	Japan	Asien
KIRINDO CO., LTD.	Japan	Asien
KUSURI NO AOKI CO., LTD.	Japan	Asien
Lady Drug Store Co., Ltd.	Japan	Asien
Matsumotokiyoshi Holdings Co., Ltd.	Japan	Asien
Medical Ikkou Co., Ltd.	Japan	Asien
MEDICAL SYSTEM NETWORK Co., Ltd.	Japan	Asien
Medipal Holdings Corp	Japan	Asien
NIHON CHOUZAI Co.,Ltd.	Japan	Asien
Pharmarise Corporation	Japan	Asien
Qol Co Ltd	Japan	Asien
SAPPORO CLINICAL LABORATORY INC.	Japan	Asien
SOGO MEDICAL CO., LTD.	Japan	Asien
SUGI HOLDINGS Co.,LTD.	Japan	Asien
SUNDRUG CO., LTD.	Japan	Asien
SUZUKEN CO., LTD.	Japan	Asien
Toho Holdings Co Ltd	Japan	Asien
Total Medical Service Co Ltd	Japan	Asien
TSURUHA HOLDINGS INC.	Japan	Asien
Welcia Holdings Co Ltd	Japan	Asien
VITAL KSK HOLDINGS INC	Japan	Asien
YAKUODO. Co., Ltd.	Japan	Asien
China Jo Jo Drugstores Inc	Kina	Asien
China National Accord Medicines Corp Ltd	Kina	Asien
China National Medicines Corporation Ltd	Kina	Asien
China Nepstar Chain Drugstore Ltd.(ADR)	Kina	Asien
China Pioneer Pharma Holdings Ltd	Kina	Asien
Chongqing Tong Jun Ge Co.,Ltd	Kina	Asien

GuangYuYuan Chinese Herbal Medicn Co Ltd	Kina	Asien
Hua Xia Healthcare Holdings Limited	Kina	Asien
Jintian Pharmaceutical Group Ltd	Kina	Asien
Jointown Pharmaceutical Group Co Ltd	Kina	Asien
Kingworld Medicines Group Ltd	Kina	Asien
Liaoning Cheng Da Co., Ltd	Kina	Asien
New Ray Medicine International Holding	Kina	Asien
Shandong Realcan Pharmaceutical Co Ltd	Kina	Asien
Shanghai No.1 Pharmacy Co., Ltd.	Kina	Asien
ShareHope Medicine Co Ltd	Kina	Asien
Wanjia Group Holdings Ltd	Kina	Asien
Zhejiang Int'l Group Co.,Ltd.	Kina	Asien
Zhejiang Zhenyuan Co.,Ltd.	Kina	Asien
Apex Healthcare Berhad	Malaysia	Asien
Caring Pharmacy Group Bhd	Malaysia	Asien
Colombo City Holdings PLC	Sri Lanka	Asien
Muller and Phipps (Ceylon) Ltd.	Sri Lanka	Asien
PC Pharma Ltd	Sri Lanka	Asien
Arich Enterprise Co Ltd	Taiwan	Asien
Tcm Biotech International Corp	Taiwan	Asien
Danang Pharmaceutical Medical Equip JSC	Vietnam	Asien
Dong Nai Pharmaceutical JSC	Vietnam	Asien
Australian Pharmaceutical Industries Ltd	Australien	Australien/Nya Zeeland
Sigma Pharmaceutical Limited	Australien	Australien/Nya Zeeland
Ebos Group Limited	Nya Zeeland	Australien/Nya Zeeland
Pharmacybrands Ltd	Nya Zeeland	Australien/Nya Zeeland
PCB SA	Belgien	Europa
Oriola-KD Oyj	Finland	Europa
Millet Innovation SA	Frankrike	Europa
Medika d.d.	Kroatien	Europa
Farmacol SA	Polen	Europa
Neuca SA	Polen	Europa
Pelion SA	Polen	Europa
Ropharma SA	Rumänien	Europa
Aptechnaya set' 36,6 OAO	Ryssland	Europa
Farmatsiya OAO (P)	Ryssland	Europa
PROTEK OAO	Ryssland	Europa
Galenica AG	Schweiz	Europa
Salus Ljubljana d.d.	Slovenien	Europa
Medivir AB	Sverige	Europa
B.M.P. Pharma Trading AG	Tyskland	Europa
Celesio AG	Tyskland	Europa
Rivnevetzooprompostach PAT	Ukraina	Europa

