

A decorative graphic on the right side of the page. It features three concentric blue circles of different sizes. Two thin blue lines originate from the top left and extend diagonally towards the circles. A larger blue circle is at the top right, a medium one is in the middle, and a large one is at the bottom right, partially cut off by the edge of the page.

Værdiansættelse af Danisco A/S

- Er fair value på Daniscos aktier over- eller undervurderet?

Afgangsprøjsprojekt på studiet HD i finansiel rådgivning

Vejleder: Palle Nierhoff

Anslag tekst: 156.226 svarende til ca. 68 sider

Jonas Rauff

23-05-2011

Indhold

1 - Executive summary.....	7
2 - Indledning.....	8
3 - Problemformulering.....	9
3.1 - Relevante undersøgelsesspørgsmål.....	9
3.2 - Definitioner.....	10
3.3 - Afgrænsninger og forudsætninger.....	10
3.4 - Fravalg i opgaven	10
3.5 - Metode og datamæssige overvejelser	11
3.6 - Strategisk analyse.....	11
3.7 - Dataindsamling og kildekritik	12
3.8 - Kildekritik.....	12
4 - Danisco i korte træk.....	12
4.1 - Ejerforhold.....	12
4.1.1 Storaktionærer.....	13
4.2 - Forretningsområder	13
4.2.1 - Hovedtal for Food Ingrediens og for Industrielle enzymer.....	13
4.2.2 - Food ingrediens:.....	14
4.2.3 - Enablers	14
4.2.4 - Bio Actives (culturs and sweetners)	15
4.2.5 - Industrielle enzymer	15
4.2.6 - Genencor	15
4.3 - Daniscos historie	15
4.3.1 - Fusioner gennem tiderne.....	16
4.4 - Vision, mission og strategi.....	17
4.4.1 - Vision	17
4.4.2 - Mission.....	18
4.4.3 - Strategi.....	18
5 - Kronologisk forløb over Duponts købstilbud.....	19
5.1 - Dupont viser interesse for Danisco i 2010.....	19
5.2 - Dupont offentliggør købstilbud	19
5.3 - Købstilbuddet udarbejdes	19
5.4 - Første forlængelse af købstilbuddet	19

5.5 - Anden forlængelse af købstilbuddet.....	19
5.6 - Tredje forlængelse af købstilbuddet – 3. gang lykkens gang?.....	20
5.7 - Stigning i præmie ved købstilbud – god ide?.....	20
5.8 - Betingelser og godkendelser	21
5.9 - Hvorfor er det interessant for Dupont at komme med et købstilbud på Danisco?	21
5.10 - Hvilken del af Danisco er det Dupont er interesseret i og hvorfor?	22
6 - Strategisk analyse	22
6.1 - PEST-analyse (omverdenen)	23
6.1.1 - De politiske forhold	23
6.1.2 - Økonomiske forhold	25
6.1.3 - De sociale og kulturelle forhold:	28
6.2 - Porters 5 forces-analysen (branche)	30
6.2.1 - Adgangsbarrierer.....	31
6.2.2 - Kundernes forhandlingsstyrke	31
6.2.3 - Truslen fra substituerende produkter	32
6.2.4 - Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	33
6.2.5 - Konkurrenceintensiteten – Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen	34
6.3 - Intern analyse af ikke-finansielle værdidrivere.....	35
6.3.1 - Materielle anlægsressourcer	35
6.3.2 - De menneskelige ressourcer.....	35
6.3.3 - Finansielle ressourcer	36
6.3.4 - Immaterielle ressourcer.....	37
6.3.5 - Opsamling på Daniscos ressourcer.....	37
6.4 - Produktporteføljen – Boston matricen	38
6.4.1 - Fødevareingredienser	38
6.4.2 - Industrielle enzymer	38
6.4.2 - Enablers	38
6.4.3 - Cultures.....	39
6.4.4. - Sweeteners.....	39
6.4.5 - Genencor	39
6.5 - SWOT-analyse.....	39
6.5.1 - Potentielle styrker	39
6.5.2 - Potentielle svagheder	40

6.5.3 - Potentielle muligheder	41
6.5.4 - Potentielle trusler	42
7 - Regnskabsanalyse	42
7.1 - Formålet med regnskabsanalysen	42
7.2 - Regnskabspraksis - rapportering af totalindkomst	43
7.3 - Reformulering af egenkapitalen	43
7.3.1 - Totalindkomsten kan beregnes som følgende formel:.....	43
7.3.2 - Egenkapitalopgørelsen kan beregnes ud fra følgende formel:.....	43
7.3.3 - Valutakursreguleringer i dattervirksomheder	44
7.3.4 - Regulering af sikringsinstrumenter	44
7.4 - Reformulering af resultatopgørelsen.....	44
7.5 - Reformulering af balancen	44
8 - Regnskabsanalyse	45
8.1 - Daniscos finansielle ambitioner i korte træk:.....	45
8.2 - Organisatoriske ambitioner	46
8.3 - Formål med rentabilitetsanalysen	46
8.4 - Generelt om Daniscos nøgletal.....	47
8.5 - Opbygningen af ROE	47
8.5.1 - ROIC – Afkastet på nettodriftsaktiverne.....	48
8.5.2 - Overskudsgraden – OG	48
8.5.3 - Aktivernes omsætningshastighed – AOH	49
8.5.4 - Delkonklusion på ROIC.....	50
8.5.6 - Den finansielle gearing og SPREAD– FGEAR & SPREAD.....	50
8.5.7 - Return on equity (ROE) - En delkonklusion på rentabilitetsanalyse.....	51
8.6 - Trend-analyse	52
8.7 - Vækst-analyse.....	53
8.8 - Definition af vækstkomponenter i Danisco	53
8.9 - Identifikation af permanente overskudskomponenter i Danisco	53
8.9.1 - Det permanente driftsoverskud.....	54
8.9.2 -Udsædvanlige poster	54
8.9.3 - Permanent driftsmæssig rentabilitet	54
8.9.4 - Permanent overskudsgrad	55
8.9.5 - Permanente låneomkostninger.....	56

8.9.6 - Opsummering på vækstanalysen, samt diskussion af vækst i de enkelte divisioner	56
8.10 - Forventninger til vækst i de enkelte divisioner.....	57
8.11 - Driftsmæssig- og finansiell risiko	57
8.11.1 - Driftsmæssig risiko	58
8.11.2 - Finansiell risiko.....	59
9 - Budgettering.....	59
9.1 - Budgetperiodens længde	60
9.2 - Budgetforudsætninger	61
9.3 - Budgettering af value drivers	61
9.3.1 - Budgettering af salgsvæksten	62
9.3.2 - Budgettering af Kerne AOH.....	65
9.3.3 - Budgettering af OG fra salg før skat	65
9.3.4 - Budgettering af den effektive skatteprocent.....	66
9.3.5 - Budgettering af andet driftsoverskud efter skat.....	67
9.3.6 - Budgettering af usædvanlige poster	67
9.3.7 - Budgettering af kapitalomkostningen, r_{WACC}	67
9.4 - WACC.....	73
9.4.1 - Hvilken indflydelse har udbytter, aktiedividende og aktietilbagekøb for kapitalstrukturen?	74
9.4.2 - Den endelige beregning af WACC	76
9.5 - Den endelige budgettering	76
10 - Værdiansættelse.....	77
10.1 - Valg af værdiansættelsesmodel.....	77
10.1.1 - De relative værdiansættelsesmodeller	77
10.1.2 - De absolutte værdiansættelsesmodeller.....	78
10.2 - FCFFmodellen – beregning af virksomhedsværdien	79
10.3 - RIDO modellen	79
10.4 - Værdiansættelse af Danisco A/S.....	79
10.5 - Købstilbud vs. Aktuel kurs	80
10.6 - Hvad sker der hvis Daniscos aktionærer accepterer tilbuddet?	81
10.7 - Hvad sker der hvis Danisco ikke accepterer	81
11 - Scenarieanalyse/ følsomhedsanalyse	81
11.1 - Følsomhedsanalyse	82
12 - Konklusion	83

12.1 - Perspektivering	85
13 - Litteraturliste	86
13.1 - Bøger	86
13.2 - Internetsider	86
13.3 - Årsrapporter	87
14 - Bilag.....	88
Bilag 1 – forholdsmæssig regulering af frasolgte aktiviteter.....	88
Bilag 2 - aktieindeks, hvori Danisco A/S indgår	89
Bilag 3 - System til den løbende revision af deres leverandører.....	89
Bilag 4 – Kriterier for leverandører	89
Bilag 5 – SWOT analysen	89
Bilag 6 – Den officielle egenkapitalopgørelse.....	90
Bilag 7 – Anden totalindkomst – Dirty surplus	91
Bilag 8 – reformuleret resultatopgørelse.....	91
Bilag 9 – Den officielle resultatopgørelse.....	92
Bilag 10 – reformuleret balance	93
Bilag 11 – Den officielle balance	93
Bilag 12 – Usædvanlige poster	95
Bilag 13 - Credit rating af Danisco A/S	96
Bilag 14 – budgetforudsætninger	97
Bilag 15 – BETA	98
Bilag 16 – Oversigt	98
16.1 - Oversigt – Figurer, skemaer og grafer	98
16.1.1 - Figurer.....	98
16.1.2 - Skemaer	98
16.1.3 - Grafer.....	100

1 - Executive summary

Danisco A/S is one of the leading companies in food ingredients and industrial enzymes, measured by the total sales compared with the market potential. Danisco is a public listed company, and is listed on the Danish stock market OMXC20. Danisco is representing the company in several countries worldwide and has over many years, accumulated considerable know-how.

During the financial crisis was Danisco, as all other firms, weakened by a nervous and downward market. After the crisis has Danisco shown renewed strength, and has made a strong comeback. Especially has the division Genencor shown future potential and this has given Danisco brand new growth opportunities. The division Genencor is created through a joint venture with the U.S. Company Dupont.

On January 10, 2011 Dupont gave a bid for Danisco to 665 kr. per share. This offer proved later not to be good enough for shareholders and was therefore not implemented.

The deal came to nothing and Dupont had to make a better offer. In this connection they raised the bid to 700 per share as their last and final offer.

This thesis aims to value Danisco to see if the offer overestimate or underestimate the fair value of the share. This thesis will culminate in if it can be recommended the investors to accept the offer or not.

The valuation is based on a strategic analysis that should help to identify the "non-financial value drivers". The strategic analysis was summarized in a SWOT analysis, which indicated that Danisco is a company with great growth potential. This was based on wide expertise, a unique technology platform and skilled employees.

Accounting analysis helped to explain the historical development of Danisco. The focus was on analyzing the return on equity. It turned out that the ROE had large declines, which could be justified by developments in the underlying value drivers. The last few years, the divisions again demonstrated strength and there is again high growth rates expect.

Danisco was valued from the FCFF- and RIDO-model. The valuation resulted in the fair value of Danisco's shares stood at DKK 705 per share.

The final conclusion was that it is assessed that this price touches the fair value of stock, and represents an attractive offer that Danisco's shareholders should accept.

2 - Indledning

Finanskrisen har sat et helt særligt præg på virksomheder verden over. Mange virksomheder har måttet sande, at de ikke kunne modstå finanskrisens barske kår. Følgen heraf har, i mange tilfælde, været at virksomheder har måttet lukke og slukke for deres aktiviteter. De virksomheder der overlevede, har konstateret at markedsværdien af deres virksomhed i mange tilfælde er blevet halveret (eller mere).

Nogle virksomheder har dog, været i stand til at trodse finanskrisen, og har dermed fastholdt en stærk position på deres respektive markeder. De virksomheder der har været i stand til at agere mod krisens hårde vilkår, vækker en særlig interesse hos konkurrenter og generelt på de finansielle markeder.

Heriblandt finder vi Danisco, som har vist sig at være en solid virksomhed, der har været i stand til at skabe vækst, selv under hårde vilkår. Årsagen hertil kan blandt andet findes i en nøje udvalgt produktportefølje, samt en unik intern know how.

Dette har med tiden skabt opsigt hos Daniscos konkurrenter, der har kunnet se et stort fremtidigt potentiale i nogle af Daniscos produkter. Danisco er på et marked, hvor produktporteføljerne er kendetegnende ved at være beskyttet af patenter. Det er derfor svært for konkurrenterne at få del i væksten.

Dette har som et naturligt led i konkurrenternes strategi, skabt interesse for opkøb af andre virksomheder. Herved kan konkurrenterne få del i væksten, samt kapre markedsandele.

I denne forbindelse har amerikanske Dupont fundet Danisco som et interessant opkøbsobjekt, og har dermed afgivet et købstilbud.

Men hvad er den rette pris for en virksomhed? Og giver aktiemarkedet os et fair udtryk for virksomhedens sande værdi?

Denne opgave vil give igennem strategiske og regnskabsmæssige analyser værdiansætte Daniscos og dermed give et bud på, hvad Danisco er værd.

3 - Problemformulering

I denne opgave foretages en værdiansættelse af Danisco A/S for efterfølgende at se nærmere på det købstilbud Dupont er kommet med. Købstilbuddet lød på kr. 665 per aktie. Efterfølgende er tilbuddet blevet forhøjet til kr. 700 per aktie. Men er dette den rette pris for Danisco?

Med udgangspunkt i værdiansættelsen, vil opgaven vurdere om købstilbuddet over-/ eller undervurderer fair value på aktien. Opgaven vil således munde ud i om det kan anbefales investorerne at acceptere tilbuddet eller ej.

3.1 - Relevante undersøgelsesspørgsmål

Nedenstående spørgsmål/ problemstillinger vil afdække de meste relevante hovedområder i forbindelse med værdiansættelsen. Desuden, vil spørgsmålene/problemstillingerne, bidrage med den nødvendige viden om Daniscos forretningsområder.

Strategisk analyse:

- Hvad er Danisco A/S for en virksomhed?
- Hvilke omverdensfaktorer har indflydelse på Danisco A/S
- Hvordan er konkurrencesituationen på markedet for Daniscos produkter
- Hvilke interne faktorer har indflydelse på Daniscos værdi
- Hvorfor har Dupont interesse i at købe Danisco?
- Hvilken del af Danisco er det Dupont er interesseret i, og hvorfor?
- Hvilket samarbejde har Danisco og Dupont i dag?

Regnskabsanalyse:

- Hvordan har Daniscos økonomiske udvikling været indtil nu?

Værdiansættelse:

- Med udgangspunkt i den strategiske og økonomiske nøgletalsanalyse, hvordan ser Daniscos fremtidige budgetter så ud?
- Hvad er fair value ud fra den teoretiske gennemgåede værdiansættelsesmodel?
- Stigning i præmie ved købstilbuddet – Er det en god ide?
- Hvad sker der med Danisco hvis købstilbuddet accepteres?

- Hvad sker der med Danisco hvis købstilbuddet ikke accepteres¹?

3.2 - Definitioner

I opgaven er ”jeg” et synonym med ”analytiker”.

3.3 - Afgrænsninger og forudsætninger

Hensigten med opgaven er som sagt at give en vurdering af om det købstilbud Dupont er kommet med på Daniscos aktier, over eller undervurderer aktiens fair value.

Opgaven vil blive besvaret ud fra det materiale som er offentligt tilgængeligt. Med andre ord vil det sige, at opgaven afgrænser sin henvendelse til de mindre og eksterne investorer, som har samme adgang til materiale.

Skæringsdatoen for indhentning af information til udarbejdelse af opgaven er pr. den 13. maj 2011. Denne dato er valgt, idet dette er deadline for købstilbuddet. Det er en proces, som er i gang nu, og der vil ske meget i den løbende tid. Jeg har valgt at sætte en tidsmæssig afgrænsning, da opgaven ellers ville blive for omfangsrig.

I forbindelse med værdiansættelsen forudsættes det at Danisco er en ”Going Concern”, hvilket betyder at virksomheden i teorien forventes at vokste i det uendelige.

Den regnskabsmæssige periode afgrænses til at omfatte de seneste 5 regnskabsår. Der har i denne periode været væsentlige frasalg af divisioner, som det ikke har været muligt at filtrere fra i regnskaberne. Det har derfor været nødvendigt at lave forholdsmæssige reduktioner, svarende til den frasolgte enheds volumen. (se evt. bilag 1)

3.4 - Fravalg i opgaven

Common size-analyse

- Der er ingen virksomheder Danisco direkte kan sammenligne sig med. Analysen vil da give anledning til fejlagtige konklusioner. Derfor medtages denne analyse ikke i opgaven.

Budgetteringen

- Budgetteringen tager udgangspunkt i den enkelte division. Der er dog visse elementer der vil være generelle budgetteringer. Det gælder følgende områder:
 - Budgettering af AOH

¹ <http://www.shareholders.dk/art/templates/nyhedsbrev.aspx?articleid=1062&zoneid=31>

- Overskudsgraden. Det har ikke været muligt at få gode nok informationer til at kunne prognosticere dem hver for sig.

3.5 - Metode og datamæssige overvejelser

Til at værdiansætte virksomheden vil jeg anvende de metoder vi har lært i M&A and Valuations. Både DCF-modellen og RIDO-modellen vil blive anvendt til at værdiansætte Danisco A/S.

Opgave vil blive gennemgået efter følgende struktur:



Figur. 3.1 – Egen tilvirkning

Årsagen til at denne struktur er valgt, da hvert enkelt afsnit i opgaven er skabt en overgang til det næste afsnit. Denne struktur skaber først og fremmest overblik, men sikrer også at al information til udarbejdelse af værdiansættelsen kommer med.

3.6 - Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at afdække de muligheder Danisco har for vækst inden for deres markedsområder. Analysen tager udgangspunkt i de samfundsmæssige forhold, brancheforholdene og sammenfattes til sidst i en SWOT-analyse.

Til at analysere Daniscos omverden vil der blive brugt en PEST-analyse. Denne model er særdeles anvendelig, idet Danisco er repræsenteret i en lang række lande verden over. Dermed har Danisco en vis makroøkonomisk eksponering, som PEST-analysen afdækker.

Til at vurdere konkurrenceintensiteten på brancheniveau vil Porters Five Forces blive anvendt.

De strategiske analyser vil blive sammenfattet i en SWOT-analyse.

3.7 - Dataindsamling og kildekritik

Beskrivelsen af Daniscos historie, forretningsområder, visioner og mål vil jeg primært finde på deres hjemmeside (www.dansico.dk)

Til den strategiske analyse, vil Daniscos hjemmeside ligeledes blive brugt samt informationer fra andre offentlige medier.

Regnskabsanalyse, vil blive udarbejdet på baggrund af de afsluttede årsregnskaber fra Danisco. De vil ligeledes blive hentet fra Daniscos hjemmeside.

Desuden vil relevant analysemateriale fra mit arbejde (Arbejdernes Landsbank) blive inddraget i opgaven. Samarbejdende organers informationer vil også blive brugt!

3.8 - Kildekritik

For at skabe et så nuanceret og korrekt billede som muligt skal de indsamlede informationer være af høj troværdighed. For at sikre dette er der kun hentet informationer fra kendte kilder. Så vidt det har været muligt, er der anvendt kilder der med et objektiv synspunkt. Idet meget af informationen som kan hentes på Daniscos hjemmeside, er ret ”farvet”.

Opgaven er udarbejdet ud fra den teoretiske litteratur som har været gennemgået på studiet for HD i Finansiell rådgivning.

4 - Danisco i korte træk

4.1 - Ejerforhold

Danisco A/S, er et aktieselskab og er noteret på Den nordiske børs (NASDAQ OMX)². I mange aktieselskaber ser man ofte at der er en A og en B-aktie. Daniscos aktier er ikke opdelt i klasser, hvorfor alle aktionærer har de samme rettigheder og den stemmekraft.

² Bilag 2 - aktieindeks, hvori Danisco A/S indgår

Danisco's ownership structure			
(%)	30 April 2010	30 April 2009	Change
Professional investors	75	72	+3
Private investors	25	28	-3
Total	100	100	-
International investors	49	38	+11
Domestic investors	51	62	-11
Total	100	100	-
Source: VP Securities			

Skema 4.1: fra www.danisco.com

Af ovenstående skema ses det at Daniscos aktionærer fortrinsvist er professionelle investorer. De private investorer udgør 25 %. Det mest opsigtsvækkende, er sammensætningen af ejerne. Danisco er blevet en mere international aktie med årene. Det ses at fra 2009-2010 er det internationale ejerskab steget fra 38 % til ca. 49 %, altså en fremgang på 11 %. Denne fremgang har været på en bekostning af det indenlandske ejerskab som i samme periode er reduceret med tilsvarende 11 %.

4.1.1 Storaktionærer³

Inden købstilbuddet fra Dupont blev offentliggjort var ATP eneste storaktionær, som på daværende tidspunkt besad en aktieandel på ca. 5,1 %.

I perioden, hvor købstilbuddet har stået på, har aktierne flyttet hænder, og nye storaktionærer er kommet til. Særligt har Hedgefonden Elliot markeret sig. Dette vil der komme mere om i den kronologiske gennemgang af købstilbuddets forløb.

4.2 - Forretningsområder

Overordnet har Danisco 4 forskellige produktdivisioner, Enablers, Cultures, Sweeteners og Genencor. De 3 første divisioner udgør enheden, Food ingrediens, hvor Genencor (industrielle enzymer) står som en selvstændig enhed.

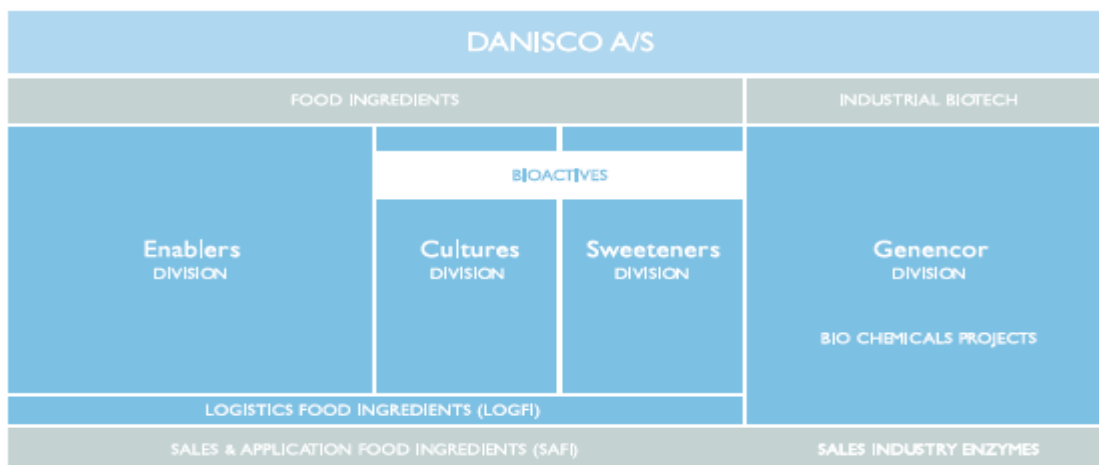
4.2.1 - Hovedtal⁴ for Food Ingrediens og for Industrielle enzymer.

- Food ingrediens har en årlig omsætning på ca. kr. 9,2 milliarder og står dermed for ca. 67 % af koncernens samlede omsætning.

³ Opgjort som de aktionærer med en samlet aktiebeholdning på mere end 5 % af den samlede beholdning af aktier

⁴ http://www.danisco.com/wps/wcm/connect/www/corporate/about_us/our_business/our_core_business

- Industrielle enzymer, har en årlig omsætning på ca. kr. 4,5 milliarder og står for de sidste 33 % af koncernens samlede omsætning.



Figur 4.1: fra www.danisco.com

4.2.2 - Food ingredients:

Er delt op i 3 divisioner:

Den første division beskæftiger sig med Enablers. De to andre divisioner er samlet i en overordnet enhed, som Danisco kalder Bio Actives. Bio Actives dækker over divisionen Cultures og divisionen Sweeteners.

Daniscos produkter finder sin anvendelse i bl.a.⁵ mejeri- og bageprodukter, iscreme, drikkevarer, konfekture, kosttilskud og tyggegummi.

4.2.3 - Enablers

Dækker over følgende produkter:

Emulsifiers, produktet bruges til at få vand og olie til at binde sammen. Der er forskellige former for fedt, som vi som forbrugere optager igennem vores daglige kost. Produktionen af emulgatorer har fokus på, at slutproduktet, skal fjerne så meget som muligt af den dårlige fedt (transfedt), uden at gå kompromis med smagsoplevelsen. Daniscos produkt, findes ofte i brød, is, kager og margarine.

Gums and Systems: Vi er her tilbage til en af Daniscos ældre kernekompetencer, hvor der gøres brug af den gæringsproces som udvindes gennem roesukker. Produktet anvendes i adskillige

⁵ Årsrapporten side 3

fødevarer, samt i tyggegummi. Produktet anvendes bl.a. til at nedsætte indholdet af sukker samt sikring af at produkterne bevarer den rette konsistens.

4.2.4 - Bio Actives (culturs and sweetners)

Indeholder også divisionen: Health and Nutrion.

Cultures: Produktionen af kulturer har skarp fokus på, at slutproduktet både skal være med til at give en bedre smagsoplevelse, men også tilføje en forbedret sundhedsmæssig karakter til produktet.

Sweeteners: Der er her tale om en produktion af ikke-sukker baserede sødestoffer. Det produkt som Danisco er mest kendt for er deres xylitol. Produktet bruges til at erstatte sukker (eller nedbringe mængden), samt tilføje en bedre smag i slutproduktet. Når en virksomhed forsøger at reducere sukkerindholdet i deres produkt er det som oftest på bekostning af den gode smag. Danisco har her et produkt som forsøger at bevare den gode smag, samtidig med at sukkerindholdet reduceres.

4.2.5 - Industrielle enzymer

Danisco er en ikke helt ubetydelig aktør på markedet inden for industrielle enzymer, og de er da også den næststørste aktør på dette marked. Igennem Genencor har Danisco indgået et tæt samarbejde med Goodyear Tire and Rubber Company og et med Dupont.

4.2.6 - Genencor

Samarbejdet med Dupont er oprettet via et joint ventureselskab, hvor Dupont ejer 50 % og Danisco ejer de sidste 50 %. Sammen har de døbt enheden DDCE (Dupont Danisco Cellulosic Ethanol). Der køres et tæt samarbejde, med fokus udvikling af anden generations bioethanol.

Andre produkter inden for Genencor:

- Fabric and household: Der produceres her enzymer til vaskemidler og rengøringsmidler
- Technical Enzymes, er enzymer der bruges til behandling af tekstiler samt til **bioethanol**.
- Food and animal nutrition: Der produceres her enzymer til brød, forskellige slags foder samt til brygningsenheder.