Rekah Pharmaceutical Industry Ltd.	Israel	Mellanöstern
Imperial Equities Inc.	Kanada	Nordamerika
Shoppers Drug Mart Corporation	Kanada	Nordamerika
The Jean Coutu Group (PJC) Inc.	Kanada	Nordamerika
AmerisourceBergen Corp.	USA	Nordamerika
Avatex Corporation	USA	Nordamerika
Black River Petroleum Corp	USA	Nordamerika
Cardinal Health Inc	USA	Nordamerika
CVS Caremark Corporation	USA	Nordamerika
Express Scripts Holding Co	USA	Nordamerika
Liberator Medical Holdings Inc	USA	Nordamerika
McKesson Corporation	USA	Nordamerika
MWI Veterinary Supply, Inc.	USA	Nordamerika
Petmed Express Inc	USA	Nordamerika
PharMerica Corporation	USA	Nordamerika
Prestige Brands Holdings, Inc.	USA	Nordamerika
Rite Aid Corporation	USA	Nordamerika
ScriptsAmerica, Inc.	USA	Nordamerika
Walgreen Company	USA	Nordamerika
Adcock Ingram Holdings Limited	Afrika	Sydafrika
Brasil Pharma SA	Brasilien	Sydamerika
Dimed SA Distribuidora de Medicamentos	Brasilien	Sydamerika
Profarma Distribuidora d Prdts Frmcts SA	Brasilien	Sydamerika
Raia Drogasil SA	Brasilien	Sydamerika
Farmacias Ahumada SA	Chile	Sydamerika
Corporativo Fragua SAB de CV	Mexiko	Sydamerika
Farmacias Benavides SAB de CV	Mexiko	Sydamerika

Bilaga 4 Affärsvärlden: Noterade konsumentvaru- och konsumenttjänstföretag

Företag	Land
Aalborg Boldspilklub A/S	Danmark
Aarhus Elite B	Danmark
Andersen & Martini B	Danmark
Atlantic Airways	Danmark
Bang Olofsen	Danmark
BoConcept Holding B A/S	Danmark
Brøndby IF	Danmark
Carlsberg B	Danmark
Dantax	Danmark
DK Company	Danmark
Egetæpper B	Danmark
Euroinvestor.com	Danmark
Expedit B	Danmark
FirstFarms	Danmark
Gabriel Holding	Danmark
Harboes Bryggeri B	Danmark
IC Companys	Danmark
KIF Håndbold Elite B	Danmark
Matas	Danmark
Mols-Linien	Danmark
NetBooster Holding	Danmark
North Media	Danmark
Pandora	Danmark
PARKEN Sport & Entertainment	Danmark
Royal UNIBREW	Danmark
Sanistål	Danmark
SAS	Danmark
Scandinavian Brake Systems A/S	Danmark
Silkeborg IF Invest B	Danmark
SmartGuy Group	Danmark
Tivoli A/S	Danmark
Travelmarket.com	Danmark
United Int. Enterprises	Danmark
Viborg Håndbold Klub A/S	Danmark
Østasiatiske Kompagni	Danmark