4.3 - Daniscos historie

Daniscos rødder strækker sig tilbage til 1989, hvor De danske sukkerfabrikker A/S (DDS), De danske Spritfabrikker A/S og Dansk Handels- og industri compagni, valgte at fusionere⁶.

⁶ http://www.danisco.com/wps/wcm/connect/www/corporate/about_us/danisco_in_brief/history

Ser vi nærmere på de 3 virksomheder der fusionerede til Dansico, har de en lang historie bag sig. Deres udvikling op igennem tiderne, giver en god forståelse for, hvorfor netop Danisco har så stor en knowhow og ekspertise i de forskellige divisioner.

Sukkerfabrikkerne, blev etableret i 1872 i et tæt samarbejde med C.F Tietgent (C.F.T). C.F.T var en yderst innovativ person i sin tid. Han kunne se fremtidig værdi i at dyrke sukkerroer i Danmark og etablerede derfor adskillige sukkerfabrikker. Virksomhederne voksede hurtigt, og de opkøbte alle andre væsentlige konkurrenter på det danske marked.

Efter 1. verdenskrig var DDS beskyttet af en koncessionsaftale, altså en aftale mellem den offentlige myndighed og virksomheden. Aftalen strakte sig over en længere periode (1932-1973). I denne periode forædlede man sukkerroen, og oparbejdede derigennem en stor bioteknologisk viden, som siden har været en af virksomhedens hjørnesten.

I 1881 samlede C.F.T. brændevinsbrønderierne Brøndum og Aalborg Taffel Akvavit i et selskab, som blev døbt De danske spritfabrikker. I 1917 forhøjede man brændevinsafgiften med mere end 1.111 %, hvilket resulterede i at danskernes forbrug faldt drastisk. Effekten af dette, var at mange virksomheder gik neden om og hjem. Tilbage stod De Danske Spritfabrikker, alene om brændevinsmarkedet! Spritfabrikkerne, havde specialiseret sig inden for sprit, brændevin og gær.

De Danske Spritfabrikker etablerede efterfølgende en række datterselskaber, som kunne varetage forædlingen af gær. I 1934 blev disse virksomheder samlet i en ny og selvstændig enhed kaldet Danisco (dansk Handels- og Industri Compagni)

4.3.1 - Fusioner gennem tiderne

Danisco blev som sagt dannet på baggrund af fusionen i 1989. 10 år senere (1999) ændrer Danisco strategi, og dermed også fokusområde. Dette resulterede i at de frasolgte De Danske Spritfabrikker. Fokus var nu i en højere grad rettet mod fødevareingredienser. Som et naturligt led i Daniscos strategi, opkøbte Danisco samme år den finske virksomhed Cultors, som også arbejdede inden for fødevareingredienser. Desuden opkøbte Danisco en engelsk emballagevirksomhed Sidlaw.

Daniscos strategi øgede deres fokus på kernekompetencerne inden for ingredienser, sødemidler og sukker.

I 2005 Øgedes markedsandelen inden for forretningsområdet vedrørende ingredienser. Dette skete som følge af et par større opkøb⁷ (virksomhederne Rhodias og Genencor). Som følge af en lang række opkøb, havde Danisco positioneret sig stærkt på markedet for enzymer, og var således den andens største aktør på det globale marked.

Koncentrationen omkring markederne inden for ingredienser og enzymer tog fart, og Dansico valgte således i 2009 at frasælge produktgruppen ”sukker”⁸ til den tyske virksomhed Nordzucker AG.

Ved erhvervelse af virksomheden Rhodias i 2004, fik Dansico også etableres et af deres 2 nuværende hovedområder: Mejerikulturer.

Opkøbet af Genencor i 2005 styrkede Daniscos position inden for det andet hovedområde: Enzymer.

I 2007 frasælges afdelingen der tager sig af smagsstoffer.

2008 er året som er værd at bide mærke i. Daniscos tidligere opkøb af Genencor indgår et 3-årigt samarbejde med Dupont. Danisco (Genencor) og Dupont opretter i fællesskab et Joint venture selskab (DDCE)⁹, som danner basen omkring deres fælles interesse, cellulosebaseret ethanol.

4.4 - Vision, mission og strategi¹⁰

4.4.1 -Vision

At blive First choice som leverandør af biobaserede ingredienser til den globale industri.

Visionen viser at der forsat vil være stor fokus på markedet for biobaserede ingredienser, hvilket også (som tidligere nævnt) er et af Daniscos pt. største markeder. I årsrapporten for 2009/2010, giver den administrerende direktør, Tom Knutzen udtryk for, at fordi Danisco har formået at være kundernes First Choice. Dermed har Danisco kunnet indfri de mål som var lovet deres aktionærer.

⁷ Rhodias blev i 2004 købt for 2,4 milliarder. I 2005 blev Genencor købt.

⁸ Danisco Sugar A/S

⁹ Dupont Danisco Cellulocis Ethanol. Et joint venture er når 2 parter indgår i et økonomisk samarbejde.

¹⁰ Dansicos årsrapport 2009/2010 side 4

4.4.2 - Mission

At hjælpe vores kunder med at forbedre deres konkurrence evne gennem innovative, bæredygtige og biobaserede ingrediensløsninger, der imødekommer markedets krav om sundere og sikrere produkter.

Fremadrettet vil Danisco forsat have fokus på, at styrke forholdet til deres kunder. Dette kommer sig til udtryk ved at Danisco ikke blot vil være First Choice, men at der tilbydes kunderne en ”ekstra service”. Den ”ekstra service” består i plejen af kunderne, samt sikring af at kunderne ender ud med nogle produkter, som styrker deres position på markedet. Hermed sikrer Danisco ikke blot deres egen position, men også at de har vedvarende kunder.

4.4.3 - Strategi

At skabe værdi gennem:

- *Organisk¹¹ og akkvisitiv¹² vækst ved at udnytte og styrke vores markedsadgang, applikationer og teknologiplatforme.*
- *Dygtige og engagerede medarbejder.*

Danisco har en finansiell ambition om en organisk omsætningsvækst på 5-7 %.

Den akkvisitive vækst består i eventuelle mindre opkøb inden for eksisterende forretningsområder. Der er dermed ikke tale om en ekspansiv strategi.

En af årsagerne til at Daniscos vision er realiserbar er at de har været i stand til at udføre deres strategi i praksis. Et af målene er at have engagerede medarbejdere. Medarbejderne har udvist en stor loyalitet, og har sammen været medvirkende til at holde omkostningerne nede, da de har accepteret et lønstop.

¹¹ Organisk vækst: vækst der opstår ved at organisationen udvikler sig af sig selv (dermed ikke igennem opkøb og fusioner)

¹² Akkvisitiv vækst: vækst som opnås igennem opkøb af andre selskaber.

5 - Kronologisk forløb over Duponts købstilbud

5.1 - Dupont viser interesse for Danisco i 2010

I 2010 viste Dupont interesse for Danisco, ved uopfordret at rette deres henvendelse til Danisco og redegøre for deres strategiske intentioner. Efterfølgende, havde Daniscos bestyrelse til opgave at samle et team, bestående af bestyrelsesmedlemmer, samt visse udvalgte interessenter. Sammen havde de til opgave at drøfte og analysere dette uforpligtende tilbud og udarbejde en due diligence rapport.

5.2 - Dupont offentliggør købstilbud

Dupont fremsendte den 10. januar 2011 et offentligt købstilbud på Danisco A/S på 665 kr. per aktie. Dette tilbud fandt Daniscos bestyrelse meget attraktivt, hvorfor der arbejdedes videre med tilbuddet.

5.3 - Købstilbuddet udarbejdes

Den 21. januar 2011 kunne Dupont fremlægge deres tilbudsdokument, som senere blev offentliggjort på Daniscos hjemmeside (i forlængelse af fondsbørsmeddelelse).

Tilbuddet lød som sagt på kr. 665/aktie, og tilbuddet skulle løbe til d. 22. februar 2011. I denne periode havde investorerne mulighed for at tilkendegive (via en fremsendt salgsordre), at de ville afgive deres aktier til Dupont.

Dupont havde i forbindelse med købstilbuddet, oprettet et holdingselskab, som skulle varetage al praktisk administration i forbindelse med købstilbuddet.

5.4 - Første forlængelse af købstilbuddet

Allerede den 18. februar 2011 måtte Dupont konstatere at købstilbuddet ikke kunne nå at blive godkendt af konkurrencemyndighederne i både Kina og Europa. Det blev derfor nødvendigt at forlænge købstilbuddet til den 1. april 2011

5.5 - Anden forlængelse af købstilbuddet

Den 30. marts 2011 måtte Dupont atter forlænge købstilbuddet da konkurrencemyndighederne endnu ikke havde godkendt købstilbuddet. Forlængelsen skulle således løbe til den 29. april 2011. Både EU og Kina, tilkendegav, at de regnede med at kunne nå at behandle sagerne inden for denne tidsfrist.

5.6 - Tredje forlængelse af købstilbuddet – 3. gang lykkens gang?

Spekulationerne har været mange, og Danisco er blevet fulgt tæt af mange analytikere, som har haft en holdning til det første købstilbud på kr. 665 per aktie. Diskussionen i det offentlige medie er især gået på, at prisen for Danisco har været for lav. Det viste sig da også at Dupont ikke opnåede en stor nok tilslutning til at kunne gennemføre købet, idet de blot havde modtaget accept fra 48,2 % af aktierne¹³. I denne forbindelse valgte Dupont derfor at gøre tilbuddet endnu mere attraktivt og forhøjede dermed tilbuddet til 700 kr. per aktie. Tilbuddet blev således forlænget til den 13. maj. Dupont offentliggjorde i samme meddelelse af de ville gennemføre handlen såfremt at de havde opnået accept på minimum 80 % af aktierne

Hvad der sker efter den 13. maj må tiden vise. Skæringsdatoen for denne opgave er netop den 13. maj og bliver derfor ikke inddraget i opgaven. I stedet vil der i konklusionen blive taget stilling til min holdning ud fra de gennemgåede analyser i opgaven.

Ellen Kullmann¹⁴ har i ”Corporate News”¹⁵ meddelt at tilbuddet på kr. 700 per aktie er et endeligt tilbud. Gennemføres handlen ikke, vil Dupont se sig om efter andre strategiske veje. Endvidere tillader den danske lovgivning heller ikke yderligere forhøjelse.

5.7 - Stigning i præmie ved købstilbud – god ide?

Fredag den 7. januar 2011 var kursen på en Danisco aktie på 530 kr. Mandag den 10. januar 2011, blev tilbuddet var offentliggjort til en kurs der var over 25 % højere. Efter forhøjelsen til 700 kr. per aktie, var præmien på hele 32,1 % i forhold til kursen per den 7. januar.

Ved at give en præmie på 32,1 % ”giver” Dupont dermed Daniscos aktionærer del i en formue her og nu. Denne formue, kunne aktionærerne muligvis også få på sigt ved at beholde pengene. Men 1 krone i dag, er mere værd end en krone i morgen! Dermed er det meget attraktivt for Daniscos aktionærer at acceptere tilbuddet.

Efterfølgende har det skabt meget fokus på Danisco, og mange eksterne analytikere har meddelt at de mener at Danisco på lang sigt er en meget god investering. Derfor mener de at aktionærerne skal præmieres med mere end 665 kr. per aktie. Om det er analytikere eller den enkelte aktionærs egen holdning der har bidraget til at købet ikke blev gennemført i første omgang kan man kun gisne om.

¹³ <http://dupontanddanisco.com/management/assets/uploads/2011/05/Extension-Announcement-DK.pdf>

¹⁴ Duponts administrerende direktør

¹⁵ <http://dupontanddanisco.com/management/assets/uploads/2011/05/10.-maj-DuPont-final.pdf>

5.8 - Betingelser og godkendelser

Købstilbuddet skal godkendes af konkurrencemyndighederne i USA, Europa og i Kina.

Købstilbuddet blev først godkendt i både USA og i Europa, og efter en udskydelse af købstilbuddet blev det også godkendt i Kina.

Opnår Dupont en ejerandel på minimum 90 % af aktierne, kan de tvangsindløse de sidste aktier og dermed få 100 % ejerskab over Danisco. Dog kan købstilbuddet godkendes såfremt Dupont opnår 80 % af aktierne. Får Dupont mellem 80 % og 90 % af aktierne, kan de ikke tvangsindløse de sidste aktier, men i dette tilfælde har Daniscos bestyrelse alligevel godkendt handlen, således at Dupont står som de nye ejere.

Af selskabsmeddelelsen fremgår det at købstilbuddet ikke er betinget af en gennemførelse af en due diligence.

5.9 - Hvorfor er det interessant for Dupont at komme med et købstilbud på Danisco?

Der er forskellige strategier for hvordan en virksomhed kan planlægge deres vækst. Daniscos vækst er hovedsagligt baseret på organisk vækst og en mindre akkvisitiv vækst.

Bestyrelsesformand, og administrerende direktør for Dupont, Ellen Kullmann, har erklæret¹⁶ at et opkøb af Danisco vil passe godt ind i deres vækststrategi. Det er dog værd at bemærke, at der er markeder og produktgruppe i Danisco som Dupont ikke tidligere har haft det store bekendtskab med¹⁷. Dette har da også resulteret i at en del investorer ikke helt kan forstå hvorfor Dupont vil begive sig ind på nye markeder. Tidligere har markedet for fødevarer ikke vist sig at være præget af store vækstrater, og det kan derfor virke besynderligt at Dupont vil begive sig ind på dette marked.

Det er dog ikke en helt ukendt strategi, at begive sig in på helt nye markedsområder, end hvad man er vant til. Konglomerat diversifikation er en vækststrategi, hvor en virksomhed går ud på nye markeder med nye produkter. Ledelsen har ikke nødvendigvis de rette kompetencer til dette. Det er derfor op til analytiker at vurdere ledelsen, er i stand til at skabe vækst i nye markeder/ produkter. Danisco¹⁸ har tidligere benyttet sig af denne strategi, som i øvrigt er behæftet med stor risiko.

¹⁶ <http://jp.dk/uknews/article2300446.ece>

¹⁷ <http://stocks.investopedia.com/stock-analysis/2011/DuPont---From-Gunpowder-To-Plastics-To-Yogurt-DD-K-MKC-IFF-AMRS-NVZMY-DANOY0112.aspx>

¹⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 114

5.10 - Hvilken del af Danisco er det Dupont er interesseret i og hvorfor?

Dupont og Danisco har, som tidligere omtalt, et tæt samarbejde omkring joint venture selskabet DDCE. Det er oplagt, at Dupont har set deres snit til at øge deres markedsandel (inden for biokemiske enzymer) og dermed tage konkurrencen op med de helt store i ligaen (Novozymes).

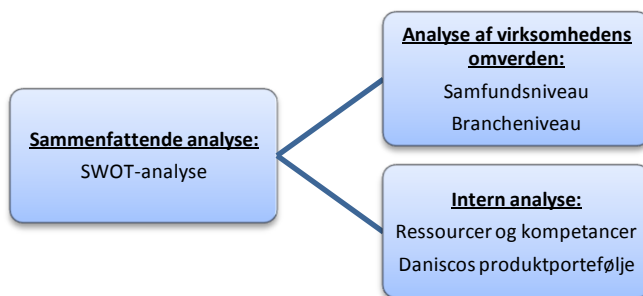
Peder Holk Nielsen, direktør Novozymes, udtaler i en artikel¹⁹, at han ikke tror på at opkøbet vil have den helt store betydning for dem, rent konkurrencemæssigt. Endvidere tror han ikke at, Dupont vil kunne få Genencor til at vækste yderligere ved at investere flere penge i divisionen. Dette baserer han ud fra, at Novozymes, selv har penge på bundlinjen til at investere for i deres division. På nuværende tidspunkt mener Peder Holk Nielsen ikke at der er nok nye ideer til at kunne skabe mervækst.

Dette er selvfølgelig ret ”farvede” holdninger da det er 2 konkurrenters udtalelser. Dog er der ingen tvivl om, at Købstilbuddet på Danisco har sin koncentration omkring divisionen Genencor.

6 - Strategisk analyse

Den strategiske analyse skal være med til at identificere hvilke faktorer der har indflydelse på Daniscos vækstmuligheder.

De efterfølgende strategiske analyser tager udgangspunkt i strukturen i nedenstående figur.



Figur 6.1 – Egen tilvirkning

Med udgangspunkt i en analyse af Daniscos omverden, de eksterne forhold, vil Daniscos styrker og svagheder blive identificeret på samfunds- og brancheniveau.

PEST-modellen vil blive brug til at analysere hvordan Danisco bliver påvirket på samfunds niveau og på brancheniveau, Porters 5 Forces.

¹⁹ <http://www.business.dk/foedevarer/novozymes-danisco-salg-vil-ikke-aendre-markedsforhold>

Til gennemgangen af de interne forhold, vil der først og fremmest være en analyse af Daniscos ressourcer og kompetencer. Herefter vil der, med udgangspunkt i Boston matricen, være en analyse af de enkelte produkter i Daniscos portefølje.

Afslutningsvist vil Daniscos eksterne og interne analyser blive sammenfattet i én analyse, som har til formål at skabe et overblik over de styrker, svagheder, muligheder og trusler som Danisco står over for. Den strategiske analyse skal således være med til at klarlægge hvilke ”ikke-finansielle value drivers” der kan (og skal) inddrages i budgetteringen. Denne budgettering skal i sidste ende danne baggrunden for den endelige værdiansættelse af Danisco.

6.1 - PEST-analyse (omverdenen)

Analysen har til formål at identificere og afdække de forhold som kan give udfordringer og muligheder, med hensyn til de forhold Danisco ikke selv har direkte indflydelse på. Analysen er dermed en analyse af de udefrakommende forhold. Der tages udgangspunkt i neden stående figur.



Figur 6.2 – Egen tilvirkning

6.1.1 - De politiske forhold

6.1.1.1 - Lovgivningen – politisk bestemt

Der er ingen tvivl om at markedet for bioethanol har en stor fremtid for sig, blandt andet er Shell indgået i en joint Venture selskab med virksomheden Cosan fra Brasilien²⁰, om produktion af netop

²⁰ <http://www.business.dk/energi-miljoe/shell-investerer-64-milliarder-i-bioethanol>

bioethanol. Med en placering som verdens næststørste aktør inden for oliebranchen, er det et klart signal om, hvordan de vil differentiere deres fremtidige produkter.

Det er ikke en tilfældighed at det altid er Brasilien der nævnes når der tales om bioethanol. Brasilien er sammen med USA førende inden for produktionen og dermed eksporten af bioethanol²¹.

Derfor har lovgivningen i både USA og Brasilien stor betydning for bioethanolens fremtidige vækstmuligheder. I USA har regeringen i et forsøg på at øge efterspørgslen efter bioethanol, fremsat lov om at alle biler der er produceret efter 2007, må have en blandingsprocent på 15 % i benzinen²².

Det er meget muligt, at markedet får endnu et boost, da man i USA overvejer at sænke alderen for bilerne til 2001²³. Dette vil medføre en langt større bilpark, og dermed en langt større efterspørgsel efter bioethanol.

Dermed kan lovgivningen få en positiv indflydelse på Danisco fremadrettede vækst, hvis lovgivningen forsat vil arbejde med Danisco. Når der skal opnås en blandingsprocent på de 15 %, skal der benyttes 2. generations bioethanol, som Danisco er producent af. Der er megen fokus på Daniscos division der beskæftiger sig med netop bioethanol, men Danisco er meget mere end det!

Tom Knutzen (Administrerende direktør) har i et interview med business.dk²⁴, gjort det klart at prisen på 36 milliarder for Danisco, selvfølgelig ikke kun afspejler værdien i Genencor (som beskæftiger sig med 2. generations bioethanol). En stor del af værdien tillægges divisionen, Food ingrediens, der som tidligere nævnt står for ca. 2/3 af Daniscos samlede omsætning.

6.1.1.2 - EU's klimaindsats – politisk bestemt

Det er ikke kun i USA og Brasilien at interessen for vedvarende og en mere CO₂ venlig energikilde er stor. EU har nedsat et mål for deres samlede bidrag til den globale klimaindsats. Det er således målet at brændstoffer, så som bioethanol, i 2020 skal udgøre minimum 10 % af det samlede energiforbrug²⁵.

²¹ <http://www.exactinvest.dk/filer/Information/Artikler/brasilien%20-%20Overdens%20spisekammer%20og%20skatkammer%20af%20sort%20guld.pdf>

²² <http://www.business.dk/transport/amerikansk-lov-kan-gavne-novozyms-og-danisco>

²³ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/199847/novozyms_og_danisco_faar_medvind_fra_usa.html

²⁴ <http://www.business.dk/bny/daniscos-skjulte-vaerdier>

²⁵ http://ec.europa.eu/climateaction/eu_action/renewable_energy/index_da.htm

6.1.1.3 - Egen indflydelse

I forbindelse med Daniscos division Food Ingrediens, har Danisco et samarbejde med EFSA og har dermed en mindre indflydelse på den fremtidige dagsorden, rent lovgivningsmæssigt. Skærpede vilkår til fødevarer, sikrer at Danisco kan gøre brug af deres eksperter.

6.1.1.4 - Patenter

Danisco havde i 2009 en patentportefølje på ca. 9.300 produkter.²⁶ Danisco sørger for, igennem deres innovationsenhed MDI, at der løbende følges op på patenter og udviklingen af nye produkter. Hermed kan de fastholde deres konkurrencedygtighed.

6.1.2 - Økonomiske forhold

6.1.2.1 - Valutarisiko

Rent geografisk er Danisco generelt meget strategisk placeret, da deres virksomheder ofte er placeret i det land hvor produkterne produceres og afsættes. Danisco har fået etableret sig i mere end 40 lande²⁷ og er dermed stærkt repræsenteret i udlandet. Når Danisco er placeret i så mange forskellige lande, har det den naturlige følge, at der modtages en lang række betalinger i forskellige valutaer. Dette medfører at Danisco er eksponeret overfor kursændringer i de valutaer, som de modtager betalinger i. Omvendt opnår Danisco, ved at være repræsenteret i mange forskellige valutaer, en bred diversificeret valutaportefølje. Til at sørge for den løbende risikostyring af denne portefølje, har Danisco indgået et samarbejde med Corporate Treasury, der blandt andet skal styre virksomhedens valutarisici.

6.1.2.2 - Corporate Treasury

6.1.2.2.1 - Afdækning af valutarisiko

Der er 4 forskellige områder som Corporate Treasury, forsøger at afdække.

6.1.2.2.2 - Fremtidige transaktioner

Transaktionsrisikoen opstår når Danisco handler i en anden valuta end der er basisvaluta (i det pågældende land). Som tidligere nævnt, så har Danisco geografisk placeret produktionen i det land hvor de har den største afsætning af det pågældende produkt. Ad denne vej er der i sig selv en valutaafdækning (transaktionsrisikoen er afdækket). I det omfang hvor det ikke er muligt at begrænse transaktionsrisikoen ad den førnævnte vej, indgår Corporate Treasury valutaterminsforretninger, for at afdække deres risici. Disse forretninger kan ses af totalindkomstopgørelsen.

²⁶ Årsrapporten 2009/2010 – side 27

²⁷ http://www.danisco.com/wps/wcm/connect/www/corporate/about_us/danisco_in_brief/facts

6.1.2.2.3 - Monetære aktiver/gæld

Corporate afdækker disse positioner via eksterne bankforbindelser.

6.1.2.2.4 - Egenkapitalinvesteringer i udenlandske tilknyttede virksomheder

Afdækkes ikke.

6.1.2.2.5 - Omregning af udenlandske enheders resultatopgørelser

Afdækkes ikke. (kan ikke sikres ved indgåelse af finansielle kontrakter)

6.1.2.3 - Følsomheden overfor USD og EUR

Den valuta som oftest er benyttet er USD. Derfor har Danisco foretaget en følsomhedsberegning, der viser hvor eksponeret de er over for ændringer i valutakursen²⁸. Beregningen tager udgangspunkt i en USD-kurs på 5,61 kr. Daniscos interne beregninger viser at en ændring i USD på 1 kr. vil medføre en ændring i omsætningen på kr. 900 mio.

En ændring på 1 kr. er en stor ændring, men det viser samtidig at Danisco er relativ følsom over for kursændringer.



Graf 6.1 – hentet fra www.dst.dk

Af oven graf ses kursudviklingen på USD fra 2004 til 1 kvartal 2011. I denne periode har dollaren været under et hårdt pres, som følge af den verserende finanskrisen. Den har således svunget mellem 6,3 kr. og 4,7 kr. For Danisco har det betydet at Corporate Treasury har haft store udfordringer med at afdække de meget svingende valutakurser.

Ser vi nærmere på, hvad prognoserne siger for fremtiden er der meget blandede forventninger.

Nykredits²⁹ prognose går på en stigende dollar, imens Danske Banks³⁰ prognose går på en faldende

²⁸ Årsrapporten 2009/2010 – side 16

²⁹ http://www.nykredit.dk/informationsSide.do?iwiID=/marketsdk/informationsside/re_valutaprognose.xml

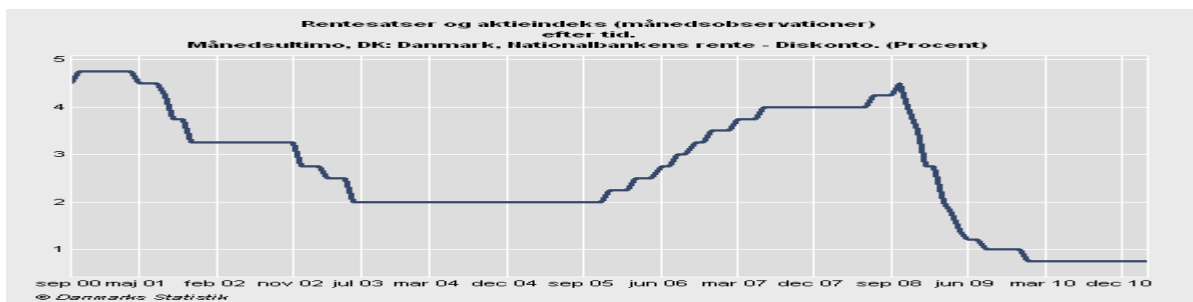
³⁰ <http://epn.dk/okonomi2/global/article2308346.ece>

dollar. Worst case i Danske Banks prognose går på at dollarkursen når ned i 5,14 og betyder derfor at Danisco kan have ændringer i deres omsætning.

6.1.2.4 - Renterisiko

Danisco er eksponerede overfor renterisiko på henholdsvis deres variabelt forrentede lån samt deres fastforrentede lån. På de variabel forrentede lån opstår risikoen ved stigende rente. På de fastforrentede lån opstår risikoen som følge af ændringer i markedsrente, som har indflydelse på kursen på de bagvedliggende obligationer.

De fastforrentede lån udgjorde for 2009/2010 ca. 79 % af det samlede udlån. Desuden bliver der løbende taget stilling til om de variabelt forrentede lån skal konverteres til fastrente, ved hjælp af renteswaps. I Årsrapporten³¹ vurderes det at en renteændring på 1 % vil medføre en stigende renteudgift på ca. kr. 9 mio.



Graf 6.2 – hentet fra www.dst.dk

Af ovenstående graf ses udviklingen i diskontoen. Som grafen også tydeligt viser, har renten i de seneste par år befundet sig på et historisk lavt niveau. Den globale økonomi er begyndt at vise tegn på bedring igen, og renteniveauet forventes da også at stige mellem 0,25 % - 0,75 % for 2011³². Til trods for forventningerne om et stigende renteniveau, vil Danisco ikke være eksponeret over for denne risiko i nær så høj en grad som valutarisikoen. En rentestigning i det prognosticerede niveau vil som tidligere nævnt, medføre en merudgift på mindre end 9 mio.

³¹ Årsrapporten 2009/2010 – side 108

³² <http://www.al-bank.dk/default.asp?id=593>

6.1.2.5 - Konjunkturer

Danisco er som enhver anden virksomhed følsom over for udsving i den globale økonomi. Dog er det ikke alle enheder i Danisco der er lige følsomme, blandt andet vurderes det³³ at hele fødevarerektoren, ikke er nært så konjunkturfølsom som den globale økonomi.

Daniscos produkter bærer ikke præg af at være et slutprodukt, men er derimod en del af et samlet produkt. En stor del af Daniscos produkter, indgår i fødevarer og derfor ikke eksponeret i så høj en grad overfor konjunkturudsving.

Danisco har sørget for at have en god geografisk spredning og har herigennem en naturlig spredning af risikoen. Desuden afdækker de sig så vidt muligt via finansielle kontrakter.

6.1.2.6 - Råvare og energipriser

Daniscos indtjening kan blive hårdt ramt, hvis priserne for råvarer stiger. Det kan blandt andet komme sig til udtryk ved en dårlig høstsæson. Dette er en ikke helt uvæsentlig trussel for Danisco

Modsat råvarepriserne, kan stigende energipriser ligefrem være en stor fordel for Danisco. Stigende energipriser (især olie) og et globalt forsøg på at nedbringe CO2 udslippet, afføder en naturlig efterspørgsel efter en alternativ energikilde. I forbindelse med Daniscos udvikling af andengenerations bioethanol, er de i besiddelse af et unikt alternativ, som både rummer en god miljø- og energimæssig profil.

6.1.3 - De sociale og kulturelle forhold:

6.1.3.1 - Ændring i forbrugsvaner

Globalt set er der store udfordringer for folkesundheden og med den nuværende udvikling vil kløften mellem industri- og udviklingslandene blive større og større. I store dele af verden ventes der at være et stort antal overvægtige, og i udviklingslandene ventes der at være endnu større udfordringer med en underernæret befolkning³⁴.

Danisco er leveringsdygtige af en lang række produkter med en sundhedsfremmende profil. Der er fokus på den fremtidige livsstil og på hvordan man kan benytte produkterne til både at forebygge fedme og underernæring, samt en lang række andre livsstilssygdomme.

³³ Årsrapporten 2009/2010 – side 68

³⁴ <http://www.euro.who.int/en/home>

6.1.3.2 - De teknologiske og miljømæssige forhold

Danisco bestræber sig på at være innovative, da de lever efter tesen om, at nye ideer er med til at skabe bedre resultater. Danisco har en særlig ekspertise inden for videnskab og teknologi med adskillige R&D³⁵-centre. Disse centre skal være med til at bidrage med nye biobaserede produkter.

Organisatorisk har Danisco oprettet en enhed der skal sikre, at de når målet omkring at blive kundernes "first choice". Enheden (Market Driven Innovation), sikrer at målet nås, ved at have fokus på kunden og forbrugeren af slutproduktet. Ved at have fokus på de nuværende behov, samt de fremtidige behov, sikrer man sig at man hele tiden har tilpasset sig kunden.

Danisco har også gjort meget ud af at inddrage deres medarbejdere i processerne. Der er oprettet interne systemer, der samler oplysninger om medarbejdernes kompetencer. Derved kan man hurtigt finde den rette medarbejder til at løse en specifik opgave.

Bakteriekulturer er et af de markedsområder som kører rigtig godt. Der er fortsat fokus på at være en af de førende inden for denne division. Derfor bliver diverse biokulturer løbende tilpasset kundernes krav, til det endelige slutprodukt.

6.1.3.3 - Miljø

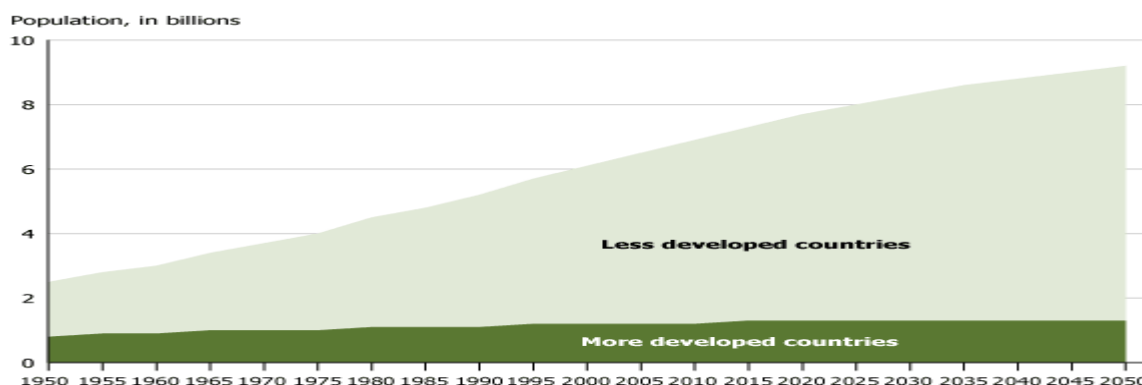
Globalt er der en enorm fokus på miljøet, og det er derfor vigtigt at de enkelte virksomheder har produkter som ikke belaster miljøet, men derimod kan være til gavn for miljøet. Verdenen over spiller en reducere af Co2-udledningen en stor rolle.

Danisco har i deres samarbejde med Dupont igangsat en proces, der kan hjælpe deres kunder med at reducere deres udledning af CO2 med op til 50 %.³⁶ Hermed viser Danisco at de tager ansvar og at de er i stand til at udnytte den globale efterspørgsel efter en alternativ energikilde med en miljørigtig profil.

³⁵ Research and development = forskning og udvikling

³⁶ Årsrapporten 2009/2010 – side 34

6.1.3.4 - Knaphed på naturressourcer



Graf 6.3 – hentet fra www.prb.org

Kilde: FN's Population Division - World Population Prospects³⁷

Af ovenstående graf ses det, at med den nuværende befolkningsvækst, står vi over for store udfordringer i en nær fremtid. Allerede i 2050 forventes det at den samlede befolkning vil nå op på over 9 milliarder, hvor den i dag ca. er på 6,5 milliarder. Dette sætter store krav til at man bruger ressourcerne bedre og mere effektivt, der er med andre ord ikke råd til spild.

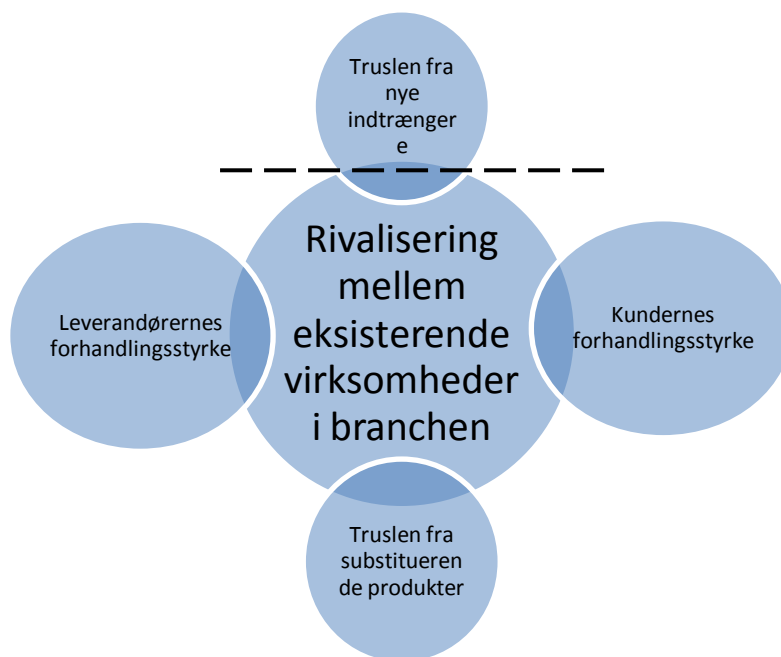
Danisco har ved hjælp af deres ekspertise inden for enzymer haft succes med at udnytte restprodukter fra afgrøder. Enzymerne har været i stand til at nedbryde afgrøderne og omdanne dem til sukker. Sukkeret er en af hovedingredienserne i den gæringsproces der danner baggrunden for udviklingen af bioethanol. Hermed udviser Danisco en innovativ proces som er til gavn for den globale befolkning, både miljø- og ressourcemæssigt.

6.2 - Porters 5 forces-analysen (branche)

5 markeds kræfter i branchen, som kan påvirke Daniscos samlede værdi.

Des svagere påvirkningen er fra de 5 kræfter, des mere potential er der for vækst for den enkelte virksomhed i branchen!

³⁷ www.prb.org – Population reference bureau



Figur 6.3 – Egen tilvirkning

6.2.1 - Adgangsbarrierer

Branchen er kendetegnende ved at der er store adgangsbarrierer, som følge af at det er yderst omkostningsfyldt at etablere sig på markedet. Endvidere vil der løbende være en lang række omkostninger til forskning og udvikling af diverse produkter. I årsregnskabet (09/10) havde Danisco samlet set forsknings- og udviklingsomkostninger for 884 millioner kr. Til sammenligning blandt konkurrenterne kan det nævnes at blandt andet Novozymes³⁸ i samme periode havde forsknings- og udviklingsomkostninger for ca. 1.207 millioner.

I PEST-analysen blev det nævnt at Danisco har patent på ca. 9.300 produkter, hvilket ligeledes gør det vanskeligt for øvrige konkurrenter at trænge ind på markedet.

Samlet set vurderes der at være høje adgangsbarrierer, og derfor skal truslen fra nye aktører på markedet lav. Ønsker en virksomhed at etablere sig på markedet, vil det højst sandsynligt ske igennem opkøbe af en eksisterende virksomhed.

6.2.2 - Kundernes forhandlingsstyrke

Både i visionen og missionen spiller kunderne en meget stor rolle. Danisco har, som tidligere nævnt, det mål at være ”first choice” blandt deres kunder, som leverandør af biobaserede ingredienser.

³⁸ Årsrapport (Novozymes 2009) – side 7

For at nå dette mål har Danisco inddraget kunderne i lang række processer og har herigennem opnået et tæt samarbejde, hvor Danisco løbende kan tilpasse sig kundernes behov.

Danisco er som i enhver anden virksomhed afhængig af deres kunder. Danisco har mere end 10.000 kunder, hvoraf deres 10 største kunder udgør mindre end 20 % af den samlede omsætning. På baggrund af den store kundeportefølje, samt den relative lave andel af store kunder, skønner Danisco selv, at deres kundeafhængighed som værende begrænset.

Det er en branche som er beskyttet af mange patenter, og Danisco er de førende inden for flere af de markeder som de opererer på. Det betyder blandt andet at kunderne, ikke nødvendigvis kan få deres produkter andre steder og derfor er nødsaget til at beholde Danisco som deres leverandør.

Endvidere kan man sige, at det er yderst besværligt at have et tæt samarbejde med mere end 10.000 kunder, hvorfor en del af de mindre aktører må anses for at være medløbere i dette spil og dermed ikke har den store indflydelse.

6.2.3 - Truslen fra substituerende produkter

Kendetegnende for den verden vi lever i, er at der hele tiden stilles større og større krav til de produkter vi benytter os af. Blandt andet er der store krav til at vores madvarer skal være sunde og ernærende samt af en kvalitet som giver slutbrugeren et tilfredsstillende resultat. Danisco har blandt andet udviklet produkter, der kan forlænge fødevarernes levetid, samtidig med at det mindsker indholdet af det usunde transfedt. Dermed har produktet både en ernæringsmæssig sund profil, samtidig med at levetiden forlænges. Men en lang række af de ingredienser samt enzymer som Danisco kan tilbyde deres kunder, kan andre lignede virksomheder også tilbyde.³⁹ Blandt andet er Novozymes en ikke helt ubetydelig aktør på markedet inden for bioethanol. Kunderne kan derfor sagtes skifte til en anden producent af samme vare.

Danisco er beskyttet af en lang række patenter, og har ligeledes en lang række unikke produkter, som skal bruges i dagligdagens fødevarer. Dette er utrolig svært for kunderne at finde et alternativ til.

Hvis vi retter fokus mod bioethanol, er det nærtliggende at man kan substituere produktet med olie. Dog er olien en knap ressource, hvor bioethanolen er en vedvarende energikilde. Og med den fokus der er på miljøet, har bioethanolen en stor fremtid foran sig, hvorfor det ikke vurderes at olien vil udgøre den store trussel.

³⁹ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/198963/ny_danisco-ejer_laegger_pres_paa_novozymes.html

Samlet set vurderes truslen fra substituerende produkter at være moderat. Der er en del produkter som kan erstattes af konkurrenterne, blandt andet på markedet for enzymer og fødevarer.

6.2.4 - Leverandørernes forhandlingsstyrke

Danisco benytter sig hovedsagligt af produkter, som kan findes og dyrkes i naturen. Danisco er derfor afhængig af at landbruget kan være leveringsdygtige af de fornødne råvarer.

Verdenen over kan landbruget støde ind i en sæson hvor høsten fejler, og derfor er nødsaget til at sælge deres produkter til en højere pris. Dette kan være med til at skabe forhøjede priser fra leverandørernes side, denne prisstigning kan Danisco ikke nødvendigvis sende videre til deres kunder. For at opnå de bedste priser på råvarer er Danisco således afhængig af et godt og effektivt landbrug.

Desuden er Danisco en virksomhed der tager socialt og miljømæssigt ansvar og er derfor selektive i deres valg af leverandører. Det vil sige, at de benytter sig kun af de leverandører der løbende lever op til de krav som de stiller.⁴⁰ For at sikre sig den løbende kvalitet af deres leverandører har Danisco opsat et system,⁴¹ som adskiller de gode fra de mindre gode på forskellige og bestemt udvalgte punkter.⁴²

Danisco har strategisk placeret sig tæt på deres leverandører af råvarer og opnår herved et lokalt kendskab og opnår deslige store transportmæssige besparelser.

Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes at være relativ lav. Danisco har mange leverandører og kan nemt skifte en leverandør ud med en ny. I og med at Danisco kan tillade sig at stille store krav til deres leverandører, er det et tegn på at det er Danisco der har styringen.

⁴⁰ <http://sustainabilityreport2009-10.danisco.com/> - se side 38

⁴¹ Se bilag nr. 3 - System til den løbende revision af deres leverandører

⁴² Se bilag nr. 4 - kriterier for leverandører

6.2.5 - Konkurrenceintensiteten – Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

MARKEDSPOSITIONER									
	Emulgatorer	Funktionelle systemer	Texturant-ingredienser	Sødemidler	Bakteriekulturer	Biokonservering	Tekniske enzymer	Fødevareenzymer	Foderenzymer
>> Danisco (DK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Degussa/Cargill (USA)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Kerry Group (IE)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Huber (DK/USA)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Cognis (D)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Novozymes (DK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Chr. Hansen (DK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
DSM (NL)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
ABF (UK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Tate & Lyle (UK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Daniscos globale position	1	1	2	1	2	1	2	2	1

Skema 6.1 – hentet fra www.danisco.com

I ovenstående skema ses et udsnit af Daniscos største konkurrenter. Kendetegnende for branchen er at den ledes af få, men store aktører. I branchen finder der også en del mindre aktører, men disse vurderes ikke at have nogen konkurrencemæssig indvirkning. Som det er nævnt tidligere så er det en branche med store adgangsbarrierer. Derfor ses der en evig rivalisering blandt konkurrenterne, og der opstår med jævne mellemrum spekulationer om opkøb af konkurrenter, hvilket er aktuelt i denne opgave.

En del af Daniscos strategi er da også, at væksten skal fremkomme igennem akkvisitioner og samarbejdsaftaler. Af samarbejdsaftaler kan blandt andet nævnes joint venture selskabet med Dupont. I regnskabsåret for 09/10 kan det blandt andet nævnes at Danisco har opkøbt virksomheden Sorbial⁴³.

Konkurrencen blandt de konkurrenter der har etableret sig i lande, hvor omkostningerne kan holdes nede på et minimum udgør en vis trussel. Danisco forsøger selv at mindske omkostningerne ved at køre en stram omkostningsstyring⁴⁴.

6.2.5.1 - Konkurrencen i de to markedsområder

6.2.5.1.1 - Fødevareingredienser:

Danisco er i mange af kategorierne inden for fødevareingredienser enten den største eller næststørste aktør. Det er et marked med mange konkurrenter, dog anslår Danisco at de er den væsentligste aktør.⁴⁵

⁴³ Årsrapporten 2009/2010 – side 98

⁴⁴ Årsrapporten 2009/2010 – side 61

6.2.5.1.2 - Industrielle enzymer

Danisco er den næststørste aktør på markedet kun overhalet af Novozymes. Tilsammen står Danisco og Novozymes for mere en 70 % af det samlede marked, de kan dermed profilere sig med at være de førende aktører på dette marked.

Samlet set vurderes konkurrencen blandt de eksisterende konkurrenter at være høj.

6.3 - Intern analyse af ikke-finansielle værdidrivere

Til forskel fra den tidligere analyse af branchen generelt, vil den efterfølgende analyse tage udgangspunkt i de faktorer som Danisco selv har indflydelser på, og dermed kan påvirke. Analysen skal være med til at klarlægge hvor Danisco har deres kernekompetencer, men også klarlægge hvilke ressourcer og kompetencer der er med til at skabe konkurrencemæssig fordel i forhold til deres konkurrenter.

6.3.1 - Materielle anlægsressourcer

Af årsregnskabet (09/10)⁴⁵ fremgår det at de materielle anlægsaktiver dækker over: Grunde og bygninger, Produktionsanlæg og maskiner, andre anlæg, driftsmateriel og inventar samt forudbetalinger og anlæg under udførelse. Det er tidligere nævnt, at Danisco af strategiske årsager har placeret sig geografisk og strategisk i de lande, hvor enten kunder eller leverandører er placeret. Denne placering har flere fordele. Blandt andet skaber det en kortere kommandovej mellem Daniscos kunder og leverandører, hvilket vil effektivisere produktionen.

Der bliver løbende afholdt store summer til udvikling af nye produktionsapparater, hvilket indikerer at teknologien hele tiden fornyes. Danisco er afhængig af en innovativ teknologisk platform, der er med helt fremme i feltet. Skal Danisco forsat være leveringsdygtige af banebrydende og nyskabende produkter kræver det løbende investeringer. Det ses at Danisco i 08/09 investerede for 844 millioner og i 09/10 for 679 millioner i materielle aktiver, hvilket understøtter argumentet om at der løbende skal investeres for at kunne imødekomme efterspørgslen.

6.3.2 - De menneskelige ressourcer

Danisco er i høj grad afhængig af at have en stor og kompetent medarbejderstab, da de danner grundlaget for virksomhedens eksistens. Der er fokus på at man har den bedste medarbejderstab og det indgår direkte i strategien at der skal skabes vækst igennem dygtige og engagerede medarbejdere.

⁴⁵ Årsrapporten 2009/2010 – side 28

⁴⁶ Årsrapporten 2009/2010 – side 72

Der sker løbende omstruktureringer for at sikre at virksomheden er så effektiv og lønsom som muligt, det har blandt andet resulteret i at divisionen sweeteners i 2009/2010 har måttet reducere i deres medarbejdere.

2009/10	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
6.853	8.986	9.631	10.423	10.636

Skema 6.2 - Antal medarbejdere⁴⁷.

Den samlede medarbejderstab har gennemgået en stor udvikling igennem de seneste år. Det ses af ovenstående skema, at antal medarbejdere er stærkt reduceret. Det skal ses i sammenhæng med at Danisco i 2008/2009 solgte divisionen Sukker fra og i 2007/2008 solgte de divisionen Flavours. Den umiddelbare store reduktion i medarbejderstaben skal derfor ses som et led i en strategi der omfatter nye arbejdsområder.

Daniscos medarbejdere omfatter mange forskellige grupper, lige fra ufaglærte til fabriksarbejdet og til højtuddannede, der varetager forskningsarbejde. Desuden er det værd at bemærke at Danisco er placeret i 40 forskellige lande, hvorfor der også er store kulturelle forskelle.

Danisco har etableret et projekt ”Danisco innovative”, hvor alle medarbejderne har mulighed for at bidrage med deres forslag og løsninger til at Danisco også fremadrettet kan være innovative. Medarbejdere i alle klasser har dermed en vis indflydelse. Dette understøtter Daniscos strategi om at forene kompetencer og engagement og samtidig gøre det målbart.

Et redskab til at skabe bedre resultater er ”People planning cycle⁴⁸” som sikrer at der er fokus på medarbejderne, og at der hvert år bliver sat personlige mål, som alt sammen skal være med til at skabe en konkurrencemæssig fordel.

I og med at medarbejderstaben i regnskabsåret 09/10 har accepteret et lønstop er der ingen tvivl om at Danisco er i besiddelse af en gode og loyale medarbejdere

6.3.3 - Finansielle ressourcer

De finansielle ressourcer består som udgangspunkt af de muligheder der er for at låne, kreditfaciliteter og i det hele taget den øvrige likviditet.

⁴⁷ Årsrapporten 2009/2010 – side 7

⁴⁸ Årsrapporten 2009/2010 – side 47

For at sikre at Danisco har de fornødne finansielle ressourcer, er enheden Corporate Treasury tilknyttet. Enheden styrer de finansielle risici der er forbundet med at drive virksomhed. Det er altafgørende at Corporate Treasury kan minimere de finansielle risici mest muligt. Ad denne vej, kan Danisco sikre sig at de har de bedste forudsætninger for optimere brugen af deres kreditter, lån og løbende likviditet.

Igennem det forslåede udbytte⁴⁹ signalerer Danisco at de er en velkonsolideret virksomhed. Med en payout ratio på hele 169 %. Herved viser Danisco også at de har de midler der skal til for at kunne foretage de investeringer som de ønsker. Samtidig har de overskud nok til at kunne tilgodese deres investorer.

6.3.4 - Immaterielle ressourcer

De immaterielle ressourcer dækker over, patenter, innovative ressourcer, know-how, goodwill mv. Der er ingen tvivl om at goodwill fylder størstedelen af de immaterielle aktiver, hele 6.996 millioner kroner ud af 7.830.

Som tidligere nævnt er Danisco i besiddelse af mere end 9.300 patenter og sørger for, via innovationsenheden MDI, at beskytte og udvikle nye produkter. De ressourcer der afsættes til at udvikle nye produkter kan aflæses i Daniscos omkostninger til forskning og udvikling. I 08/09 udgjorde det 5,72 % ud af den samlede omsætning og i 09/10 ca. 6,45 %.

Lige umiddelbart er det vanskeligt at afgøre om der bliver afholdt nok til at fremme den innovative udvikling i Danisco. Til sammenligning med en af de større konkurrenter herhjemme (Novozymes), så afholdes der et relativt lavt beløb.

Den samlede vurdering på de immaterielle ressourcer er at der gerne måtte blive benyttet flere midler til at fremme udviklingen. Der bliver afsat store midler, men det er en forskning og udviklingsmæssig tung branche der kræver mange ressourcer.

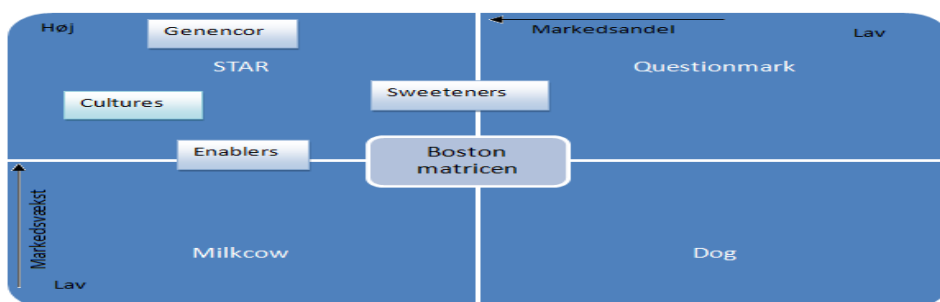
6.3.5 - Opsamling på Daniscos ressourcer

Generelt vurderes det at Danisco er i besiddelse af en stærk og konkurrencedygtig ressourcebase, dog er der plads til at udvide forskning og udviklingsplatformen, så den kan stå mål med de største konkurrenter.

⁴⁹ Årsrapporten 2009/2010 – side 9

6.4 - Produktporteføljen – Boston matricen

Boston matricen vil blive brugt til at analysere Daniscos produktportefølje. Danisco har som sagt 4 overordnede produkter: Enablers, Cultures, Sweeteners og Genencor. I det følgende vil hver produktgruppe blive analyseret hver for sig.



Figur 6.4 – boston matricen - Egen tilvirkning

6.4.1 - Fødeveareingredienser

- De er allerede first choice til verdens fødeveareindustri.
- Hele fødeveareindustrien vurderes at have en værdi på 1,5 billioner dollars
- Ingrediensmarkedet vurderes at have en værdi på 24 milliarder dollars (vokser med 3-5 % om året)
- Danisco dækker ca. 10 milliarder af markedet (ca. 42 % af det samlede marked)
- De er den største eller næststørste på alle markederne

6.4.2 - Industrielle enzymer

- Det vurderes at det samlede marked for industrielle enzymer er på ca. 3 milliarder dollars.
- Genencor er verdens næststørste producent
- Sammen med Novozymes dækker de 70 % af det samlede marked

6.4.2 - Enablers

Enablers er placeret mellem STAR og CASH COW. Enablers er karakteriseret ved at være en stor og væsentlig aktør på markedet, og er med til at skabe et stort og relativt stabilt overskud. Væksten har vist sig at være stabiliserende og dermed er investeringsbehovet heller ikke så stort som det tidligere har været. Danisco kan dermed udnytte at de er en stor aktør på markedet. Dermed har de visse stordriftsfordele, som i en lang periode vil kunne sikre et stort og stabilt cash flow. Enablers står på nuværende tidspunkt for ca. 42 % af den samlede omsætning i koncernen. Daniscos egne forventninger til fremtiden er at Enablers vil have den samme omsætning som sidste år.