Alma Media Oyj	Finland
Amer Sports Oyj	Finland
Apetit	Finland
Atria Oyj A	Finland
Finnair Oyj	Finland
Fiskars Oyj Abp	Finland
HKScan Oyj A	Finland
Honkarakenne B	Finland
Ilkka-Yhtymä 2	Finland
Keskisuomalainen A	Finland
Kesko Oyj B	Finland
Marimekko Oyj	Finland
Martela A	Finland
Nokian Renkaat Oyj	Finland
Olvi Oyj A	Finland
Pohjois-Karjalan Kirjapaino	Finland
Raisio Oyj Viahto-osake	Finland
Rapala VMC	Finland
Restamax Oyj	Finland
Saga Furs Oyj	Finland
Sanoma Oyj	Finland
Stockmann	Finland
Suominen	Finland
Talentum Oyj	Finland
Viking Line Abp	Finland
Austevoll Seafood ASA	Norge
Bakkafrost P/F	Norge
BWG Homes ASA	Norge
Cermaq ASA	Norge
Copeinca ASA	Norge
Domstein ASA	Norge
Ekornes ASA	Norge
Funcom	Norge
Grieg Seafood ASA	Norge
Gyldendal ASA	Norge
Havfisk ASA	Norge
Hurtigruten	Norge
Kongsberg Automotive Holding ASA	Norge
Lerøy Seafood Group ASA	Norge
Marine Harvest ASA	Norge
Norway Royal Salmon ASA	Norge
Norwegian Air Shuttle	Norge
Polaris Media ASA	Norge
Royal Caribbean Cruises Ltd	Norge

SalMar ASA	Norge
Schibsted ASA	Norge
Scottish Salmon Co Plc/The	Norge
Tide	Norge
2E Group	Sverige
AarhusKarlshamn	Sverige
Acap Invest B	Sverige
Agrokultura	Sverige
Autoliv SDB	Sverige
Axfood	Sverige
Betsson B	Sverige
Betting Promotion	Sverige
Bilia A	Sverige
Björn Borg	Sverige
Black Earth Farming	Sverige
Byggmax Group	Sverige
CDON Group	Sverige
Clas Ohlson B	Sverige
Cloetta B	Sverige
Duni	Sverige
Electra Gruppen	Sverige
Electrolux B	Sverige
Eniro	Sverige
Fenix Outdoor B	Sverige
FinnvedenBulten	Sverige
Forestlight Entertainment	Sverige
GuldAdam	Sverige
Götenehus Group	Sverige
Haldex	Sverige
Hemtex	Sverige
Hennes & Mauritz B	Sverige
Husqvarna B	Sverige
ICA Gruppen	Sverige
INEV Studios	Sverige
KABE B	Sverige
KappAhl	Sverige
Lammhults Design Group	Sverige
Mackmyra Svensk Whisky B	Sverige
Mekonomen	Sverige
Midsona B	Sverige
Modern Times Group B	Sverige
MQ Holding	Sverige
Net Entertainment NE B	Sverige
New Equity Venture International B	Sverige

New Nordic Healthbrands	Sverige
New Wave B	Sverige
Nobia	Sverige
Nordic Leisure	Sverige
Nordic Service Partn. Holdings	Sverige
Nordkom	Sverige
Odd Molly International	Sverige
Online Brands Nordic	Sverige
Opcon	Sverige
Opus Group	Sverige
Oriflame, SDB	Sverige
Paradox Entertainment	Sverige
Rasta Group	Sverige
Rezidor Hotel Group	Sverige
RNB RETAIL AND BRANDS	Sverige
SCA B	Sverige
Scandbook Holding	Sverige
SkiStar B	Sverige
Skåne-möllan	Sverige
Sportamore	Sverige
Swedish Match	Sverige
Swedol B	Sverige
TiksPac	Sverige
TradeDoubler	Sverige
Trigon Agri	Sverige
TrustBuddy International	Sverige
Unibet Group	Sverige
Unlimited Travel Group	Sverige
VBG GROUP B	Sverige
Venue Retail Group B	Sverige
WeSC	Sverige