6.4.3 - Cultures

Er sat til at være en STAR. Det der er kendetegnende for divisionen Cultures er, at der har været en stærkt stigende vækst. Produkterne har dermed vist at de er levedygtigt og finder deres indpas på adskillige markeder verden over. Det nuværende overskud for divisionen er stort og det ventes at det vil stige yderligere da der er stor efterspørgsel efter produkterne. Derfor har Danisco valgt at investere ca. 450 millioner kroner i ekstra kapacitet, for at imødekomme den store efterspørgsel. Dette understøtter også den strategi som anbefales produkter der er kategoriseret STAR. Investeringerne skal øges da der vil være gode muligheder for at man kan booste væksten endnu mere.

6.4.4. - Sweeteners

Sweeteners er sat til at være en STAR/Questionmark. Divisionen har oplevet store fald og har været sårbare over for et volatilt marked. Særligt hårdt ramt er xylitol-produktet, hvilket er med til at sætte tvivl om dette produkts fremtid. Danisco har derfor fundet det nødvendigt at nedskrive divisionens Goodwill med ca. 700 millioner kr.

6.4.5 - Genencor

Genencor er sat til at være en STAR. Genencor har opnåede sidste år⁵⁰ en vækst på mere end 12 % i forhold til 08/09. Målet var 7-9 % og Genencor har dermed vist sig at være i stærk vækst og forventes også at være det i den kommende periode. Samlet set står Genencor for 33 % af den samlede omsætning, og er dermed en væsentlig division, der fremadrettet kan udgøre en endnu større andel. Der bliver løbende investeret store summer i divisionen, for at generere den ønskede vækst. Det er endnu ikke muligt at Genencor kan køre som en selvfinansierende division, hvilket øger behovet for investeringer.

6.5 - SWOT-analyse⁵¹

SWOT-analysen vil sammenfatte de strategiske analyser og det vil blive vurderet, hvorvidt de strategiske analyser er realiserbare.

6.5.1 - Potentielle styrker

Hele grundlaget for at drive virksomhed, er at man er i besiddelse af en medarbejderstab, der kan omsætte arbejdsopgaver til merværdi for virksomheden. Danisco er en stor koncern med mange medarbejdere verdenen over. Danisco har formået at skabe en enhed der kan holde styr på

⁵⁰ I regnskabsåret 2009/2010

⁵¹ Detaljeret gennemgang fremgår af bilag 5

medarbejderne, sætte individuelle mål og motivere den enkelte medarbejder. Dette er med til at holde på medarbejderne, samt Danisco sikrer sig engagerede og loyale medarbejdere.

Danisco har igennem deres produktudvikling i en meget høj grad inddraget deres kunder. Produkterne skabes således, at kunderne får mulighed for at optimere deres processer. Desuden skabes produkterne med en profil der sikrer at kunderne får en bedre og mere miljørigtige løsninger. Ved at inddrage kunderne, skabes der tætte relationer, som er med til at sikre fremtidig vækst!

Danisco har mange produkter på markedet og har dermed et stort udvalg at tilbyde deres kunder. Desuden er en del af produkterne beskyttet af patenter, hvilket sikrer Danisco beskyttelse af produktet samt fastholdelse af kunderne.

Det er ikke kun kunderne Danisco har et tæt samarbejde med. Danisco har også indgået en joint ventureselskab sammen med Dupont, med det fælles mål at producere vedvarende energi (andengenerations bioethanol). Det har vist sig, at samarbejdet har bragt store vækstrater med sig, og de har på kort tid vist sig blandt de 10 største aktører på markedet.

Danisco viser ansvar i den globale klimadebat ved blandt andet at indføre livscyklusvurderinger til nogle af deres produkter. Herved sikres det at den proces, hvori produktet produceres, belaster miljøet mindst muligt. Desuden er det værd at nævne at Daniscos produkter generelt har en miljørigtig profil, dette er med til at sikre produkterne en bæredygtig fremtid. Dette konkluderes ud fra at det efterhånden er blevet en global holdning, at fremtidens produkter skal have en miljørigtig profil.

Corporate Treasury er en væsentlig og vigtig enhed. De styrer de forskellige risici og afdækker dem med diverse finansielle derivater. Foruden denne enhed ville der være en væsentlig større risiko for at Danisco ikke fik det optimale ud af de markeder som de opererer på.

6.5.2 - Potentielle svagheder

Efterspørgslen efter Xylitol har været stærkt faldende og har dermed været en af årsagerne til at divisionen Sweeteners har haft en negativ organisk vækst. Det er ikke alle produkter i divisionen der har klaret sig mindre godt, Litesse og Lactitol, har været med til at løfte divisionen. Det har endvidere været nødvendigt at foretage visse omstruktureringer, som har medført afskedigelser af medarbejdere. Den samlede goodwill for divisionen er endvidere blevet nedskrevet med hele 700 millioner.

På nuværende tidspunkt ser det ud til at markedet for sødestoffer har stabiliseret sig en smule. Dog er der stadig risiko for at der igen kan forekomme en vis volatilitet på markedet for sødestoffer, som igen vil kunne medføre negativ vækst.

En potentiel svaghed kan findes i de løbende investeringer i forskning og udvikling. I forhold til Novozymes, afsættes et mindre beløb af den samlede omsætning. Om det er et udtryk for en mere effektiv forskning og udviklingsafdeling eller om der er tale om færre igangværende projekter (og kommende projekter) er umiddelbart svært at gisne om. Det ændrer dog ikke på det faktum at det udviser et svaghedstegn i forhold til sine konkurrenter.

Divisionen for bioethanol har også svagheder idet, at væksten (på kort sigt) er afhængig af parametre så som lovgivningen, som Danisco ikke har nogen direkte indflydelse på. Det er en generel svaghed for branchen. Der er ingen tvivl om at alternative energikilder nok skal vinde stort indpas, men projekterne må (fra investors synspunkt) ikke være for usikre og ligge ude i en meget fjern fremtid. Det er derfor en svaghed at divisionen i et vist omfang er afhængig af en lovgivning.

6.5.3 - Potentielle muligheder

Det globale fokus bliver i en højere og højere grad rettet mod folkesundheden samt de klimatiske udfordringer. Danisco er allerede på nuværende tidspunkt leveringsdygtige af en lang række produkter der har en sundhed- og ernæringsmæssig profil, som er et bud på hvordan man kan løse de store udfordringer som fremtiden byder på. Danisco har en række produkter og processer der beskriver hvordan man lige fra produktion til det færdige produkt, kan skabe gode, sunde, ernæringsmæssige og CO₂venlige produkter.

Disse muligheder er allerede bragt i spil, men med en øget fokus, vil der være mulighed for at væksten kan øges markant.

Lovgivning på det globale plan er af stor betydning, og kan være med til at skabe store mulige vækstrater for især bioethanol. Især lovgivningen i USA, vurderes at være af særlig betydning for væksten i Genencor (divisionen der beskæftiger sig med bioethanol), da der er tale om at øge mængden af bioethanol blandet i benzinen på en lang række biler. Dette kan være med til at skabe nye vækstrater.

Et af de helt oplagte muligheder der foreligger Danisco er muligheden for at blive opkøbt af konkurrenter. Sådant et tilbud er Dupont som sagt kommet med.

6.5.4 - Potentielle trusler

Dårlig høst samt ændrede forbrugsvaner kan skabe store stigninger på råvarer, en stigning som Danisco ikke nødvendigvis kan sende videre til deres kunder. Dette kan skabe store udfordringer for den enkelte division og især fødevareindustrien.

En negativ kursudvikling på US dollar vil påvirke Daniscos regnskab i en negativ retning. Til trods for at Danisco afdækker sig via finansielle kontrakter mm, vil kursudviklingen stadig være en væsentlig trussel for en faldende indtjening.

Lovgivningen kan også udgøre en væsentlig trussel. Sker der en lovgivning der ligefrem kan hindre eller forsinke de markeder Danisco opererer på, vil det have en stor negativ effekt. Sandsynligheden vurderes ikke at være så stor, men bestemt ikke usandsynlig!

Det vurderes at Daniscos strategi om at blive ”first choice” er realiserbar. De er allerede ”first choice” i flere af divisionerne, og med øget fokus samt udnyttelse af de muligheder Danisco har, er der stort potentiale for at de kan blive det i alle divisioner.

7 - Regnskabsanalyse

7.1 - Formålet med regnskabsanalysen

Formålet med regnskabsanalysen er at give en bedømmelse af Daniscos historiske indtjening. Der tages udgangspunkt i de seneste 5 årsrapporter og der er dermed tale om en analyse af allerede realiserede tal. Ved at ”se tilbage” i årsrapporterne vil der ved en nærmere analyse af egenkapitalen, resultatopgørelsen og balancen vil det være muligt at identificere Daniscos value drivers.

Det er væsentligt at få identificeret disse value drivers, da det er disse der har indflydelse på Daniscos endelige værdi. Ved at skabe sig et overblik og analysere sig frem til tendenser i value drivers, giver dette et godt udgangspunkt i forbindelse med selve budgetteringen af de enkelte value drivers.

Der vil være en opdeling af Daniscos aktiviteter, hvor vi på den ene side finder driftsaktiviteterne og på den anden side de finansielle aktiviteter.

7.2 - Regnskabspraksis - rapportering af totalindkomst

Ny lovgivning har gjort det nemmere, for analytiker at identificere totalindkomsten, idet IAS 1⁵² kræver at regnskaber fra og med 1. januar 2009, skal præsentere en opgørelse over netop totalindkomsten. Der er også mulighed for at lave to separate opgørelser; en resultatopgørelse og en opgørelse over anden totalindkomst.

Inden for dansk og international regnskabspraksis er der fastsat en masse retningslinjer og regler for, hvordan og hvorledes de enkelte virksomheder skal definere dirty-surplus i deres regnskaber⁵³.

7.3 - Reformulering af egenkapitalen

Det overordnede formål med at reformulere egenkapitalen, er at få identificeret og placeret eventuelle dirty-surplus. Identificeringen af dirty-surplus spiller en vigtig rolle da den er med til at danne baggrunden for en korrekt udregning af Daniscos totalindkomst. Når vi kender totalindkomsten kan vi senere bruge denne til at analysere egenkapitalforrentningen, ROE.

Dirty-surplus, er populært sagt poster som bogføres direkte på egenkapitalen uden om resultatopgørelsen. Det kan således både være indtægter og omkostninger som bogføres. Dirty-surplus går også under navnet ”anden totalindkomst”.

7.3.1 - Totalindkomsten kan beregnes som følgende formel:

$\text{Årets resultat (Totalindkomst)} = \text{Nettooverskud} + \text{anden totalindkomst}$

7.3.2 - Egenkapitalopgørelsen kan beregnes ud fra følgende formel:

$EK_{\text{primo}} - \text{udbytte} + \text{Emmission (kapitaltilførsel)} - \text{tilbagekøb} + \text{årets res.} = EK_{\text{ultimo}}$

Reformuleret egenkapitalopgørelse	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Egenkapital primo	12.286	12.726	12.949	12.542	12.140
Transaktioner med ejerne:					
* Betalt udbytte	-455	-396	-934	-383	-298
* Køb af egne aktier	-403	-360	-422	-383	-358
* Salg af egne aktier	-52	-123	-542	0	0
	0	87	30	0	60
Kapitaltilførsel:					
* Kapitalnedsættelse	0	1	6	0	0
* Kapitalforhøjelse	0	0	0	0	0
* Kapitalforhøjelse	0	1	6	0	0
Salt af aktiviteter:					
	0	0	-9	-243	0
Egenkapitalbaseret aktieaflønning					
	0	12	19	28	23
Totalindkomst					
	895	606	511	196	640
* Heraf anden totalindkomst	273	-473	-788	124	159
Egenkapital ultimo	12.726	12.949	12.542	12.140	12.505

Skema 7.1 – reformuleret egenkapitalopgørelse - Egen tilvirkning

⁵² IAS = international accounting standards

⁵³ Ole Sørensen – side 160

- Egenkapitalen er reformuleret ud fra den officielle egenkapital (se bilag 6).
- Der er således konstateret dirty-surplus⁵⁴ (anden totalindkomst) i alle årene.
- Generelt er dirty-surplus posterne opstået som følge af valutakursreguleringer i dattervirksomheder, samt regulering af sikringsinstrumenter.

7.3.3 - Valutakursreguleringer i dattervirksomheder

De aktiver og forpligtigelser der er (både realiserede og urealiserede), skal efter IAS 21 og IAS 39 omregnes til balancedagens kurs. Herefter vil der fremkomme en difference, i form af enten en gevinst eller et tab, denne skal bogføres direkte på egenkapitalen.

7.3.4 - Regulering af sikringsinstrumenter

Dækker over de finansielle derivater som Danisco har gjort brug af igennem Corporate Treasury. De gevinster eller tab der har været på sikringsinstrumenterne skal indregnes direkte på egenkapitalen, indtil det tidspunkt hvor det sikrede bliver indregnet i resultatopgørelsen⁵⁵.

7.4 - Reformulering af resultatopgørelsen⁵⁶

I reformuleringen af resultatopgørelsen vil der ske en opdeling af driften og af de finansielle transaktioner. Det vil sige, at der vil være en opdeling mellem driftsoverskuddet fra driften og driftsoverskuddet fra finansielle indtægter. Desuden medtages de dirty-surplus poster som blev konstateret under reformuleringen af egenkapitalen.

Resultatopgørelse er reformuleret ud fra den officielle resultatopgørelse (se bilag 9).

For regnskabsåret 2007/2008 har det ikke været muligt at identificere størrelsen af finansieringsomkostninger samt finansieringsindtægter. Dog har nettofinansieringsomkostningerne været oplyst i regnskabet og har dermed gjort det muligt at beregne skattefordelen af de nettofinansielle omkostninger.

7.5 - Reformulering af balancen

For at holde den løbende drift kørende er der i Danisco (og enhver anden virksomhed) brug for en vis mængde driftslikviditet. Det vurderes at en virksomhed bør have en driftslikviditet der svarer til

⁵⁴ Se bilag 7

⁵⁵ Ole Sørensen – side 161

⁵⁶ Bilag 8 – reformuleret resultatopgørelse

mellem 0,5 – 1 %⁵⁷ af den samlede omsætning. Derfor tilgår 1 % af omsætningen fra de likvide midler og vil være at finde som et driftsaktiv.

Ved at reformulere balancen opdeles Daniscos Kerne-driftsaktiver, ikke-kernedriftsaktiver, driftsforpligtigelser og finansielle forpligtigelser i poster hver for sig. Desuden vil nettodriftsaktiverne (NDA), netto finansielle forpligtigelser (NFF), samt egenkapitalen (EK) blive kategoriseret så de senere kan bruges til selve værdiansættelsen.

Af den reformulerede balance⁵⁸ er der visse afvigelser i forhold til den officielle balance⁵⁹. Dette skyldes, som der gøres rede for i afgrænsningerne, at der har været frasalg af divisioner i de første år i de medtagne regnskabsår. For at gøre reformuleringerne anvendelige i forhold til den videre bearbejdning, der i sidste ende danner baggrunden for værdiansættelsen, har det været nødvendigt at regulere. Der er reguleret ned i forhold til divisionen volumen.

8 - Regnskabsanalyse

De netop foretagne reformuleringer danner baggrunden for rentabilitetsanalysen.

Rentabilitetsanalysen er et vigtigt redskab for enhver virksomhed da det er her vi kan følge udviklingen og se om virksomheden skaber indtjening. Større virksomheder, som Danisco der er børsnoteret, skal også tilfredsstille deres investorer. Derfor har Danisco opstillet nogle finansielle mål, for at gøre deres ambitioner målbare overfor deres aktionærer.

8.1 - Daniscos finansielle ambitioner i korte træk:

Danisco vil gerne opnå en organisk vækst i niveauet 5-7 %

Danisco havde for regnskabsåret 2009/2010 et mål om en EBIT-marign på 12,5 % (før BCP⁶⁰).

Dette mål kunne Danisco indfri på et meget tidligt tidspunkt i regnskabsåret (maj måned).

Ambitionerne er derfor store til det kommende regnskabsår, hvor Danisco har et mål om en EBIT-margin på 13,5 % (før BCP).

Desuden har Danisco et mål om, at de vil nedbringe gearingen jf. nedenstående:

Ændre kapitalstrukturen: $\frac{\text{netto rentebærende gæld}}{\text{EBITDA (incl.BCP)}}$ i niveauet 1,5-2,5 gange.

⁵⁷ Ole Sørensen – side184

⁵⁸ Se bilag 10

⁵⁹ Se bilag 11 hvoraf den officielle balance fremgår.

⁶⁰ Bio Chemicals-projekter

Reduktionen vil ske enten via udbyttebetalinger og/eller aktietilbagekøb.

8.2 - Organisatoriske ambitioner

Organisatorisk vil Danisco strømline organisationen og øge fokus på hvad kunderne synes er vigtigt. Danisco vil have fokus på følgende⁶¹:

”der er fem kerneområder, der er grundpiller i vores organisation: Customer focus, Core product, Excellent pricing, Best supply chain og Leaner structure and processes”.

8.3 - Formål med rentabilitetsanalysen

Det overordnede formål er, at finde frem til den rentabilitet der historisk har drevet Danisco. Ved at kende den historiske udvikling, har analytiker dannet sig et godt grundlag for at budgettere virksomhedens vækstparametre.

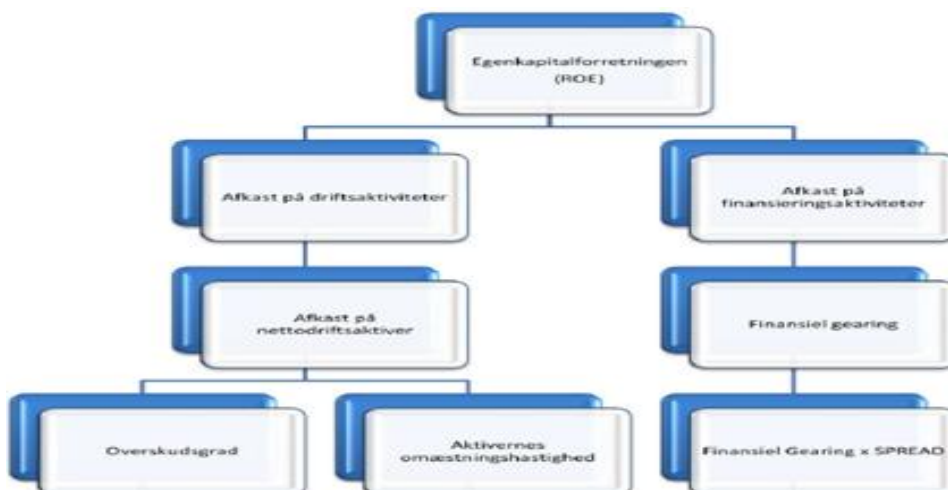
Det centrale nøgletal som kan være med til at indikere, over for såvel analytiker som aktionær, om Danisco skaber eller destruerer virksomhedsværdien er ROE.

For aktionærene kan det danne grundlag for, om den virksomhed han har investeret sin kapital i, forvalter pengene på tilfredsstillende vis. ROE (fra aktionærens synspunkt) er et udtryk for hvor meget profit den pågældende virksomhed er i stand til at generere ud af de penge som han har investeret i virksomheden.

Derfor vil enhver virksomhed gerne præsentere et flot ROE. Dog kan ROE ikke stå alene som beslutningsgrundlag for om det er en god eller dårlig virksomhed at placere sine penge i. Der kan være forskellige årsager til at ROE har udviklet sig som den har. Det er her en rentabilitetsanalyse kommer til sin ret, og identificerer de underliggende finansielle value drivers, der i sidste ende definerer virksomhedens ROE.

Som sagt så er ROE styret af de underliggende finansielle value drivers. Rentabilitetsanalysen vil derfor tage udgangspunkt i DuPont-pyramiden.

⁶¹ Årsrapport 2009/2010 – side 9: citat



Figur 8.1 – Dupont pyramiden – egen tilvirkning

Af ovenstående figur ses det at der grundlæggende er 2 faktorer som har indflydelse på egenkapitalforrentningen. Det drejer sig om driftsaktiviteterne og om finansieringsaktiviteterne. Begge aktiviteter er altså med til at generere eller nedbryde værdi i virksomheden.

8.4 - Generelt om Daniscos nøgletal

Det er værd at bemærke at Danisco har andre definitioner af de enkelte nøgletal end dem som analytiker⁶² benytter sig af. I Daniscos regnskab ses nøgletallene i et ”før skat perspektiv”, hvor analytiker ser på nøgletallene i et ”efter skat perspektiv”. Dette giver vidt forskellige resultater! Derfor opstilles begge resultater, men det vil hovedsagligt være de nøgletal, udregnet af analytiker, der vil blive inddraget i selve værdiansættelsen.

8.5 - Opbygningen af ROE

ROE af hænger af 3 forskellige faktorer, afkastet på nettodriftsaktiver, den finansielle gearing og spreadet (forskellen mellem ROIC og r).

ROE kan da defineres efter følgende formel:

$$ROE = ROIC + [FGEAR * (ROIC - r)]$$

Den efterfølgende gennemgang af Daniscos underliggende value drivers, tager således udgangspunkt i ovenstående formel.

⁶² Analytiker = den fremgangsmetode der bruges i bogen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang

8.5.1 - ROIC – Afkastet på nettodriftsaktiverne

ROIC er et udtryk for Daniscos rentabilitet og hvor god virksomheden er til at udnytte de ressourcer som de er i besiddelse af.

Skema over ROIC	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Danisco - ROIC	xxxx	8,68 %	7,50 %	6,80 %	8,98 %
Alm. ROIC	xxxx	6,72 %	4,73 %	0,98 %	3,02 %

Skema 8.1 - over ROIC, egen tilvirkning.

Der vil som sagt hovedsagligt blive kommenteret på den almindelige nøgletal og der vil blot være mindre kommentarer til Daniscos egne tal.

Det ses at udviklingen i ROIC har været på et relativ højt niveau i 2006/2007, hvorefter vi ser et fald frem til 2009. Årsagen til faldet, og til at den stiger igen fra 2009, kan ikke umiddelbart læses ud af tallene her. Det er derfor nødvendigt at se på de Value drivers der ligger bag ROIC.

ROIC kan defineres igennem følgende formel:

$$ROIC = OG * AOH$$

8.5.2 - Overskudsgraden – OG

En af de underliggende value drivers der kan være med til at forklare udviklingen i ROIC er vores overskudsgrad. Overskudsgraden er et udtryk for hvor stor en del af Daniscos aktiviteter der bliver til overskud, målt som en procentdel af omsætningen.

Danisco har i deres regnskab kaldt overskudsgraden for EBIT-margin. Årsagen til at den også kaldes EBIT-margin skalt findes i måden det regnes ud på: $\frac{DO \text{ før skat (EBIT)}}{omsætning}$.

Daniscos OG	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
DO før skat (EBIT)	2270	1507	1270	1242	1749
OG (EBIT-margin)	10,86 %	12,24 %	10,37 %	9,56 %	12,76 %

Skema 8.2 – Skema over OG – egen tilvirkning

Det er værd at bemærke at EBIT-marginen selvfølgelig er et tal før skat og dermed ikke er det primære tal fra analytikers side. Grunden til at tallet alligevel bør fremhæves, er på grund af at

Danisco bruger tallet i forbindelse med deres finansielle ambitioner. For 2009/2010 var deres mål at opnå en EBIT-margin på 12,5 %.

Af ovenstående skema ses det at EBIT-marginen har været relativ stabil, dog aftagende fra 2006/2007 til 2008/2009. Vigtigst er det at bemærke at Danisco har været i stand til at indfri deres finansielle ambitioner, idet EBIT-marginen var på 12,76 % for 2009/2010.

Skema over OG (efter skat)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
DO efter skat	981	1.166	801	179	587
Overskudsgrad OG	4,69 %	9,47 %	6,54 %	1,37 %	4,29 %

Skema 8.3 – Skema over OG (efter skat) – Egen tilvirkning

I ovenstående skema kan vi se udviklingen i driftsoverskuddet efter skat, og dermed også beregningen for overskudsgraden efter skat. Driftsoverskuddet er beregnet efter skat, og ”efter skat poster” er ligeledes trukket fra i nøgletallet. Udviklingen over den 5-årige periode viser at der fra 2006 til 2008/2009 har været en faldende overskudsgrad. Årsagen til dette skal findes i divisionen for Sweeteners, som i årene har båret præg af en svigtende omsætning. Desuden har årene generelt været præget af stigende produktionsomkostninger.

Dette havde direkte indflydelse på overskudsgraden, som deraf har lidt et fald på omkring fra 9,47 % og helt ned til 1,37 %. I 2009/2010 er der igen kommet styr på omkostningerne, blandt andet har medarbejderne indvilliget et lønstop, samt at Danisco har holdt deres øvrige omkostninger på et lavt niveau. Desuden har divisionen for Sweeteners så småt begyndt at vise bedre salgstal. Dette er med til at vi ser en stigning i overskudsgraden på omkring 3 %.

8.5.3 - Aktivernes omsætningshastighed – AOH

Den anden underliggende value driver i ROIC er AOH, som er et udtryk forholdet mellem den kapital der indsat for at skabe de pågældende aktiviteter. I et analysemæssigt øjemed kan det være meget anvendeligt at betragte den inverse AOH, som giver et udtryk for hvor meget der er bundet i NDA for at skabe 1 kr. salg.

Skema over AOH	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
AOH	xxxx	0,71	0,72	0,71	0,70
1/AOH	xxxx	1,41	1,38	1,41	1,42

Skema 8.4 – over AOH – egen tilvirkning

Det ses at både AOH og $\frac{1}{AOH}$ har været meget stabile. Aktivernes inverse omsætningshastighed viser os at Danisco ca. bruger 70 øre for at skabe 1 kr. salg. Ud fra dette kan der konkluderes at de binder en moderat mængde kapital for at opnå en tilfredsstillende omsætning. Derudover kan det konkluderes at årsagen til den faldet i ROIC ikke stammer fra aktivernes omsætningshastighed i og med at den har været stabil.

8.5.4 - Delkonklusion på ROIC

ROIC er som sagt bestemt af OG og AOH.

AOH har været meget stabil, og vi kan derfor finde hovedårsagen til ændringerne i ROIC i vores overskudsgrad. Det vil dermed sige, at årsagen til at ROIC har været faldende fra 2006/2007 til 2008/2009 kan begrundes med en svigtende omsætning i Sweeteners og generelt stigende omkostninger i produktionen. Desuden er det værd at bemærke at aktivernes omsætningshastighed ikke er så høj, hvilket også er kendetegnende for denne branche. Typisk vil virksomheder i denne branche generere deres overskud via store overskudsgrader. Dette kan lade sig gøre, pga. store adgangsbarrierer og patentbeskyttelser på de enkelte produkter.

8.5.6 - Den finansielle gearing og SPREAD – FGEAR & SPREAD

Det næste led i formlen for ROE, er den finansielle gearing.

Den finansielle gearing har groft sagt to forskellige egenskaber. I de tilfælde hvor en virksomheds SPREAD er positivt, vil den finansielle gearing være med til at skabe endnu mere værdi for aktionærerne. I det andet tilfælde hvor virksomheden har et negativt SPREAD, vil det være med til at destruere virksomhedens værdi, og dermed værdien for aktionærerne. Derfor skal den finansielle gearing ses i sammenhæng med virksomhedens SPREAD.

$$SPREAD = ROIC - r$$

Skema over FGEAR & SPREAD	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Alm. FGEAR	xxxx	1,28	1,13	0,80	0,58
SPREAD	xxxx	5,43 %	4,25 %	0,14 %	0,89 %
Låneomkostning, r	xxxx	1,28 %	0,48 %	0,84 %	2,13 %
(FGEAR – Danisco)	4,02	3,97	4,35	2,45	1,23

Skema 8.5 – FGEAR & SPREAD – Egen tilvirkning

Med udgangspunkt i ovenstående skema, ses det, at der i alle år er et positivt SPREAD. Årsagen til de årlige ændringer kan findes i ændringer i ROIC samt i de samlede låneomkostninger.

Da vi har et positivt SPREAD er det, som tidligere nævnt, med til at skabe et højere afkast til Daniscos aktionærer. Det er derfor meget nærtliggende at se på, hvor meget Danisco har gearret deres investeringer med. Ved at betragte den almindelige finansielle gearing, ses det at den finansielle gearing bliver lavere og lavere. Dette er en direkte effekt af at Danisco har nedbragt deres netto rentebærende betragteligt i den 5-årige periode⁶³.

Danisco har også deres egen måde at betragte den finansielle gearing på: $\frac{\text{Netto rentebærende gæld}}{\text{EBITDA}}$.

Danisco har en finansiell ambition om at bringe denne gearing ned i et niveau på mellem 1,5-2,5, hvilket lyder meget realistisk. Det ses at Danisco har nået dette mål de seneste to år.

Generelt om den finansielle gearing, fortæller den os, at der lånes mindre til at igangsætte aktiviteter. Det kan være et udtryk for at mange af de nuværende aktiviteter kører med så høje vækstrater at de er selvfinansierende.

8.5.7 - Return on equity (ROE) - En delkonklusion på rentabilitetsanalyse

$$ROE = ROIC + [FGEAR * (ROIC - r)]$$

ROE er det overordnede mål for rentabiliteten i Danisco og er dermed indikatoren for Daniscos evne til at generere værdi til aktionærerne.

Skema over ROE & ROE før MIN	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
MIA	0,67	1,71	2,45	0,37	0,75
NFF/EK+MIN	1,32	1,23	1,04	0,63	0,53
ROIC	xxxx	6,72 %	4,73 %	0,98 %	3,02 %
R	xxxx	1,28 %	0,48 %	0,84 %	2,13 %
ROE før MIN	xxxx	18,13 %	15,61 %	1,01 %	3,37 %
ROE	xxxx	13,65 %	9,55 %	1,09 %	3,53 %

Skema 8.6 – ROE & ROE før MIN – Egen tilvirkning

Af ovenstående skema ses det at ROE har været faldende frem til 2009/2010. Der er i gennemgangen af ROIC blevet gjort rede for, at årsagen til udsving, kunne findes stigende produktionsomkostninger, samt en stagnerende omsætning i divisionen for Sweeteners. Den stigning vi ser i 2009/2010 skyldes generelt at divisionerne har vist bedre tegn, samt at Sweeteners atter begynder at vise gode omsætningstal.

⁶³ Årsrapporten 2009/2010 – side 7

Danisco har i deres koncernregnskab mindre minoritetsinteresser, som skal ”renses” ud af den samlede ROE, for at give et helt klart billede af rentabiliteten. Det gøres ved at omskrive formelen for ROE til følgende:

$$ROE_{før MIN} = \left[ROIC + \left(\frac{NFF}{EK + MIN} * (ROIC - r) \right) \right] * MIA$$

Af ROE før MIN er det den samme tendens der går igen. Årsagen til at ROE forholdsmæssigt større i 2006/2007 og 2007/2008 er på grund af at der er en større andel minoritetsinteresser i disse år. I årene efter er minoritetsinteresserne stort set væk.

8.6 - Trend-analyse

Trend-analysen kan være med til at give et billede af hvordan forskellige poster har udviklet sig i forhold til et basisår. I analysen her, er 2006/2007 valgt som basisår.

Trend-analyse	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Nettoomsætning	100,00	99,51	105,53	111,34
Produktionsomkostninger	100,00	102,80	98,97	97,42
Bruttoresultat	100,00	93,71	117,14	135,97
Salgsomk. mm.	100,00	98,53	134,94	146,17
Driftsoverskud fra salg før skat	100,00	84,30	82,44	116,09
Driftsoverskud fra salg efter skat	100,00	75,90	80,25	124,09
Totalindkomst	100,00	84,35	32,35	105,64

Skema 8.7 – Trend-analyse – Egen tilvirkning

Af ovenstående skema ses det at omsætningen har haft en pæn stigning siden basisåret. Det er værd at bemærke at produktionsomkostningerne i basisåret ligger på et meget højt niveau, hvorfor vi også ser et fald her. Dette får fra 2008/2009 en positiv indvirkning på Daniscos bruttoresultat, som forbedres væsentligt. De samlede salgsomkostninger har i denne periode været stærkt stigende, hvilket medvirker til at DO (både før og efter skat) falder drastisk. Det skal ses i sammenhæng med at omkostningerne til forskning og udvikling har været stærkt stigende i denne periode. Dog er udgifterne til forskning og udvikling stadig lavere end hos nærmeste konkurrenter. Dette er medvirkende til at Danisco først i 2009/2010 er på niveau med 2006/2007 igen. Dette billede gør sig ligeledes gældende når vi betragter den samlede totalindkomst. I totalindkomsten er også indregnet de nedskrivninger der har været på divisionen Sweeteners.

Trend-analysen indikerer at der i 2009/2010 er ved at være rettet op på de udfordringer, som blandt andet finanskrisen bragte med sig.

8.7 - Vækst-analyse

Som navnet antyder, er det en analyse af væksten. Analysen kan være med til at fortælle hvordan væksten er opstået, ud fra forskellige value drivers.

Vækst har en særlig interesse for enhver virksomhed, da det giver en generel opfattelse af at være en sund virksomhed. Desuden er det værd at bemærke, at hvis en virksomhed i stand til at generere vækst, vil investor dermed være villig til at betale mere for sin aktie. Derfor er vækst også interessant fra investorernes synspunkt.

På baggrund af ovenstående tager vækstanalysen derfor udgangspunkt i en analyse af ROE og væksten i egenkapitalen. Kendskab til tidligere udvikling samt kendskab til underliggende faktorer gør det muligt senere at prognosticere ROE frem i tiden. De value drivers der vil være fokus på er: egenkapitalen, netto driftsaktiver og driftsoverskud.

For at en virksomhed kan overleve på lang sigt, er det ikke nok at danne overskud i et enkelt år. Der vil være behov for at ét eller flere af de underliggende value drivers kan genere permanent vækst. Ved at danne permanent vækst, er virksomheden i stand til at kunne bibeholde sin position på markedet (og derved opretholde sine eventuelle konkurrencemæssige fordele).

8.8 - Definition af vækstkomponenter i Danisco

Det er først og fremmest vigtigt at de elementer der driver Danisco bliver identificeret, så vi får rensat ”overskudskomponenterne” fra enkeltstående situationer der har været med til at skabe vækst.

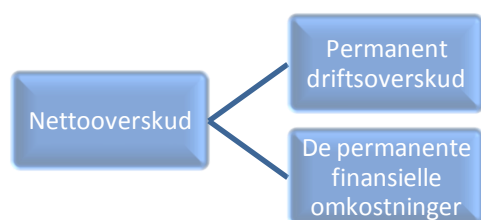
Et eksempel herpå, er f.eks. da Danisco valgte at sælge sukkerdivisionen fra. Dette gav et driftsmæssigt overskud, men vil ikke være en tilbagevendende begivenhed, men derimod en engangsforestilling. Et salg af en enhed eller lignende, har heller ikke mulighed for at vækste og derfor bør denne sorteres fra. De frasorterede poster vil i det følgende blive kategoriseret som usædvanlige poster.

De poster der danner baggrund for en eventuel vedvarende vækst vil i det følgende blive kategoriseret som permanente overskud eller Core overskud.

8.9 - Identifikation af permanente overskudskomponenter i Danisco

Nettooverskuddet i Danisco er sammensat af driftsoverskuddet fratrasket de netto finansielle omkostninger der har været i forbindelse med skabelsen af overskuddet. Det er derfor meget

nærtliggende at identificere henholdsvis det permanente driftsoverskud samt de permanente netto finansielle omkostninger.



Figur 8.2 – struktur over permanent nettooverskud – Egen tilvirkning

8.9.1 - Det permanente driftsoverskud

Driftsoverskuddet er relativt simpelt defineret, da det blot er det permanente driftsoverskud sammenlagt med eventuelle udsædvanlige poster.

$$\text{Driftsoverskud} = \text{Permanent driftsoverskud} + \text{udsædvanlige poster}$$

CORE driftsoverskud	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
CORE driftsoverskud	2659	1324	1193	1711	2301
CORE (efter skat)	1891	1213	921	973	1505
Usædvanlige poster	-768	-111	-272	-738	-796

Skema 8.8 – Core DO – Egen tilvirkning

8.9.2 -Udsædvanlige poster

De udsædvanlige poster, er som tidligere nævnt, poster der ikke forventes at komme hvert år.

Derfor skal de pilles ud af driftsoverskuddet, så det er muligt at budgettere de parametre, som Danisco regner med kommer hvert år. Der er i bilag 12 en detaljeret gennemgang af usædvanlige poster.

8.9.3 - Permanent driftsmæssig rentabilitet

Da det permanente driftsoverskud nu er identificeret, er det dermed muligt at opdele ROIC (afkast på nettodriftsaktiver) i henholdsvis det permanente afkast og i de udsædvanlige poster.

ROIC er defineret ved at: $ROIC = \frac{DO}{NDA}$

Vi kan nu lave yderligere en opsplitningen af ROIC, og når dermed frem til følgende formel:

$$ROIC = \frac{\text{Permanent DO}}{NDA} + \frac{\text{Permanent andet DO}}{NDA} + \frac{\text{usædvanlige poster}}{NDA}$$

Det interessante ved denne opdeling er, at vi som analytiker hermed kan identificere, hvor god driftsoverskuddet egentligt er. Hermed menes, at hvis driftsoverskuddet var drevet af usædvanlige poster, ville det ikke kunne opretholde nogen konkurrencemæssig fordel på den lange bane. Da usædvanlige poster ikke kan forventes at opstå hvert år for Danisco.

Permanent ROIC	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
CORE DO	2.659	1.324	1.193	1.711	2.301
CORE andet DO	71	51	125	4	-3
gns. NDA	xxxx	17.360	16.926	18.265	19.466
ROIC salg	xxxx	7,62 %	7,05 %	9,37 %	11,82 %
ROIC (andet DO)	xxxx	0,30 %	0,74 %	0,02 %	-0,01 %
UP/NDA	xxxx	-0,64 %	-1,61 %	-4,04 %	-4,09 %
ROIC	xxxx	7,28 %	6,18 %	5,35 %	7,72 %

Skema 8.9 – Permanent ROIC – Egen tilvirkning

Af ovenstående skema ses det, at det hovedsagligt er de usædvanlige poster der har haft indvirkning på den samlede ROIC. De usædvanlige poster kan hovedsagligt tilskrives nedskrivning af goodwill. Andet driftsoverskud er en meget beskeden post og har dermed ikke den helst store indflydelse på den samlede ROIC.

8.9.4 - Permanent overskudsgrad

Denne overskudskomponent fortæller os om, hvor god Danisco egentligt er til at skabe overskud. Den er renset for usædvanlige poster og er derfor en god indikator. Formlen ser ud som følgende:

$$\text{Permanent OG} = \frac{\text{Permanent DO}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Permanent OG	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Permanent driftsoverskud	2.659	1.324	1.193	1.711	2.301
Permanent OG salg	12,71 %	10,75 %	9,74 %	13,17 %	16,79 %

Skema 8.10 – Permanent OG – Egen tilvirkning

Ved at betragte den ”rene” overskudsgrad ses det at Danisco har været gode til skabe overskud fra salget.

Årsagen til at Danisco ender ud med nogle noget lavere væksttal i sidste ende, kan således henføres til de usædvanlige poster.

8.9.5 - Permanente låneomkostninger

Til senere brug, når låneomkostningerne skal budgetteres kan man med fordel opdele låneomkostningerne i permanente og i usædvanlige. Det er givet at:

$$\text{Netto låneomkostninger} = \text{Core låneomkostninger} + \text{usædvanlige låneomkostninger}$$

Formlen kan da deles op i følgende:

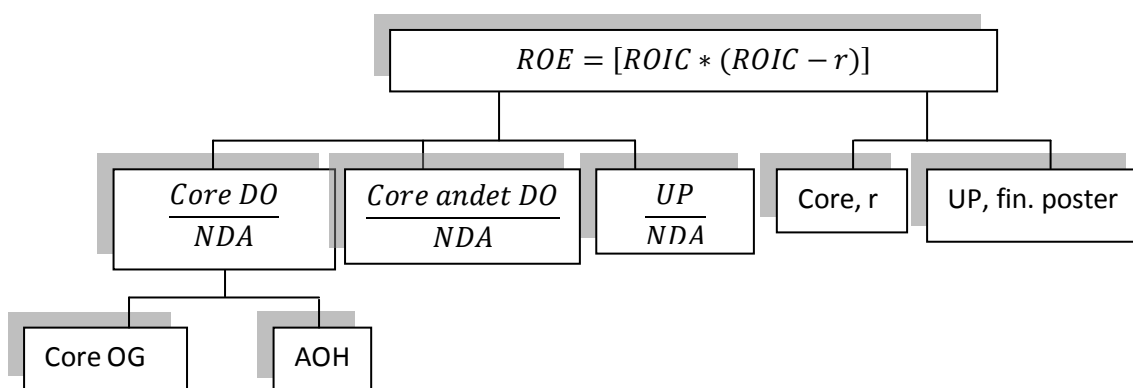
$$r = \frac{\text{Permanente NFO}}{NFF} + \frac{\text{Usædvanlige finansielle poster}}{NFF}$$

CORE låneomkostning, r	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Core, r	xxxx	1,28 %	0,48 %	0,84 %	2,13 %

Skema 8.11 – Core låneomkostninger – Egen tilvirkning

8.9.6 - Opsummering på vækstanalysen, samt diskussion af vækst i de enkelte divisioner

I vækstanalysen har vi fået identificeret de finansielle value drivers, og har dermed fået sorteret ”støj” fra. Identificeringen af de permanente value drivers er ligeledes et godt forarbejde inden selve budgetteringen, da det giver en god fornemmelse af, om der er realisme i de budgetterede tal.



Figur 8.3 – Permanent ROE – Egen tilvirkning

Ovenstående figur viser de forskellige value drivers der i sidste ende danner baggrunden for væksten i ROE.

I vækstanalysen blev der gjort rede for hvordan ROE er påvirket af forskellige permanente value drivers. Danisco har en i deres finansielle ambitioner en målsætning om at skabe vækst, hvilket direkte kan aflæses gennem forventningerne til en stigende nettoomsætning samt en stigende EBIT-margin.

Generelt er det værd at bemærke, at Danisco kører med høje permanente overskudsgrader og dermed har stor potentiale for at bevare sine konkurrencemæssige fordele som den pt. størst og næststørste aktør på sine respektive markeder.

Skal omsætningen øges vil det kræve et øget salg af produkterne i de enkelte divisioner.

8.10 - Forventninger til vækst i de enkelte divisioner

Der er en forventning om at divisionen for Enablers ikke vil bidrage til en øget vækst, men derimod vil holde det samme momentum som for indeværende år. I denne sammenhæng skal det nævnes at Enablers ventes at køre med en relativ høj EBIT-margin på ca. 14,00 %. Daniscos samlede mål er en EBIT-margin på ca. 15,00 %. Dermed er divisionen med til at trække det samlede mål ned.

Cultures har ventes at køre med en store vækstrater og bidrager dermed positivt til det samlede mål. I den anden ende finder vi divisionen Sweeteners, som blot ventes at køre med en EBIT-margin på 10,00 %. I denne forbindelse skal det nævnes, at divisionen har haft store udfordringer, men ser ud til at være i bedring. Der er stadig et fremadrettet potentiale og gode muligheder for større vækstrater.

Til sidst finder vi Genencor som spås en stor fremtid. Allerede på nuværende tidspunkt kører divisionen med fornuftige vækstrater og ventes at ende ud med en EBIT-margin på minimum 17,00 %. Dermed bidrages der positivt til Daniscos samlede mål.

Væksten i de enkelte divisioner ventes ikke at komme af sig selv, men kræver derimod investeringer.

8.11 - Driftsmæssig- og finansiell risiko

I afsnittet om vækst, blev det konkluderet at vækst kræver investeringer i virksomhedens aktiviteter. Danisco har ligesom alle andre virksomheder en vis risiko forbundet med deres erhvervsmæssige aktiviteter. Det er væsentligt at få et overblik over Daniscos risici, da det i sidste ender er med til at fortælle noget om, hvor risikofyldt en investering investor foretager sig ved at placere sine penge i Daniscos aktier.

Dette afsnit tager udgangspunkt i de risici der kan være forbundet med driften, samt den finansielle risiko.

8.11.1 - Driftsmæssig risiko

Driften i Danisco har, som tidligere belyst, været af en varierende karakter. Det er derfor meget nærtliggende at se nærmere på, hvor følsom Daniscos drift er over for ændringer i omsætningen.

Det er først og fremmest vigtigt at få klarlagt, at Danisco er en virksomhed, hvor der er store driftsmæssige omkostninger. Dette var også en af de adgangsbarrierer der blev fundet frem i den strategiske analyse.

Det der er kendetegnende for virksomheder med store driftsmæssige omkostninger er, at de også er i stand til at skabe en stor omsætning. Dette princip kaldes for den driftsmæssige løftestang⁶⁴ og beregnes som følgende:

$$\text{Driftsmæssig løftestang} = \frac{\text{Dækningsbidrag}}{\text{res. før finansielle omkostninger}}$$

Driftsmæssig risiko	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
driftsmæssig løftestangseffekt:	5,2	2,4	3,0	10,5	6,8
dækningsbidrag	7240	4446	4166	5208	6045
resultat før finansielle omkostninger	1391	1855	1404	495	895

Skema 8.12 – Driftsmæssig risiko – Egen tilvirkning

Af ovenstående skema ses den driftsmæssige løftestangseffekt for Danisco over den 5-årige periode. Det ses at løftestangseffekten har varieret en del. Årsagen til dette skal findes i at omkostningerne til forskning og udvikling er intensiveret betragteligt siden 2008. Det samme gør sig gældende for salgs- og distributionsomkostningerne.

Når den driftsmæssige løftestangseffekt nævnes i forbindelse med driftsmæssig risiko, er det på grund af tallet fortæller hvor følsom Danisco er over for ændringer i omsætningen. Des højere den driftsmæssige løftestangseffekt er des mere sårbar er Danisco over for fald i omsætningen. Hvis omsætningen, imod alles forventninger, skulle falde er der dermed stor risiko for at Danisco kommer ud med et stort underskud. Danisco kan komme ud for at de afholder store udgifter i forbindelse med udviklingen af et produkt, som i sidste ende ikke viser sig at være rentabel.

⁶⁴ Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse – side 112

Desuden er det værd at bemærke, at en ændret efterspørgsel tidligere har været årsag til en faldende omsætning. Divisionen for Sweeteners har således været ramt af en svigtende omsætning, hvilket har medført en større driftsmæssig risiko.

Lige umiddelbart siger tallet at der er potentiale for stor omsætning, men også risiko for store tab. Dette skal tages med et gran salt. Daniscos omsætning vurderes ikke på nuværende tidspunkt være sårbar for fald i en sådan grad, at de ikke vil være i stand til at kunne servicere deres faste omkostninger. Derfor vurderes den driftsmæssige risiko, at være relativ begrænset.

8.11.2 - Finansiell risiko

Den finansielle risiko drejer sig om hvilke finansieringskilder Danisco benytter sig af. Denne analyse er forholdsvis simpel, og inddrager dermed kun 2 typer finansiering: fremmedkapital og egenkapital. Den finansielle risiko kan analyseres ved at betragte den finansielle gearing.

Skema over FGEAR	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Finansiell gearing	xxxx	1,28	1,13	0,80	0,58

Skema 8.13 – FGEAR – Egen tilvirkning

Den finansielle gearing er forholdet mellem gæld og egenkapital. Det ses af ovenstående skema, at Daniscos gearing er meget lav, hvilket også stemmer meget godt overens med deres ambitioner om en lav gearing. Gearing kan, lige som den driftsmæssige løftestang, være med til at løfte den samlede omsætning. Dog skal der være nogle hensigtsmæssige aktiviteter at placere disse investeringer i.

Daniscos samlede finansielle risiko vurderes at være relativ begrænset. De har nedbragt deres finansielle gearing, og har stadig fokus på yderligere gældsnedbringelse.

9 - Budgettering

- Reformuleringerne dannede baggrund for at opdele regnskabet i drifts-, investerings- og finansieringsaktiver.
- Den strategiske analyse var med til at give et skøn over udviklingen i de ikke-finansielle value drivers.

- Til sidst, men ikke mindst, var rentabilitetsanalysen med til at give et overblik over udviklingen i de finansielle value drivers. Desuden blev det permanente value drivers identificeret.

Sammen danner de ovenstående punkter baggrunden for den kommende budgettering, som sammenfatter analyserne og er udgangspunktet for den endelige værdiansættelse af Danisco.

Det er således en sammenfatning af Daniscos kernerdriftsaktiviteter der budgetteres for at finde den fremtidige værdi.

I forbindelse med den videre værdiansættelse, vil de absolutte værdiansættelsesmodeller blive benyttet. De absolutte værdiansættelsesmodeller er kendetegnende ved at de benytter sig af budgettering. Budgetteringen laves med udgangspunkt i at Danisco er ”going concern”, hvorfor det er nødvendigt at fastlægge forskellige vækstrater der i princippet kan fortsætte i det uendelige. Der vil således blive fastlagt en terminalperiode.

Den efterfølgende budgettering er således baseret på de absolutte værdiansættelsesmodeller og benytter sig af de value driveres der tidligere i opgaven er blevet udspecificeret.

Der vil blive taget udgangspunkt i en budgettering af følgende kernerdriftsaktiver:

- Salget, driftsoverskuddet og Daniscos netto driftsaktiver.

Endvidere inkluderer det også de tidligere identificerede value drivers⁶⁵:

- Vækstraten for salget, OG, skatteprocenten, andet DO og AOH

9.1 - Budgetperiodens længde

Længden på budgetperioden afhænger af hvor længe det er muligt at komme med fornuftige estimater, samt forudsige variationer i de underliggende value drivers. Des længere vi kommer ud i budgetperioden, des tættere komme vi på konstante vækstrater. Den periode hvor der fastsættes konstante vækstrater, er budgettets terminalperiode. Budgetperiodens længde er derfor betinget af hvornår analytiker fastsætter terminalperioden til at starte.

Når væksten i salget, overskudsgraden, aktivernes omsætningshastighed og den finansielle gearing skønnes at være konstante, vil terminalperioden begynde. Det vil sige, at terminalperioden er der

⁶⁵ Jf. Bogen: regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang – side 314

hvor Danisco ikke længere vil have nogen konkurrencemæssige fordele i forhold til deres konkurrenter. Terminalperioden er netop karakteriseret ved at alle overnormale afkast er normaliserede og Danisco derfor er på niveau med branchen som helhed.

Det vurderes i Daniscos tilfælde, at skal der påregnes en budgetperiode på 10 år, før overskudskomponenterne vil være konstante.

Budgettet opdeles i 3 faser. Der tages udgangspunkt i et realiseret regnskabsår, som efterfølges af selve budgetperioden, der til sidst munder i den netop definerede terminalperiode.

9.2 - Budgetforudsætninger

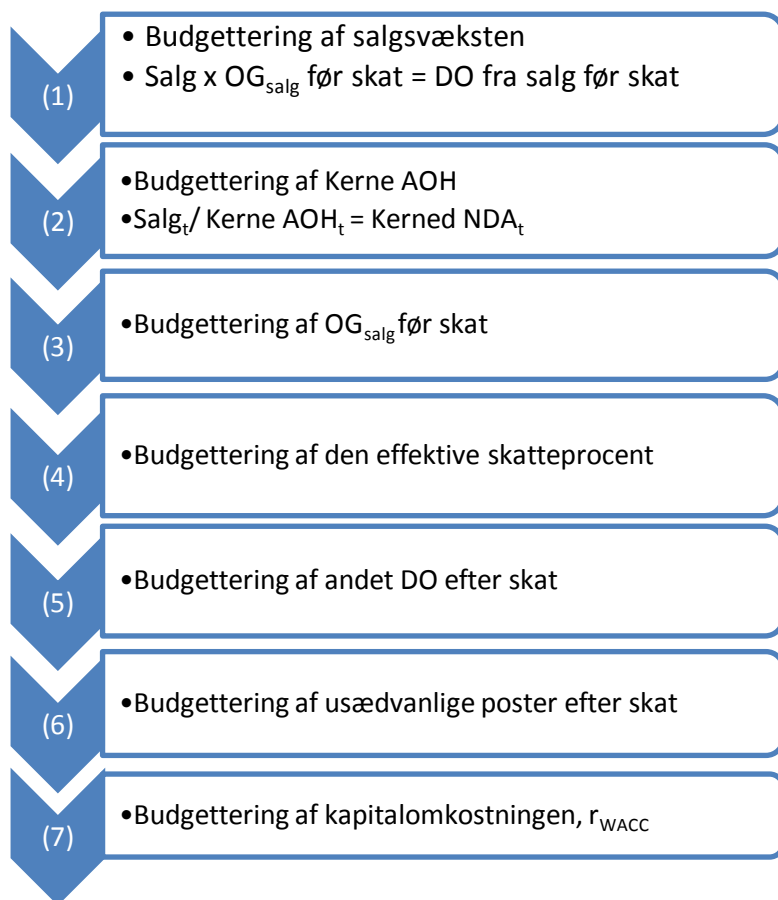
I forbindelse med budgetteringen har det været nødvendigt at foretage følgende forudsætninger:

- Skatteprocenten antages at være 30 % igennem hele budgetperioden. Der kan ske store ændringer på dette område, der i sidste ende kan have indflydelse på det endelige resultat af Daniscos samlede værdi. Danisco har i deres regnskab for 2009/2010 fastsat en skatteprocent på 30 %, hvorfor der arbejdes videre med denne sats.
- Salgsvæksten vil i terminalperioden nærme sig den generelle vækst i BNP på globalt plan. Derfor sættes Daniscos salgsvækst til at være på 3,5 %.⁶⁶ Var salgsvæksten på mere end den generelle BNP ville det være ensbetydende med at Danisco på sigt ville overtage hele verdensøkonomien.

9.3 - Budgettering af value drivers

Budgetteringen vil i et vist omfang blive målt i forhold til det seneste kvartalsregnskab, hvor vi kan se de seneste realiserede tal. Budgetteringen af de forskellige value drives tager udgangspunkt i nedenstående figur, der ligeledes dikterer strukturen af gennemgangen. Det 7. punkt kommer til at bestå af en større gennemgang

⁶⁶ Dette er defineret som Gordons g



Figur 9.1 – Struktur over budgettering – egen tilvirkning

9.3.1 - Budgettering af salgsvæksten

Her er nogle ”highlights” fra Daniscos seneste kvartalsregnskab, som bekræfter den positive udvikling som ses i alle divisionerne

Samlede forventning	= EBIT-margin > 15,00 % Organisk vækst 5-7 %
- Cultures	= EBIT-margin > 18,00 % Organisk vækst 7-9 %
- Genencor	= EBIT-margin > 17,00 % Organisk vækst 7-9 %
- Sweeteners	= EBIT-margin > 10,00 % Organisk vækst 3-5 %
- Enablers	= EBIT-margin > 14,00 % Organisk vækst 3-5 %

9.3.1.1 - Budgettering af salgsvæksten i Enablers

Enablers er en af Daniscos større divisioner og er dermed en af drivkræfterne bag virksomheden. Seneste kvartalsregnskab⁶⁷ viser således at Enablers samlet set tegner sig for 41 % af den samlede omsætning i Danisco. Der har været stor efterspørgsel efter produkterne, og det har været

⁶⁷ http://privatinvestor.danisco.com/om_danisco/ - 3. kvartal 2010/2011

nødvendigt at udvide kapaciteten for at kunne følge den store efterspørgsel. Bedre kapacitetsudnyttelse er en af de måder hvorpå Danisco gerne ville opnå vækst. Det har også været muligt at forbedre kapaciteten ved minimale investeringer⁶⁸.

Råvarepriserne har været stigende, hvilket har medført prisstigninger på Daniscos produkter. Dette ser markedet tilsyneladende ud til at have accepteret meget positivt, hvorfor forretningerne ser meget sunde ud.

I forhold til 2009/2010 har Enablers oplevet en markant fremgang. Seneste kvartalsregnskab viser således at omsætningen er steget med 21 %, hvoraf den organiske vækst udgør størstedelen⁶⁹. Geografisk er Enablers placeret på flere af de fremtidige vækstmarkeder (BRIK-landene)⁷⁰ og nyder derfor godt af væksten i de pågældende lande.

Enablers har indtil videre opnået en overnormal vækst for 2010/2011. Denne vækst ventes at kunne fortsætte i ganske få år, hvorefter den gradvist vil aftage og overgå til normaliserede vækstrater. Væksten i terminalperioden ventes at være på ca. 3,5 %.

9.3.1.2 - Budgettering af salgsvæksten i Cultures

Cultures udgør ca. 14 % af den samlede omsætning og har lige som Enablers oplevet en markant stigning i væksten, dog ikke helt på samme niveau. Væksten er, i forhold til 2009/2010, steget med ca. 15 %, hvoraf de 8 % tilskrives en organisk vækst og de sidste 7 % kan tilskrives en positiv valutakursudvikling.

Den positive udvikling kan hovedsagligt tilskrives udviklingen inden for den teknologiske platform, samt stigende efterspørgsel efter løsninger til fødevarebeskyttelse.

Med en stigende urbanisering⁷¹ følger, blandt andet en stigende efterspørgsel efter fødevarer med en længere levetid. Desuden er der fokus på at disse fødevarer er af en sundhedsmæssig høj kvalitet. Fremadrettet er dette noget som Cultures kan vente at opnå vækstrater på, da de er førende inden for dette forretningsområde. I kvartalsregnskabet nævnes det, at der er en stigende efterspørgsel efter fødevarebeskyttede løsninger, produceret på en bioteknologisk baggrund. Den øgede efterspørgsel sætter større krav til en bedre kapacitetsudnyttelse. Kombinationen af øget efterspørgsel efter

⁶⁸ http://privatinvestor.danisco.com/om_danisco/ - 3. kvartal 2010/2011

⁶⁹ 10 % organisk vækst, 9 % valutakursudvikling og 2 % akkvisitiv vækst (opkøb af Research an solutions)

⁷⁰ Brasilien, Rusland, Indien og Kina

⁷¹ http://www.nationmaster.com/graph/peo_urb_in_201-people-urbanization-in-2015 samt <http://www.udviklingstal.dk/44.htm>

biobaserede løsninger og større kapacitet, går i rød tråd med at Cultures overtager en af Genencors gamle fabrikker. Herved minimeres udgifterne til investeringer.

Det ventes at Cultures fortsat vil have en relativ høj vækstrate i nogle år, hvorefter den vil aftage. Væksten i de kommende år ventes således at være på niveau med 2009/2010. Væksten i terminalperioden ventes at være på 3,5 %

9.3.1.3 - Budgettering af salgsvæksten i Sweeteners

Sweeteners udgør ca. 11 % af den samlede omsætning og divisionen bidrager nu med en positiv vækst til den samlede koncern. I forhold til 2009/2010 har Sweeteners oplevet en markant stigning hvor resultatet er forbedret med 22 %. 13 % kan tilskrives den organiske vækst, og 9 % en positiv valutakursudvikling. Særligt har produktet Xylitol atter genvundet lidt af sin styrke idet efterspørgslen efter naturlige sødemidler har været stigende. Danisco er stadig relativt optimistiske for divisionen og spår den fortsat en god vækst fremadrettet. Her stiller jeg mig en smule mere kritisk over for den fremadrettede vækst. Den netop opnåede vækst har båret præg af bedre råvarepriser samt en lidt bedre omkostningsstruktur. Stiger råvarepriserne igen, vil der være en vis risiko for at divisionen atter vil se mindre vækstrater. Det der taler for, at divisionen fortsat vil udvikle sig og skabe vækst, er på grund af at der stadig afsættes betydelige summer til løbende investeringer og udvikling.

I denne forbindelse ventes den fremadrettede vækst ikke at være på niveau med den nuværende store og meget flotte vækst, men derimod at være på niveau med 2009/2010, hvorefter den vil forholde sig forholdsvist stabilt med en svagt aftagende vækst. I terminalperioden ventes der at være en vækst på ca. 3,5 %.

9.3.1.4 - Budgettering af salgsvæksten i Genencor

Genencor udgør ca. 34 % af den samlede omsætning og har i forhold til 2009/2010 haft en stigning i væksten på 14 %. Væksten har været ligeligt fordelt mellem organisk vækst og valutakurseffekter.

Genencor har oplevet vækst på samtlige af deres produkter og på samtlige markeder. Dog har markedet i Nordamerika vist sig at være en større aftager af deres produkter end de andre.

Lige som ved Enablers og Cultures har Genencor oplevet en øget efterspørgsel, hvilket sætter større kapacitetsmæssige krav. I denne forbindelse vil der fremadrettet blive investeret i kapacitetsudvidelser, så væksten kan få et frit flow og ikke blive hæmmet af kapacitetsmæssige begrænsninger.

I forbindelse med det joint ventureselskab Danisco har sammen med Dupont er der forsat en meget positiv udvikling at spore. Teknologien er nået ind i næste fase, og etableringen af diverse produktionsanlæg (samt placering af disse) er således rykket nærmere.

Det ventes at der i denne division vil være væsentlige vækstrater i fremtiden. Opnås den succes som anden generations bioethanol spås, vil der være store vækstrater i vente. Indtil da, ventes omsætningen at være på niveau med den nuværende omsætning, hvor den kan befinde sig i flere år. Efter min vurdering er der investeret mange penge i denne division og en af årsagerne til at Dupont gerne vil overtage Danisco er netop på grund af denne division. Derfor er det ikke et spørgsmål om det bliver en succes, men om hvornår det sker. Herefter ventes omsætningen gradvist at aftage, hvorefter den i terminalperioden ventes at lande på 3,5 %.

9.3.2 - Budgettering af Kerne AOH

Ved at budgetter kerne AOH kan netto driftsaktiverne beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$\text{Kerne } NDA_t = \text{Salg}_t * \frac{1}{AOH}$$

Grundet stor efterspørgsel på Daniscos produkter i alle divisioner har det været nødvendigt at udvide den nuværende kapacitet. Det er nødvendigt for Danisco at investere i denne ekstra kapacitet for at kunne indfri fremtidige forventninger om vækst.

Af den tidligere gennemgåede rentabilitetsanalyse ses det at $1/AOH$ har været relativt stabil og har ligget på ca. 1,4 igennem hele perioden. AOH ventes at være på 0,70 og stigende igennem hele budgetperioden, hvorefter den vil ende på et uændret niveau i terminalperioden (1,20). Dette er medvirkende til at $1/AOH$ i budgetperioden vil være på 1,43 og derefter faldende.

I forbindelse med forventningerne om, at Danisco i de kommende år ventes at opnå stigende salgssrater og $1/AOH$ ventes at falde betyder at Daniscos Kerne NDA kommer til at stige relativt svagt.

9.3.3 - Budgettering af OG fra salg før skat

Ved at budgettere på overskudsgraden er det muligt, ud fra nedenstående formel, at beregne driftsoverskuddet. Herved undlades det at budgettere på enkelte variabler, som jeg alligevel ikke har direkte indsigt i, hvordan udvikler sig. Det vurderes derfor at det er mest hensigtsmæssigt at budgettere på OG, og derefter beregne DO.

$$DO \text{ fra salg (før skat)}_t = \text{salg}_t * OG_{\text{salg}}(\text{før skat})$$

I trendanalysen⁷² ses det at de samlede produktionsomkostninger er faldende. Dette skal ses som en kombination af en bedre omkostningsstruktur samt en mere gunstig udvikling i råvarepriserne. Produktionsomkostningerne ventes fremadrettet at være stabiliseret og vil følge inflationen.

Anderledes udviklede det sig for salgsomkostningerne⁷³. Danisco er en virksomhed, der især kan profilere sig på know how. Denne know how er opnået igennem mange års forskning og udvikling af diverse produkter. Dette har medført større og større omkostninger til netop forskning, men som det også er nævnt i den strategiske analyse, så afholder Danisco ikke nært så mange midler til forskning som deres nærmeste konkurrenter⁷⁴. Denne trend forventes ikke at fortsætte. Da Danisco er ”going concern”, vil de dermed være nødsagede til at afsætte flere midler til forskning, så de ikke taber væsentlige markedsandele til deres konkurrenter.

De øvrige omkostninger ventes at være mere eller mindre konstante. Dog vil der være mulighed for at administrationsomkostningerne kan falde en smule, som et led i Daniscos omkostningsbesparende struktur.

Samlet set leder det til at Daniscos omkostninger er svagt stigende i hele budgetperioden samt i terminalperioden.

I budgetteringen af salgsvæksten, kunne det konstateres at der ventedes vækst i samtlige divisioner.

Betragter vi skemaet for permanent OG⁷⁵ ses det at overskudsgraden har været stigende. Denne tendens ventes at fortsætte ind i budgetperioden, som følge af relativ store stigninger i omsætningen og kun svagt stigende omkostninger.

9.3.4 - Budgettering af den effektive skatteprocent

Ved at budgettere den effektive skatteprocent er det muligt at få et estimat af det budgetterede driftsoverskud (efter skat).

Der tages udgangspunkt i den skatteprocent der er angivet i årsrapporten 2009/2010, som er på 30 %. Denne budgetteres der med igennem hele budgetperioden samt i terminalperioden.

⁷² Skema 8.7

⁷³ F&U, distributions- og salgsomkostninger samt administrationsomkostninger.

⁷⁴ Målt på udgiftens størrelse i forhold til den samlede omsætning.

⁷⁵ Skema 8.10

9.3.5 - Budgettering af andet driftsoverskud efter skat

I den tidligere gennemgåede regnskabsanalyse blev CORE andet DO identificeret. Det viste sig at andet driftsoverskudt i gennemsnit udgjorde ca. 0,33 % af den samlede omsætning. Det er svært at budgettere denne post, dog antages det at den både i budget- og terminalperioden vil udgøre de samme 0,33 % af den samlede omsætning.

9.3.6 - Budgettering af usædvanlige poster

Der vil uden tvivl komme en usædvanlig poster i fremtiden, særligt hvis Dupont får gennemført opkøbet af Danisco. I denne forbindelse må der påregnes en del omkostninger i forbindelse med restruktureringer. Dog er det uvist i hvilket omfang, og om det i det hele taget kommer til at ske. Af denne årsag sættes denne til at være 0 i både budget- og terminalperioden.

9.3.7 - Budgettering af kapitalomkostningen, r_{WACC}

Daniscos råder over adskillige produkter i flere forskellige divisioner, hvilket kunne give anledning til at beregne specifikke r_{WACC} , for hver division. Dette er ikke nødvendigt da modellen er additiv på tværs af produkter/divisioner⁷⁶.

9.3.7.1 - Fastlæggelse af WACC

I forbindelse med værdiansættelsen af Danisco, er de fremtidige cash flows af afgørende betydningen for hvad den endelige værdi af Danisco bliver.

$$r_{WACC} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * r_g$$

Værdien af Danisco kan fastlægges ved at tilbagediskontere de pengestrømme som tilfalder ejerne. Pengestrømmene skal tilbagediskonteres med en rente som svarer til, hvad investor alternativt ville kunne have fået ved at placere sine penge i et aktiv med samme risiko. Den rente der skal tilbagediskonteres med, spiller således en afgørende rolle i værdiansættelsen. Endvidere er det vigtigt at bemærke at WACC både tager højde for forrentningen af egenkapitalen og forrentningen af gælden, og dermed afkastkravet af begge.

Af ovenstående formel ses det, at den rente der skal tilbagediskonteres med er defineret som r_{WACC} .

9.3.7.2 - Problemstillinger ved WACC

Af ovenstående formel fremgår det at vi skal kende V_0^E for at kunne beregne WACC. Dette skaber imidlertid problemer, idet vi netop skal bruge WACC for at finde V_0^E . Derfor er WACC, ud fra et

⁷⁶ "principles of corporate finance" kapitel 10.

cirkularitetsræsonnement behæftet med en del antagelser. For at løse problemet vil der blive foretaget et skøn over Daniscos kapitalstruktur.

De efterfølgende punkter tager udgangspunkt i en gennemgang af de enkelte elementer i formelen for WACC.

9.3.7.3 - De finansielle forpligtigelsers afkastkrav (r_g)

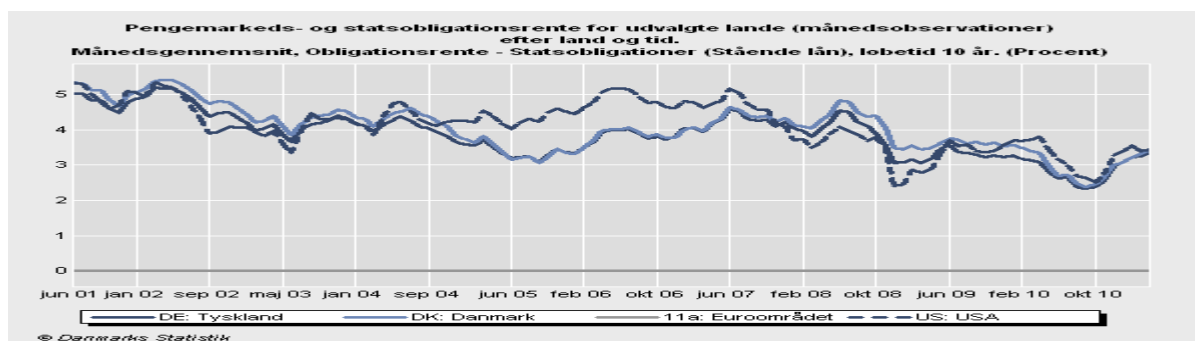
WACC er som sagt ”delt op i to”, hvor vi på den ene side har de finansielle forpligtigelsers afkastkrav, og på den anden side egenkapitalomkostningerne.

Tager vi formelen bagfra starter vi ud med afkastkravet til gælden, som kan udtrykkes ved hjælp af følgende formel:

$$r_g = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Afkastkravet er således sammensat af den risikofrie rente (r_f), et risikotillæg (r_s) og skatten t .

Som estimat for den risikofrie rente, tages der udgangspunkt i den 10-årige statsobligation. Årsagen til at denne obligations vælges er på grund af sammenhængen mellem obligationens løbetid og budgetperiodens længde. Der er således størst mulig sammenhæng.



Graf 9.1 – 10-årige statsobligation – hentet fra www.dst.dk

Af ovenstående graf, der viser udviklingen i den 10-årige statsobligation for udvalgte lande⁷⁷, ses det at renten på nuværende tidspunkt er på ca. 3,5 %. Prognoser⁷⁸ viser endvidere at den 10-årige statsobligation på 12 måneders sigt vil være i et spænd på ca. 3,70 % - 4,20 %. En rimelig antagelse er derfor at arbejde videre med en rente på 3,95 %.

⁷⁷ Tyskland, Danmark, Euroområdet samt USA.

⁷⁸ <http://www.al-bank.dk/default.asp?id=593> – Prognose over den 10-årige statsobligation – Udarbejdet af Arbejdernes Landsbank.

Desuden skal der kalkuleres et selskabsspecifikt risikotillæg, som er et udtryk for hvor risikobetonet Danisco vurderes at være af eksterne analytikere. Når Danisco optager gæld til finansiering af deres aktiviteter, kræver långiver et tillæg, som kompensation for den risiko der er for at Danisco ikke kan betale deres lån tilbage.

I forbindelse med specifikationen af risikotillægget, er det oplagt at benytte sig af de vurderinger der kommer fra kreditratinbureauerne. Dog forelægger der på nuværende tidspunkt ikke en sådan vurdering af Danisco. Alternativet til dette er at finde en sammenlignelig virksomhed og benytte deres rating. Da jeg ikke synes at der er en virksomhed som Danisco direkte kan sammenligne sig med, har jeg i stedet foretaget et estimat af deres rating. Standard And Poor's har på deres hjemmeside⁷⁹ offentliggjort rapporter og tabeller, som ligger til grund for deres vurderinger. Den nyeste tabel som har været mulig at finde, er fra 2008.

Skema fra Standard And Poor's	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Danisco
Driftsresultat (før afskrivninger)/indtægter (%)	22,2	26,5	19,8	17,2	17,0	16,2	10,5	17,81 %
Afkast på investeret kapital (ROIC) (%)	27	28,4	21,8	15,2	12,4	8,7	2,7	19,31 %
EBIT	26,2	16,4	11,2	5,8	3,4	1,4	0,4	16,20 %
EBITDA-margin	32	19,5	13,5	7,8	4,8	2,3	1,1	12,73 %
FFO/debt (%)	155,5	79,2	54,5	35,5	25,7	11,5	2,5	29,76 %
Free oper. Cash flow/ debt (%)	129,9	40,6	31,2	16,1	7,1	2,2	-3,6	58,23 %
Debt/EBITDA	0,4	0,9	1,5	2,2	3,1	5,5	8,6	1,23
Debt/ debt plus equity (%)	12,3	35,2	36,8	44,5	52,5	73,2	98,9	19,38 %

Skema 9.1 – Credit rating – Egen tilvirkning

Af ovenstående tabel ses det at Danisco, på de udvalgte nøgletal⁸⁰ har en rating der befinder sig imellem AA og BBB.

⁷⁹ www.standardandpoors.com/ratingsdirect

⁸⁰ Udvalgt af Standard and Poor's

Skema over det selskabsspecifikke risikotillæg ⁸¹							
Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Risikotillæg	0,75 %	1,25 %	1,50 %	2,50 %	3,65 %	5,65 %	7,50 %

Skema 9.2 – Selskabsspecifikke risikotillæg – Egen tilvirkning

Ovenstående skema viser, hvad det gennemsnitlige risikotillæg er for virksomheder med ratings fra AAA-CCC.

Det vurderes at Danisco ligger et sted mellem 2,5 % - 1,5 %. På baggrund af denne analyse vurderes det at Daniscos risikotillæg er på ca. 2,00 %. I bilag 13 er der vedlagt en mere detaljeret gennemgang af de beregnede tal for Danisco.

9.3.7.4 - Skatten

Skatten er, som tidligere nævnt, fastsat til at være 30 %, hvilket den også vil være igennem hele budgetperioden

9.3.7.5 - Beregningen af de finansielle forpligtigelsers afkastkrav

De finansielle forpligtigelsers afkastkrav kan således fastsættes til:

$$r_g = (3,95 \% + 2,00 \%) * (1 - 0,30) = 4,17 \%$$

9.3.7.6 - Ejernes afkastkrav/ egenkapitalomkostningen (r_e)

Egenkapitalomkostningerne er det investor som minimum kræver at få i afkast på den investerede egenkapital. Egenkapitalomkostningen omfatter både kursstigninger samt udbyttebetalinger. I dette afsnit vil hovedvægten være på kursstigninger. Der vil i et senere afsnit komme en diskussion omkring udbyttebetalinger.

Ejernes afkastkrav kan estimeres ved hjælp Capital Asset Pricing Modellen, også kendt som CAPM. CAPM tager, som det tidligere er nævnt, udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomheds aktie, som i dette tilfælde er Danisco, og afkastet på hele markedet (markedsporteføljen)

9.3.7.7 - CAPM

Ved at betragte det samlede aktiemarked, kan man foretage sammenligninger af markedsporteføljen, og Daniscos aktie. Herved opnås et godt udgangspunkt for om Daniscos aktie giver mere eller mindre i afkast sammenlignet med andre aktier med samme risiko.

⁸¹ Fra bogen: The Dark side of valuation (2nd edition) – side 174-175

Tanken bag teorien er at des højere risiko investor er villig til at tage des større afkast skal det være muligt at opnå. En rimelig antagelse er derfor at des større afkastet er des større forskel er der i investors krav til risikopræmie.

Til trods for at CAPM er baseret på en del antagelser, er det den mest brugte model, til måling af ejernes afkastkrav.

Forudsætninger ved CAPM

- Alle investorer følger denne model, således at al input i modellen er det forventede afkast og varians (og kovarians).
- Ingen investorer kan foretage så store handler at de kan påvirke priserne på markedet.
- Alle investorer har den samme tidshorisont (investeringshorisont).
- Alle aktier kan handles (uanset mængde).
- Alle investorer kan låne ubegrænset til den risikofrie rente.
- Der er ingen skat og der er ingen omkostninger ved at handle.
- Da investor placerer sine aktiver i en portefølje kan han dermed bortdiversificere den specifikke virksomhedsrisiko (også kaldt den usystematiske risiko).

Det vil sige at den risiko der er tale om i modellen er den systematiske risiko, som vi ikke kan elimineres. Den systematiske risiko opstår i forbindelse med samvariationen mellem den enkelte akties afkast og afkastet på hele markedsporteføljen. Markedsporteføljen og det forventede afkast på Daniscos aktie kan beskrives ved hjælp af følgende formel.

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

Forkortelser

r_e	Ejernes afkastkrav
r_f	Den risikofrie rente
β	Beta (den systematiske risiko)
$E(r_m)$	Det forventede afkast ved investering i markedsporteføljen
$E(r_m) - r_f$	Markedets risikopræmie

Skema 9.3 – Forkortelser til r_e – Egen tilvirkning

9.3.7.8 - Den risikofrie rente

Under de finansielle forpligtigelsers afkastkrav blev den risikofrie rente defineret. Denne vil også blive brugt i CAPM, derfor er $r_f = 3,95 \%$.

9.3.7.9 - Risikopræmie

Markedets risikopræmie er et udtryk for, hvad investor kræver i merafkast for at påtage sig en risiko svarende til markedsporteføljen (set i forhold til den risikofrie rente). Der er forskellige metoder til estimering af denne, og jeg har valgt at benytte mig af den som er estimeret af PriceWaterhouseCoopers⁸². PWC laver med jævne mellemrum statistikker over markedets risikopræmie, hvor der blandt andet tages udgangspunkt i OMXC20 indekset. PWC har i deres seneste opgørelse estimeret markedets risikopræmie til at være 5,00 %. Det vil sige at:

$$\underbrace{E(r_m) - r_f}_{\text{Risikopræmie}} = 5,00 \, \%.$$

9.3.7.10 - Beregning af Beta

Beta er først og fremmest et udtryk for hvor risikofyldt en investering er i forhold til resten af markedet⁸³. Endvidere er beta også et mål for den risiko som ikke kan diversificeres bort, altså den systematiske risiko. Sammenhængen mellem beta og risikopræmie er da, at des højere beta er (risikoen), des mere kræver investor i risikotillæg. Aktier med en høj beta, har derfor et højere forventet afkast end aktier med en lav beta.

Endvidere gælder det for forskellige værdier af beta at:

- Beta = 0, så er det en risikofri investering
- Beta = 1, så er der den samme risiko som på markedet
- Beta > 1, så har aktivet en større systematisk risiko end markedet
- Beta < 1, så har aktivet en mindre systematisk risiko end markedet

Ovenstående betaværdier repræsenterer således forskellige samvariationer med markedet og værdierne giver således et udtryk for hvor følsom den enkelte aktie er i forhold til markedet. Et beta på over 1 er derfor et udtryk for at den pågældende aktie er følsom over for ændringer i markedet, hvor et beta på under 1 indikerer at aktien er mindre følsom over for ændringer i markedet.

Lige umiddelbart er det vanskeligt at vurdere hvor følsom Danisco er i forhold til udviklingen i det øvrige aktiemarked. Desuden vurderes det at de enkelte divisioner i Danisco varierer forskelligt i forhold til markedet. Blandt andet vil efterspørgslen efter fødevarer nødvendigvis ikke ændre sig i takt med markedet, da der uanset konjunktur mm altid vil være behov for fødevarer. I den omvendte division finder vi Sweeteners, som indeholder produkter, der er mere afhængig af hvordan markedet

⁸² <http://www.pwc.com/dk/da/nyt/finance/regnskab/assets/tema-nedskrivning-aarl-dec-2010.pdf>

⁸³ Markedet refererer til OMXC20, da det er her Danisco er repræsenteret

generel performer. Derfor har jeg valgt at benytte mig af de eksterne analytikeres vurderinger, som lyder på at Danisco har et beta på ca. 0,94⁸⁴.

Danisco har således en stor samvariation med markedet, og er i store træk næsten lige risikobetonet som markedet.

9.3.7.11 - Beregning af ejernes afkastkrav

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

De forskellige elementer er nu gennemgået, og ejernes afkastkrav kan nu beregnes ved hjælp af ovenstående formel.

$$r_e = 3,95 + 0,94 * 5,00 = 8,65 \%$$

Ejernes afkastkrav til en investering med samme risiko, er således på 8,65 %

9.4 - WACC

Ejernes afkastkrav og de finansielle forpligtigelsers afkastkrav er nu estimerede og vi ved hvad investor kræver i afkast på henholdsvis gældforpligtigelserne og egenkapitalen. Dernæst skal der ses nærmere hvordan Daniscos kapitalstruktur er sammensat. I forbindelse med beregningen af kapitalstrukturen skal der benyttes markedsværdier for henholdsvis egenkapitalen og nettogælden. Dette skaber et problem, idet WACC skal estimeres for at beregne markedsværdierne. Derfor er det nødvendigt at basere markedsværdierne på en række antagelser.

For at estimere en tilnærmet kapitalstruktur kan man med fordel basere den fremadrettede kapitalstruktur på historiske data. Dermed ikke sagt at en historiske kapitalstruktur vil gentage sig i fremtiden, men historiske data kan være med til at vise en tendens i kapitalstrukturens udvikling.

Dernæst spiller Daniscos egne forventninger til kapitalstrukturen en vigtig rolle for den endelige fastsættelse.

Kapitalstruktur	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Egenkapital	43,94 %	46,90 %	55,64 %	63,30 %
Gæld	56,06 %	53,10 %	44,36 %	36,70 %

Skema 9.4 -kapitalstruktur: egen tilvirkning (baseret på egne data)

Af ovenstående skema ses den historiske udvikling i Daniscos kapitalstruktur. Der er en klar tendens til at egenkapitalen fylder mere og mere. Dette går i meget i rød tråd med at Danisco i deres

⁸⁴ Se bilag 15 – som er hentet fra <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=DCO.CO>

regnskab for 2009/2010⁸⁵ fortæller, at de har ambitioner om at arbejde sig hen imod en mindre finansiell gearing. Der står endvidere at Danisco vil reducere kapitalgrundlaget, og at det vil ske via udbyttebetalinger og/eller aktietilbagekøb.

Novozymes som er en af Daniscos konkurrenter⁸⁶ har en kapitalstruktur lignende kapitalstruktur, hvorfor det vurderes at de historiske data er brugbare for den fremadrettede kapitalstruktur.

Endvidere er det købstilbud Dupont er kommet med på Danisco, også en god indikation for, hvad kapitalstrukturen er. Dupont hævdede den 5. maj buddet fra 665 kr. pr. aktie til 700 kr. pr. aktie. Dette giver en samlet pris for Danisco på ca. kr. 38 milliarder⁸⁷ (inklusive gælden, som er på 4,6 milliarder). Hvis vi antager at købet af Danisco bliver gennemført til den anførte pris, så svarer det til at Danisco har en egenkapital på 33,4 milliarder. Dette giver en kapitalstruktur som følgende:

Kapitalstruktur	Aktuelt bud
Egenkapital	87,89 %
Gæld	12,11 %

Skema 9.5 – Kapitalstruktur ved opkøb – Egen tilvirkning

Der er således flere ting der taler for, at kapitalstrukturen fremadrettet vil være baseret på en stor andel af egenkapital. Det er dog endnu uvist, om købet af Danisco gennemføres. Derfor antages det at den fremadrettede kapitalstruktur vil være en være på 80 % egenkapital og 20 % gæld.

Argumentet for at denne struktur, er først og fremmest at Danisco har finansielle ambitioner om at nedbringe deres gældsandel. Dette taler for en lavere gældsandel. Det der også taler for, er hvis købet gennemføres. Da vil kapitalstrukturen vise en endnu lavere gældsandel.

9.4.1 - Hvilken indflydelse har udbytter, aktiedividende og aktietilbagekøb for kapitalstrukturen?

Kapitalstrukturen er kort fortalt forholdet mellem gæld og egenkapital af den samlede virksomhedsværdi.

⁸⁵ Fremgår af de finansielle ambitioner

⁸⁶

<https://www.nordnet.se/mux/web/analys/nyheter/visaNyhet.html?itemid=135198013&sourcecode=ddk&sourcesubk ind=newsagency> – Novozymes reducerer deres gældsforpligtigelser

<http://www.stockpicker.dk/index.php/analyser/novozymes> - Novozymes gældsstruktur

⁸⁷ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/207132/dupont_oeger_pres_paa_danisco-aktionaerer.html

De som har investeret deres kapital i Danisco, har selvfølgelig en interesse i at få del i Daniscos overskud. Dette kan blandt andet ske på baggrund af udbetaling af kontant dividende, aktiedividende eller ved at Danisco tilbagekøber egne aktier. De forskellige scenarier vil nedenfor kort blive beskrevet

9.4.1.1 - Udbytte

Når Danisco (og enhver anden udbyttebetalende virksomhed) betaler udbytter, afleverer de i teorien en del af deres egenkapital til deres aktionærer. Effekten af dette er, at egenkapitalværdien reduceres.

9.4.1.2 - Aktiedividende

En anden metode Danisco kan benytte, når de gerne vil honorere deres aktionærer er at de kan tildele deres aktionærer flere aktier. Denne manøvre, betyder at Danisco udsteder flere aktier, hvilket ligeledes reducerer værdien (da der nu er flere aktier om at dele det samme overskud). Der er således tale om en reduktion af værdien af den enkelte aktie. Dette kan sættes lig med et normalt udbytte, da investor blot kan sælge de ekstra tildelte aktier. Det provenu investor får, kan dermed betragtes som et kontant udbytte.

9.4.1.3 - Aktietilbagekøb

Den sidste mulighed er at Danisco kan vælge at købe nogle af deres egne aktier tilbage. Ved at købe egne aktier tilbage, forøger det værdien på de aktier som stadig er i omløb (der er nu færre aktier til at dele det samme overskud).

Til trods for at der er meget fokus på, hvor meget de enkelte virksomheder betaler i udbytte, så mener Modigliani og Miller⁸⁸, at udlodningspolitikken, under visse antagelser,⁸⁹ ikke spiller nogen rolle. Det kan derfor virke underligt at der er så meget fokus på netop på udbyttebetalinger.

En af årsagerne til at udbyttet spiller så væsentlig en rolle, er at det giver investorerne en indikation af hvordan det går virksomheden. Har virksomheden betalt en konstant dividende i en lang årrække, anses virksomheden for at være stabil. I den modsatte ende, vil det virke som et dårligt tegn, hvis virksomheden stopper udbyttebetalingen, da det kan give en indikation af at der er noget galt. Man kan derfor sige, at udbyttebetalinger er giver investor et indtryk af, virksomhedens forventninger til fremtiden.

⁸⁸ Teori fra bogen: "Principles of corporate finance"

⁸⁹ Ingen skat, ingen handelsomkostninger og perfekte kapitalmarkeder

9.4.2 - Den endelige beregning af WACC

$$r_{WACC} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * r_g$$

De enkelte elementer i formelen for WACC er nu fastlagte, og vi kan nu foretage den endelige beregning.

$$r_{WACC} = \frac{0,2}{1} * 8,86 \% + \frac{0,8}{1} * 4,17 \% = 5,11\%$$

Da den estimerede WACC er baseret på en del antagelser, vil der senere blive foretaget en følsomhedsanalyse, som kan være med til at belyse, hvad ændringer i WACC betyder for den endelige værdi af Danisco.

9.5 - Den endelige budgettering

Budgettering	Regnskabsperiode		Budgetperiode										Terminal
Nettoomsætning	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Enablers	5544	5691	6260	6886	7506	8106	8755	9368	10023	10725	11476	12279	12709
Vækst i %			10,00%	10,00%	9,00%	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	3,50%
Cultures	1917	2072	2238	2417	2610	2819	3044	3258	3486	3730	3953	4151	4296
Vækst i %			8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	6,00%	5,00%	3,50%
Sweeteners	1495	1419	1603	1796	1975	2153	2326	2488	2638	2769	2908	3024	3130
Vækst i %			13,00%	12,00%	10,00%	9,00%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,50%
Genencor	4035	4524	5022	5574	6187	6837	7520	8197	8853	9473	10041	10543	10912
Vækst i %			11,00%	11,00%	11,00%	10,50%	10,00%	9,00%	8,00%	7%	6%	5%	3,50%
Nettoomsætning i alt	12991	13706	15123	16673	18279	19915	21645	23311	25000	26697	28378	29998	31048
Nettooms. Totalvækst			10,35%	10,26%	9,64%	8,97%	8,69%	7,70%	7,25%	6,79%	7,00%	7,00%	3,50%
OG før skat			11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%	8,25%
OG efter skat	1,37%	4,29%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	6,30%	5,78%
DO efter skat	179	587	1164	1284	1407	1533	1667	1632	1750	1869	1986	1890	1793
Anden DO i alt (efter skat)			50	55	60	66	71	77	82	88	94	99	102
DO i alt efter skat		587	1214	1339	1468	1599	1738	1709	1832	1957	2080	1989	1895

Skema 9.6 – Den endelige budgettering - Egen tilvirkning

I forbindelse med udarbejdelsen af budgettet er der flere forudsætninger som danner baggrunden for de estimerede tal. Forudsætningerne er gennemgået i de forrige afsnit og er samlet i bilag 14.

Af ovenstående budgettering ses det der ventes en stigende vækst i omsætningen over hele budgetperioden. Det ses at divisionerne Enablers og Genencor kommer til blive de ”tunge” divisioner for Danisco.

Overskudsgraden ventes at være relativt stabil. Til trods for en stigende omsætning og en omkostningsbesparende strategi, så ventes det, at der fremadrettet vil være væsentlige omkostninger i forbindelse med forskning og udvikling. Der skal investeres store summer i Genencor, for at

opretholde en gunstig position på markedet. Historisk har overskudsgraden været under pres, det viste sig at råvarepriser samt en generelt hårde tider for divisionen Sweeteners pressede overskuddet. Dette ventes der at være rettet op på fremadrettet. Desuden bekræfter det seneste kvartalsregnskab, at der er rettet op på dette.

Det samlede driftsoverskud (efter skat) har således pæne vækstrater i vente, og bekræfter at Danisco er en attraktiv virksomhed med stort potentiale.

Budgettet er udarbejdet på baggrund af en del forudsætninger, nogle mere risikobetonede end andre. Dette leder til at der kan forekomme ændringer, som kan have en direkte indflydelse på Daniscos endelige værdi. Derfor vil der i forlængelse af den følgende værdiansættelse blive foretaget en scenarieanalyse beskriver hvor følsom Daniscos værdi er over for ændringer i fundamentale budgetforudsætninger.

10 - Værdiansættelse

I forbindelse med værdiansættelsen af Danisco kan der bruges forskellige modeller til formålet. Der vil i denne forbindelse være en kort gennemgang af de forskellige modeller, samt en argumentation for valg af model. Det helt grundlæggende ved enhver analyse er, at den skal have fordele der overstiger de omkostninger er ved at foretage analysen.

10.1 - Valg af værdiansættelsesmodel

Det første skel sker mellem valget af en relative eller absolut værdiansættelsesmodel.

10.1.1 - De relative værdiansættelsesmodeller

De relative værdiansættelsesmodeller er karakteriserede ved at de ikke benytter sig af budgettering og bruger en begrænset mængde af informationer for værdiansættelsen. De mest brugte modeller⁹⁰ er multipelanalysen og Peer Group analysen (multipelanalysen sammenfattes i en Peer Group analyse).

Multipelanalysen benytter sig af simple nøgletal, som er direkte tilgængelige i årsrapporten. Disse nøgletal sammenfattes efterfølgende i en Peer Group analyse. Denne analyse tager de enkelte nøgletal og sammenligner dem med andre sammenlignelige virksomheder.

⁹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 30

Årsagen til at denne model ikke er anvendt, er at ikke to virksomheder er ens. I Daniscos tilfælde er deres produktsortiment ikke direkte sammenligneligt med andre virksomheder. Derfor vil denne analyse ikke kunne give noget godt billede af Daniscos værdi.

10.1.2 - De absolutte værdiansættelsesmodeller

Karakteristisk for de absolutte modeller er at de benytter sig af budgettering, hvilket går i rød tråd med forrige afsnit, som netop omhandlede budgettering.

De absolutte værdiansættelsesmodeller omfatter 2 forskellige metoder, den direkte og den indirekte metode.

Den direkte model værdiansætter egenkapitalen direkte.

Den indirekte model værdiansætter først virksomhedsværdien ved at tilbagediskontere cash flows som stammer fra Daniscos kapitalindskydere. Til sidst trækkes markedsværdien af gælden fra, for at komme frem til den endelige værdi af egenkapitalen (aktionærværdien). Et andet vigtigt argument for at benytte sig af den indirekte model, er at dividendepolitikken ikke spiller nogen rolle⁹¹. Dette går således også i rød tråd med teorien, gennemgået i budgetteringen⁹².

Den indirekte er først og fremmest mere anvendelig i analysesammenhæng end den direkte, men endnu vigtigere er at den indirekte model har fokus på driftsaktiviteten og ikke finansieringsaktiviteten som den væsentligste værdidriver. Dette underbygges af at Daniscos hovedformål er at tjene penge på den løbende drift via salg af produkter i de enkelte divisioner, og ikke på deres finansielle transaktioner, som styres af Corporate Treasury.

Der afgrænses derfor for brugen af den direkte model i forbindelse med værdiansættelsen af Danisco.

Ser vi nærmere på den indirekte model, så kan den beregnes på 2 forskellige måder. Den første model tager udgangspunkt i cash flows, hvor den anden tager udgangspunkt i residualoverskuddet.

Jeg har valgt at benytte mig af begge modellerne, da dette skaber en god sikkerhed for at de fremkomne resultater stemmer overens, da begge modeller skal give samme resultat.

⁹¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 47

⁹² Modigliani and Miller, der har udledt en teori om, at kapitalstrukturen (under visse forudsætninger) ikke har nogen betydning for virksomhedens værdi.

10.2 - FCFF⁹³modellen – beregning af virksomhedsværdien

De frie cash flows er defineret som, driftsoverskuddet fratrukket ændringen i netto driftsaktiverne. Disse cash flows skal efterfølgende tilbagediskonteres med den estimerede WACC. Modellen er delt op i 2 perioder, budgetperioden og terminalperioden.

Formlen for den endelige værdiansættelse kommer således til at så ud som følgende:

$$V_0^E = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_T}{(1+r_{WACC})^T}}_{\text{Virksomhedsværdi}} + \underbrace{\frac{FCFF_{T+1}}{(r_{WACC} - g) * (1+r_{WACC})^T}}_{\text{Terminalværdi}} - NFF_0$$

10.3 - RIDO modellen

RIDO modellen i denne opgave vil hovedsagligt blive brugt som kontrol til FCFF modellens estimat. Modellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi af egenkapitalen og tilbagediskonterer overnormale overskud. De overnormale overskud er defineret som⁹⁴:

$$RIDO_t = DO_t - \underbrace{r_{WACC} - NDA_{t-1}}_{\text{Normaloverskud}}$$

Den endelige formel for den residualindkomstbaserede værdiansættelsesmodel ser ud som følgende:

$$V_0^E = NDA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{WACC})^t}}_{\text{Virksomhedsværdi}} + \underbrace{\frac{RIDO_{T+1}}{(r_{WACC} - g) * (1+r_{WACC})^T}}_{\text{Terminalværdi}}$$

10.4 - Værdiansættelse af Danisco A/S

Skema 3 - Balancen	Regnskabsperiode		Budgetperiode											Terminal
NDA	18265	19466	20164	20841	21504	22128	22785	23311	23809	24270	24677	24998	25873	
Δ NDA		1201	698	677	663	624	656	526	498	461	407	321	875	
FCFF = DO - Δ NDA			516	662	805	975	1082	1182	1334	1496	1673	1668	1021	
ROIC, (DO i alt/NDA)			6,02%	6,42%	6,83%	7,23%	7,63%	7,33%	7,70%	8,06%	8,43%	7,96%	7,33%	
NFF		6607												
RIDO (DOt-wacc*NDA-t)		-346	220	308	403	500	607	544	641	740	840	728	618	
DCFF tilbagediskonteret		0	491	599	693	799	843	877	941	1004	1068	1013	590	
RIDO tilbagediskonteret		0	209	279	347	410	473	404	452	497	536	442	357	

⁹³ Free Cash Flow on Firm

⁹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – side 46

Skema 10.1 – elementer i værdiansættelsen – Egen tilvirkning

Danisco er som det netop er gennemgået blevet værdiansat på baggrund af både FCFF og RIDO modellen. Værdiansættelsen tager endvidere udgangspunkt i budgetteringen som fandt sted i de tidligere afsnit.

Ovenstående skema afspejler de enkelte modeller i både FCFF og RIDO modellen. Tallene er efterfølgende sammenfattet og beregnet.

værdiansættelsen	
PV DCFF ultimo 2010 (2011-2020)	8.329
PV RIDO ultimo 2010 (2011-2020)	4.050
TV DCFF 2021 og frem	38.509
TV RIDO 2021 og frem	23.322
Nettodriftsaktiver (NDA)	19.466
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	6.607
Enterprise value (DCFF)	40.231
Enterprise value (RIDO)	40.231
Equity value (DCFF)	33.623
Equity value (RIDO)	33.623
Antal aktier (mio. stk.)	47,693295
Aktiekurs	705
Aktiekurs pr. 13.05.2011	693
Forskel	12

Skema 10.2 – Værdiansættelsen – Egen tilvirkning

Ovenstående skema giver et overblik over værdiansættelsen af Danisco. Det ses at Daniscos egenkapitalværdi udgør 33,623 milliarder.

Da der jf. årsrapporten 2009/2010 er 47.693.295 aktier i omløb, giver det en aktiekurs på ca. 705.

10.5 - Købstilbud vs. Aktuel kurs

Det er netop konstateret, ud fra den teoretisk gennemgåede værdiansættelsesmodel, at Danisco har en samlet egenkapitalværdi på 33,623 milliarder kr. Dette giver en fair value på aktien på kr. 705.

Sætter vi dette i forhold til den aktuelle lukkekurs pr. den 13. maj 2011 (693) så er aktien undervurderet. Sætter vi det i relation til købstilbuddet på kr. 700 per aktie, så er vi meget tæt på. Vi er således ude i at meget små ændringer kan have indflydelse på om tilbuddet over- eller undervurderer fair value på aktie.

10.6 - Hvad sker der hvis Daniscos aktionærer accepterer tilbuddet?

Der er to forskellige scenarier af accept på købstilbuddet.

For at Dupont kan få 100 % ejerskab og kontrol over Danisco, kræver det som minimum 90 % af aktionærernes accept på købstilbuddet. Herved kan Dupont tvangsindløse de resterende aktionærers aktier.

Dupont er dog gået med til at de vil overtage Danisco såfremt at de får minimum 80 % accept. I dette scenarie kan de ikke tvangsindløse de resterende aktier. Der vil således være én storaktionær (Dupont) og mindre aktionærer.

Hedgefonden Elliot⁹⁵ har købt sig en betydelig post af Daniscos aktier. Helt præcist 10,02 %. Dette er lige nøjagtigt nok til at de kan være årsag til at Dupont ikke kan tvangsindløse. Dette kan være Elliots måde at presse prisen på!

10.7 - Hvad sker der hvis Danisco ikke accepterer

Accepteres købstilbuddet ikke, vurderes det at aktien vil falde drastisk. Formentligt ned i en kurs på omkring 550-600.

11 - Scenarieanalyse/ følsomhedsanalyse

Scenarieanalysens formål er at opsætte forskellige scenarier, som kan have indflydelse på værdiansættelsen af Danisco. Analysen vil således være opdelt i 3 scenarier, worst case, base case og best case. De opstillede scenarier er alene et udtryk for egne holdninger til hvad fremtiden kan bringe af scenarier.

Værdiansættelsen er baseret på en lang række forudsætninger, som indeholder op til flere usikkerhedsmomenter. Det er derfor vigtigt at se nærmere på, hvor stor en indflydelse ændringer i disse parametre har på den samlede værdiansættelse. De value drivers der vil blive undersøgt er Gordons g, AOH og WACC.

⁹⁵ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/207441/spekulation_i_danisco-aktien.html

11.1 - Følsomhedsanalyse

Der vil i følsomhedsanalysen blive set nærmere på, hvad der sker med Daniscos egenkapitalværdi samt aktiekursen, ved at ændre på parametre, som bliver påvirket.

Scenarie	Base	min.	max
WACC	5,11	4,84	5,41
AOH	1,2	1	1,4
Gordons g	3,5	3	4

Skema 11.1 – Værdier for følsomhedsanalysen – Egen tilvirkning

Af ovenstående skema, ses de parametre der vil danner udgangspunktet for de 3 scenarier.

	Base							Worst	Best
WACC	5,11 %	4,84 %	5,41 %	5,11 %	5,11 %	5,11 %	5,11 %	5,41 %	4,84 %
AOH	1,20	1,20	1,20	1,00	1,40	1,20	1,20	1,00	1,40
Gordons g	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,00 %	4,00 %	3,00 %	4,00 %
Equity value	33.603	42.634	26.552	24.031	40.441	27.854	44.532	16.291	74.893
aktiekurs	705	894	557	504	848	584	934	342	1.570

Skema 11.2 – Følsomhedsanalyse – Egen tilvirkning

Ovenstående skema viser de 3 beskrevne scenarier.

Det ses at Danisco er relativt eksponeret over for ændringer i de enkelte parametre. Forekommer der ændringer i flere af parametrene viser aktiekursen sig at være meget svingende. Især ved ændringer i Gordons g, som er væksten i terminalperioden. Årsagen til at der forekommer størst ændringer her, er at størstedelen af Daniscos værdi ligger i terminalperioden, hvilket bevirker at terminalperioden er mere følsom for udsving. Det vurderes ikke at Gordons g, er den af de 3 parametre, som er behæftet med størst usikkerhed. Derimod er WACC og AOH behæftet med en større usikkerhed, da det er her der er gjort flest antagelser.

	WACC				
AOH	0,50%	0,25% budget	0,25%	0,50%	
1,1	47805	36825	29252	23712	19483
1,15	50921	39443	31522	25725	21296
1,2	53777	41842	33623	27570	22959
1,25	56404	44050	35518	29268	24488
1,3	58829	46087	37285	30834	25900

Skema 11.3 – WACC og AOH – Egen tilvirkning

I ovenstående skema, er sammenfattet egenkapitalværdier, ved ændringer i AOH og WACC.

Skemaet bekræfter at Danisco er eksponeret overfor udsving i disse to elementer. Det midterste felt viser den nuværende egenkapitalværdi. Den næste ring, viser de værdier der kan realiseres hvis der sker små ændringer i AOG og WACC, hvorimod den yderste ring, viser egenkapitalværdien ved større ændringer.

Af analysen fremgår det at aktiekursen (egenkapitalværdien) er relativt eksponeret over for udsving i de underliggende value drivers. Det er derfor af stor betydning at de estimerer der benyttes til værdiansættelsen er så korrekte som muligt samt baseret på så få antagelser som muligt. Desuden giver følsomhedsanalysen investor en indikation af, hvor risikobetonet investeringen kan være.

12 - Konklusion

Formålet med denne opgave har været at give et bud på, hvorvidt det købstilbud Dupont afgav over- eller undervurderer fair value på Daniscos aktier.

Siden offentliggørelsen af Duponts købstilbud, har der været en lang række hændelser, der først og fremmest har forlænget processen, men blandt analytikere og investorer er der også blevet sat spørgsmålstegn ved prisen. Dette førte i midlertidig til, at Dupont valgte at forhøje deres tilbud fra 665 kr. per aktie til 700 kr. per aktie.

Opgaven er udarbejdet midt i en proces, hvor blandt andet tilbuddet løbende har ændret sig. Opgaven har således forsøgt at forholde sig til disse ændringer, og tilpasse sig tilsvarende.

Til at besvare spørgsmålet om hvorvidt købstilbuddet over- eller undervurderer fair value, har opgaven haft fokus på en værdiansættelse af Danisco A/S.

Værdiansættelsen blev udarbejdet på grundlag af en strategisk analyse, samt en regnskabsanalyse. Analyserne blev efterfølgende sammenfattet i budgetteringen, som dannede forudsætningerne for den endelige værdiansættelse.

Ud fra den strategiske analyse kan det konkluderes at Danisco har en solid og veletableret virksomhed, som særligt kan profilere sig ved at være i besiddelse af en unik knowhow. Denne knowhow, kommer sig til udtryk igennem den løbende teknologiske udvikling der har givet Danisco en konkurrencemæssig fordel i forhold til deres konkurrenter. Danisco har flere samarbejdsaftaler (herunder blandt andet med Dupont), som er med til at sikre at de udnytter de

ressourcer som de har til rådighed bedst muligt. Desuden har Danisco været gode til at udnytte deres globale placeringer optimalt, ved at flytte kapaciteter mellem de forskellige produktgrupper. Kapacitetsudnyttelsen har været medvirkende til at Danisco har kunnet gennemføre en omkostningsbesparende strategi, som har været en af grundpillerne bag deres vækstrater.

Det kan endvidere konkluderes at Danisco har en bred diversificeret produktportefølje spredt ud over mange lande. Dette har været medvirkende til at Danisco ikke har været afhængig af enkelte markeder for at opnå vækst. Kundeporteføljen viste sig at være sammensat således at der var få store kunder, hvilket minimere risikoen for kundeafhængighed.

I forbindelse med Duponts købstilbud har der været en særlig fokus på Daniscos produkter inden for andengenerations bioethanol. Det kan ud fra den strategiske analyse konkluderes at der er et væsentligt vækstpotentiale i denne division. I USA og Brasilien har bioethanolen på nuværende tidspunkt stort potentiale, og det kunne konkluderes, at særligt de politiske forhold, har en afgørende betydning for den fremadrettede vækst. Lovgivning går imod, at en større andel bioethanol skal blandes i benzinen, hvilket bekræfter at Danisco er en virksomhed med attraktive produkter.

Dog viste den strategiske analyse også at Danisco har visse svagheder, særligt i divisionen for Sweeteners. Ugunstige råvarepriser samt svigtende omsætning har presset divisionen.

Den gennemgåede rentabilitetsanalyse var med til at give en forståelse for den historiske udvikling i Daniscos regnskaber. Fokus har været på analysen af egenkapitalforrentningen, hvor den historiske analyse viste at ROE har haft store fald, som kunne begrundes med udviklingen i de underliggende value drivers. Udviklingen i ROIC var med til at identificere en af årsagerne. En stor del af faldet kunne dermed tilskrives divisionen for sweeteners, som havde haft nogle hårde år.

Danisco har kørt en strategi, hvor de løbende har nedbragt deres finansielle forpligtigelser, hvilket har været medvirkende til at den finansielle gearing har været faldende. I analysen kunne det konkluderes at den finansielle gearing var med til at løfte ROE. Ved at nedbringe den finansielle gearing, nedbringer man ligeledes muligheden for at løfte ROE.

2008/2009 er året Danisco når den laveste ROE (i den 5-årige periode), hvorefter Danisco har formået at skabe høje vækstrater i deres divisioner, som samlet set har været medvirkende til at ROE atter var stigende.

Trend analysen dannede et overblik over Daniscos udvikling i forhold til et basisår. Det viste sig, at Danisco havde en pæn stigning i omsætningen, men at denne blev ”spist op” af stigninger i salgsomkostninger samt nedskrivninger.

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen dannede baggrunden for den fremadrettede budgettering. Samlet set danner de rammerne om en virksomhed i vækst, hvilket kommer sig til udtryk igennem en konstant vækst igennem hele budgetperioden samt i terminalperioden. Der budgetteredes med en terminalvækst på 3,5 %, som falder i rød tråd med at det også forventes at Danisco kan skabe vækst på lang sigt. Ud fra det seneste kvartalsregnskab kunne det konkluderes, at budgetforudsætningerne holdt stik. Regnskabet viste at Danisco havde opnået flotte vækstrater i samtlige divisioner.

Danisco blev værdiansat ud fra både FCFF og RIDO modellerne. Årsagen til at der blev valgt 2 modeller, er at det er en god kontrol for om resultaterne stemmer overens. Det kan hermed konkluderes at de stemmer overens, og at de fremkomne værdier derfor er brugbare.

Værdiansættelsen resulterede i at fair value på Daniscos aktier var på 705 kr. per aktie. Ud fra dette kan det konkluderes at det første købstilbud som Dupont afgav på Danisco, undervurderede fair value. Dupont måtte da også konstatere at opbakningen blandt aktionærerne ikke var ret stor. Dupont så sig derfor nødsaget til at forhøje købstilbuddet. Efter mange overvejelser endte det endegyldige bud på 700 kr. per aktie.

Det vurderes at denne pris tangerer fair value på aktien, og derfor udgør et attraktivt købstilbud, som Daniscos aktionærer bør acceptere.

Ud fra scenarieanalysen kan det konkluderes at estimatet for egenkapitalværdien er et følsomt estimat. Dette er med til at bekræfte at et købstilbud på kr. 700 per aktie, er et godt tilbud.

12.1 - Perspektivering

Perspektiveringen har først og fremmest til formål, at pege på hvad der fremadrettet vil ske med Danisco.

Opgaven er skrevet midt i en proces, hvor der løbende er sket ændringer. Disse ændringer er så vidt muligt indregnet frem til og med den 13. maj 2011. Om købstilbuddet bliver accepteret eller om det bliver forkastet, har således ikke muligt at indregne inden for denne tidsramme.

Mit bud er at købet bliver accepteret, og at Dupont kommer til at stå som 100 % ejere af Danisco.

13 - Litteraturliste

13.1 - Bøger

Aswath Damodaran (2010) – *The dark side of valuation, Second edition – Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses* – 2nd edition

Ole Sørensen (2009) – *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang* – 3. udgave 1. oplag

Bent Schack (2009) – *Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse* – 4. udgave, 1. oplag

Richard A. Brealey, Steward C. Myers og Franklin Allen (2008) - *Principles of Corporate Finance* - 9th edition

13.2 - Internetsider

www.al-bank.dk – Arbejdernes Landsbank

www.business.dk

www.borsen.dk

www.danisco.com

www.dupontanddanisco.com

www.dst.dk – Danmarks statistik

www.ec.europa.eu – Europas hjemmeside

www.epn.dk – Jyllandspostens erhvervssektion

www.euro.who.int – World Health Organisation

www.exactinvest.dk

www.jp.dk – Jyllandsposten

www.nationmaster.com

www.nordnet.se

www.nykredit.dk

www.prb.org – Population reference bureau

www.privatinvestor.danisco.com

www.pwc.com – Price Waterhouse Coopers

www.reuters.com

www.shareholders.dk

www.standardandpoors.com

www.stockpicker.dk

www.stocks.investopedia.com

www.sustainabilityreport2009-10.danisco.com

www.udviklingstal.dk

13.3 - Årsrapporter

Danisco 2005/2006 – 2009/2010 samt seneste kvartalsrapport 2010/2011

Novozymes 2008/2009 – 2009/2010

14 - Bilag

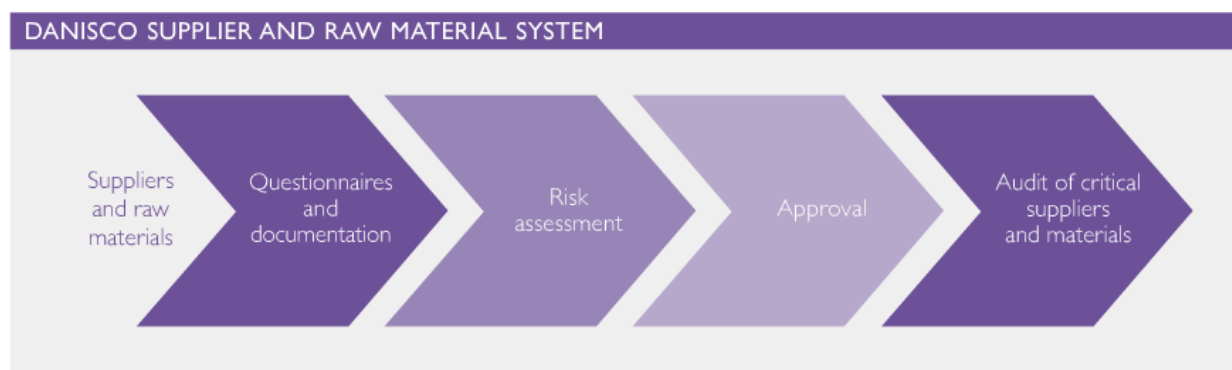
Bilag 1 – forholdsmæssig regulering af frasolgte aktiviteter

Noter til 2007/2008	net. Oms	i % af oms	res. Reducering
Genencor	3.685	19,62%	
Food ingrediens	8.565	45,61%	
*Bio actives	3.431	18,27%	
* Sweeteners	1.716	9,14%	
* Cultures	1.716	9,14%	
*Enablers	5.134	27,34%	
Sukker	6.528	34,76%	Frasolgt
Netto omsætning i alt	18.778	100,00%	34,76%
Noter til 2006/2007		i % af oms	res. Reducering
Bio ingredients	5.209	25,58%	
* Genencor	2.605	12,79%	
* Cultures	2.605	12,79%	
Sweeteners	6.891	33,84%	
Flavours	1.536	7,54%	
Sukker	6.726	33,03%	frasolgt
Nettoomsætning i alt	20.362	100,00%	40,58%

Bilag 2 - aktieindeks, hvori Danisco A/S indgår

INDEKS	
Indeks	Hjemmeside
Dow Jones STOXX	www.stoxx.com
Dow Jones Sustainability	www.sustainability-indexes.com
NASDAQ OMX Group	www.nasdaqomx.com
OMX Sustainability Nordic	www.nasdaqomx.com
MSCI Barra	www.ms cibarra.com
FTSE	www.ftse.com

Bilag 3 - System til den løbende revision af deres leverandører.



Bilag 4 – Kriterier for leverandører

- A corporate audit and risk assessment policy, including business and human rights risks
- A shared IT platform for supplier and raw material management, risk assessments and audit management
- Necessary interfaces with current systems
- Criteria for managing supplier audit frequency based on volume, location and other factors
- A sustainability knowledge database on suppliers and raw materials

Bilag 5 – SWOT analysen

Styrker: • Engagerede medarbejdere • Exceptionel kundekontakt (bl.a. igennem enheden MDI)	Svagheder: • Divisionen Sweeteners har vist svaghedstegn (Xylitol) • Der afsættes færre midler til research
--	--

• Mange produkter på markedet (og mange patenter) • Aftaler med andre virksomheder, for at opnå fælles mål (DDCE) • Andre gode og samfundsmæssige samarbejdsaftaler (EFSA) • Stor global og bred diversificeret portefølje (både produktmæssigt og fordelt på lande) • God styring af risici via Corporate Treasury	and developement end, hvad den største konkurrent gør (Novozymes) • Det har været nødvendigt at foretage lønstop (NB! Det er en styrke, at medarbejderne er gået med til det) • Bioethanol synes, i en vis grad, at være afhængig af parametre som Danisco ikke selv er herre over
Muligheder: • Opkøb af virksomheden (Dupont) • Den globale fokus på sundhed og miljøet • Ændret lovgivning i USA	Trusler: • Volatile råvarepriser • Ændret forbrugsadfærd • Valutarisikoen • Den relative store konkurrence i branchen • Lovgivningen, hvis den ikke går som forventet.

Bilag 6 – Den officielle egenkapitalopgørelse

Egenkapitalopgørelse					
Mio kr.	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Egenkapital primo	12286	12726	12949	12542	12140
Totalindkomst for året	895	606	511	196	640
Udbetalt udbytte	-403	-360	-422	-383	-358
Kapitalnedsættelse	0	0	0	0	0
Kapitalforhøjelse	0	1	6	0	0
salg af aktivitet	0	0	-9	-243	0
Egenkapitalbaseret aktieaflønnning	0	12	19	28	23
Køb af egne aktier	-52	-123	-542	0	0
salg af egne aktier	0	87	30	0	60
Egenkapitalbevægelse i alt	440	223	-407	-402	365
Egenkapital ultimo	12726	12949	12542	12140	12505

Bilag 7 – Anden totalindkomst – Dirty surplus

Anden totalindkomst:	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Dagsværdiregulering henført til andel af Genencor ejet	-90	0	0	0	0
Valutakursreguleringer af dattervirksomheder	127	-428	0	0	187
* Urealiserede	0	0	-690	420	0
* realiserede	0	0	3	114	0
* Nettoinvesteringer i dattervirksomheder	-99	10	6	0	0
* Skat af valutaafdækning	28	-3	-2	0	0
Reguleringer af sikringsinstrumenter	0	0	0	0	-13
* Årets sikring af fremtidige instrumenter	352	-83	-26	-278	0
* Sikring indregnet i res.opg. (fin. Poster)	1	0	-90	-130	0
* Sikring indregnet i res.opg. (oper. Poster)	0	-14	9	-22	0
* Sikring indregnet i res.opg. (ophørte poster)	0	0	0	56	0
Aktuarmæssige gevinster og tab på pensioner	42	22	-14	-60	-32
Andre	23	2	-23	0	3
Skat af bevægelser i anden totalindkomst	-111	21	39	24	14
Anden totalindkomst	273	-473	-788	124	159

Bilag 8 – reformuleret resultatopgørelse

Nettoomsætning:	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Enablers	-	5.301	5.134	5.544	5.691
Cultures	-	2.605	1.716	1.917	2.072
Sweeteners	-	1.800	1.716	1.495	1.419
Genencor	-	2.605	3.685	4.035	4.524
Samlet Nettoomsætning	20.912	12.310	12.250	12.991	13.706
Produktionsomkostninger	-13.672	-7.864	-8.084	-7.783	-7.661
Bruttoresultat	7.240	4.446	4.166	5.208	6.045
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-943	-519	-488	-743	-884
Distributions- og salgsomkostninger	-2.637	-1.647	-1.654	-2.301	-2.476
Administrationsomkostninger	-1.390	-773	-754	-922	-936
DO før skat fra salg (EBIT)	2.270	1.507	1.270	1.242	1.749
Skat på driftsoverskud fra salg	-380	-294	-349	-269	-244
DO efter skat	1.891	1.213	921	973	1.505
Andet driftsoverskud	102	73	179	6	-4
* Andre driftsindtægter	157	128	210	65	50
* Andre driftsomkostninger	-55	-55	-31	-59	-54
Skattefordel på andet driftsoverskud	31	22	54	2	-1
Andet driftsoverskud efter skat	71	51	125	4	-3
Andet driftsoverskud (efter skat poster):					
Aktiebaseret aflønning	-213	12	27	-15	-54
Særlige poster	-768	-111	-272	-738	-796
Andele af resultat i joint ventures	-	-	-	-46	-65
Driftsoverskud efter skat	981	1.166	801	179	587
Nettofinansielle indtægter	-497	-125	-43	-68	-152
* Finansielle indtægter	483	433	561	1.062	523
* Finansielle omkostninger	-980	-558	-604	-1.130	-675
Skattefordel på nettofinansielle omkostninger	-149	-37	-13	-20	-46
Nettofinansielle indtægter efter skat	-348	-87	-30	-48	-106
resultat af ophørende aktiviteter	-11	-	528	-59	-
Årets resultat	622	1.079	1.299	72	481
Anden totalindkomst (dirty surplus)	273	-473	-788	124	159
Totalindkomst i alt	895	606	511	196	640

Bilag 9 – Den officielle resultatopgørelse

Mio kr.	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Nettoomsætning:					
Enablers		5.301	5.134	5544	5691
Cultures		2.605	1.716	1917	2072
Sweeteners		1.800	1716	1495	1419
Genencor		2.605	3685	4035	4524
Samlet Nettoomsætning	20912	12.310	12.250	12991	13706
Produktionsomkostninger	-13672	-7.864	-8084	-7783	-7661
Bruttoresultat	7240	4.446	4166	5208	6045
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-943	-519	-488	-743	-884
Distributions- og salgsomkostninger	-2637	-1.647	-1654	-2301	-2476
Administrationsomkostninger	-1390	-773	-754	-922	-936
Andre driftsindtægter	157	128	210	65	50
Andre driftsomkostninger	-55	-55	-31	-59	-54
Aktiebaseret aflønning	-213	12	27	-15	-54
Operationelt resultat før særlige poster	2159	1.592	1476	1233	1691
Særlige poster	-768	-111	-272	-738	-796
Operationelt resultat	1391	1.482	1204	495	895
Andel af resultat i joint ventures	0	-	0	-46	-65
Finansielle indtægter	483	433	561	1062	523
Finansielle omkostninger	-980	-558	-604	-1130	-675
Resultat før skat	894	1.357	1161	381	678
Skat af resultat	-261	-278	-390	-250	-197
Resultat af fortsættende aktiviteter	633	1.079	771	131	481
Resultat af ophørte aktiviteter	-11	-	528	-59	0
Resultat	622	1.079	1299	72	481
Fordeling af resultat:					
Moderselskabets aktionærer	564	1058	1251	108	480
Minoritetsinteresser	58	21	48	-36	1
I alt	622	1079	1299	72	481

Bilag 10 – reformuleret balance

Reformuleret balance					
Driftsaktiver	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Goodwill	10.689	10.399	8.110	7.538	6.996
Øvrige immaterielle aktiver	1.276	1.213	1.267	906	834
Grunde og bygninger	2.990	2.986	2.601	1.930	2.048
Produktionsanlæg og maskiner	4.728	4.744	4.361	2.507	2.593
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	400	359	339	290	266
Forudbetalinger og anlæg under udførelse	565	604	721	629	476
Råvarer og hjælpematerialer	1.147	1.155	838	870	671
Varer under fremstilling	655	588	580	609	580
Færdig- og handelsvarer	3.712	3.574	4.033	1.514	1.324
Forudbetalinger for varer	49	54	34	5	5
Tilgodehavender fra salg	3.390	3.297	3.018	2.268	2.488
Selskabsskat	149	290	54	195	190
Andre tilgodehavender	913	878	753	249	915
Periodeafgrænsningsposter	97	81	133	140	108
Udskudte skatteaktiver	242	199	158	246	133
Andre tilgodehavender	554	318	419	551	32
Andre aktiver for salg	-	-	-	396	-
Driftslikviditet (1 % af omsætningen)	209	182	122	130	137
Driftsaktiver i alt (1)	18.875	18.373	17.971	20.973	19.796
Driftsforpligtelser					
Udskudte skatteforpligtelser	1278	1302	1262	819	479
Pensionsforpligtelser	448	442	370	131	172
Andre hensatte forpligtelser	376	314	134	141	131
Periodeafgrænsningsposter	85	42	86	5	4
Andre hensatte forpligtelser	126	120	217	151	32
Driftsforpligtelser i alt (2)	1374	1319	1350	1247	818
Kerne netto driftsaktiver (3) = (1)-(2)	17500	17054	16621	19726	18978
Ikke kerne driftsaktiver					
Pensionsaktiver	121	135	126	58	65
Kapitalandele i Joint ventures	12	12	11	36	69
Ikke kerne driftsaktiver i alt (4)	79	87	89	94	134
Netto driftsaktiver (5) = (3)+(4)	17579	17141	16710	19820	19112
Netto finansielle forpligtelser					
Gæld til realkreditinstitutter	190	175	155	30	515
Kreditinstitutter i øvrigt	5279	6104	4805	3661	1982
Finansielle leasingforpligtelser	41	37	33	33	29
Anden gæld	134	82	54	29	454
Gæld til realkreditinstitutter	16	17	18	6	7
Kreditinstitutter i øvrigt	8138	6243	4860	1855	1718
Finansielle leasingforpligtelser	4	4	4	2	2
Leverandørgæld	1252	1396	1336	638	834
Selskabsskat	272	270	346	242	209
Anden gæld	1897	1888	1721	1395	1435
Netto finansielle forpligtelser i alt - (NFF) - (6)	10234	9636	8699	7891	7185
EK (7)	7346	7506	8011	11929	11927
Netto finansielle aktiver					
Andre kapitalandele og værdipapirer	162	127	45	21	17
Likvide beholdninger	202	190	220	190	561
Netto finansielle aktiver i alt - (NFA) - (8)	216	188	173	211	578
Egenkapital tilhørende moderselskabets aktionærer	7562	7694	8184	12140	12505
Minoritetsinteresser	318	305	283	6	7
Egenkapital i alt	7244	7389	7901	12134	12498

Bilag 11 – Den officielle balance

Aktiver	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Langfristede aktiver					
<i>Immaterielle aktiver(12)</i>					
Goodwill	10689	10399	8110	7538	6996
Øvrige immaterielle aktiver	1276	1213	1267	906	834
I alt	11965	11612	9377	8444	7830
Materielle aktiver					
Grunde og bygninger	2990	2986	2601	1930	2048
Produktionsanlæg og maskiner	4728	4744	4361	2507	2593
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	400	359	339	290	266
Forudbetalinger og anlæg under udførelse	565	604	721	629	476
I alt	8683	8693	8022	5356	5383
Finansielle aktiver					
Kapitalandele i Joint ventures	12	12	11	36	69
Andre kapitalandele og værdipapirer	162	127	45	21	17
Pensionsaktiver	121	135	126	58	65
Udskudte skatteaktiver	242	199	158	246	133
Andre tilgodehavender	554	318	419	551	32
I alt	1091	791	759	912	316
Langfristede aktiver i alt	21739	21096	18158	14712	13529
Kortfristede aktiver					
<i>Varebeholdninger</i>					
Råvarer og hjælpematerialer	1147	1155	838	870	671
Varer under fremstilling	655	588	580	609	580
Færdig- og handelsvarer	3712	3574	4033	1514	1324
Forudbetalinger for varer	49	54	34	5	5
I alt	5563	5371	5485	2998	2580
Tilgodehavender					
Tilgodehavender fra salg	3390	3297	3018	2268	2488
Selskabsskat	149	290	54	195	190
Andre tilgodehavender	913	878	753	249	915
Periodeafgrænsningsposter	97	81	133	140	108
I alt	4549	4546	3958	2852	3701
Likvide beholdninger	411	372	342	320	698
kortfristede aktiver i alt	10523	10289	9785	6170	6979
Andre aktiver for salg				396	0
Aktiver i alt	32262	31385	27943	21278	20508

Passiver	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Egenkapital					
Aktiekapital	978	979	979	954	954
Andre reserver	-372	-885	-1673	-1510	-1336
Overført resultat	11802	12550	12953	12690	12880
Egenkapital tilhørende moderselskabets aktionærer	12408	12644	12259	12134	12498
Minoritetsinteresser	318	305	283	6	7
Egenkapital i alt	12726	12949	12542	12140	12505
Langfristede forpligtelser					
Gæld til realkreditinstitutter	190	175	155	30	515
Kreditinstitutter i øvrigt	5279	6104	4805	3661	1982
Finansielle leasingforpligtelser	41	37	33	33	29
Anden gæld	134	82	54	29	454
Pensionsforpligtelser	448	442	370	131	172
Udskudte skatteforpligtelser	1278	1302	1262	819	479
Andre hensatte forpligtelser	376	314	134	141	131
I alt	7746	8456	6813	4844	3762
Kortfristede forpligtelser					
Gæld til realkreditinstitutter	16	17	18	6	7
Kreditinstitutter i øvrigt	8138	6243	4860	1855	1718
Finansielle leasingforpligtelser	4	4	4	2	2
Leverandørgæld	1252	1396	1336	638	834
Selskabsskat	272	270	346	242	209
Anden gæld	1897	1888	1721	1395	1435
Periodeafgrænsningsposter	85	42	86	5	4
Andre hensatte forpligtelser	126	120	217	151	32
I alt	11790	9980	8588	4294	4241
Finansielle forpligtelser i alt	19536	18436	15401	9138	8003
Passiver i alt	32262	31385	27943	21278	20508

Bilag 12 – Usædvanlige poster

I Daniscos tilfælde dækker de udsædvanlige poster sig om:

2009/2010

- Nedskrivning af goodwill for kr. 700 mio. i Sweeteners
- Den resterende del har været i forbindelse med omstrukturingsomkostninger

2008/2009

- Nedskrivninger og omstrukturingsomkostninger i divisionen Sweeteners for 575 mio.
- Konsolidering af produktfaciliteter i Genencor for 107 mio.

- Diverse omstrukturingsomkostninger

2007/2008

- Indtægter på salg af sukkerdivisionens sukkerkvoter (ca. 183 mio.)
- Nedskrivning af goodwill i Sukker, ca. 600 mio.
- Diverse omstrukturingsomkostninger

2006/2007

- Nedskrivning af sukker for 56 mio. kr.
- Omstrukturingsomkostninger i ingrediensforretningerne

2005/2006

- Nedskrivninger i Sukkerdivisionen for 506 mio. kr.
- Omkostninger i forbindelse med etableringen af divisionen Genencor

Bilag 13 - Credit rating af Danisco A/S

Skemaet er udarbejdet på baggrund af Standard And Poor's ratings⁹⁶.

Skema fra Standard And Poors	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Danisco
1) Driftsresultat (før afskrivninger)/indtægter (%)	22,2	26,5	19,8	17,2	17,0	16,2	10,5	17,81 %
2) Afkast på investeret kapital (ROIC) (%)	27	28,4	21,8	15,2	12,4	8,7	2,7	19,31 %
3) EBIT	26,2	16,4	11,2	5,8	3,4	1,4	0,4	16,20 %
4) EBITDA-margin	32	19,5	13,5	7,8	4,8	2,3	1,1	12,73 %
5) FFO/debt (%)	155,5	79,2	54,5	35,5	25,7	11,5	2,5	29,76 %
6) Free oper. Cash flow/ debt (%)	129,9	40,6	31,2	16,1	7,1	2,2	-3,6	58,23 %
7) Debt/EBITDA	0,4	0,9	1,5	2,2	3,1	5,5	8,6	1,23
8) Debt/ debt plus equity (%)	12,3	35,2	36,8	44,5	52,5	73,2	98,9	19,38 %

Tallene fra Danisco er taget direkte fra Daniscos årsrapport 2009/2010

Skema over det selskabsspecifikke risikotillæg - Fra bogen: The Dark side of valuation (2nd edition)							
Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Risikotillæg	0,75 %	1,25 %	1,50 %	2,50 %	3,65 %	5,65 %	7,50 %

⁹⁶ <http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect> - Credit Stats fra Standard And Poor's

$$1) \frac{\text{Driftsres.før afskrivninger}}{\text{nettoomsætning}} = \frac{2.441}{13.706} = 17,81 \%$$

$$2) \text{Return on Capital (\%)} = \frac{\text{EBIT før aktiebaseret aflønning} * 100}{\text{Gns.NDA}} = \frac{1.745}{9.038} * 100 = 19,31 \%$$

3) EBIT, er baseret på den seneste EBIT-margin I Danisco regnskab (2009/2010) = 16,2 %

4) EBITDA = Operationelt resultat før afskrivninger, amortiseringer og særlige poster = 12,73 %

$$\text{EBITDA - margin} = \frac{\text{EBITDA} * 100}{\text{Nettoomsætning}} = 12,73 \%$$

$$5) \frac{\text{Oper.res}}{\text{gæld}} = \frac{895}{3.007} = 29,76 \%$$

$$6) \frac{\text{Frit cash flow}}{\text{gæld}} = \frac{1.751}{3.007} = 58,23 \%$$

$$7) \frac{\text{Gæld}}{\text{EBITDA}} = \frac{3.007}{2.441} = 1,23$$

$$8) \frac{\text{Gæld}}{(\text{Gæld} + \text{egenkapital})} = \frac{3.007}{(3.007 + 12.505)} = 19,38 \%$$

Bilag 14 – budgetforudsætninger

Forudsætninger	Regnskabsperiode		Budgetperiode										Terminalperiode
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Lånerente, r	0,84%	2,13%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
WACC	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%	5,11%
Tid, t			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tilbagediskonteringsfaktor			0,95	0,91	0,86	0,82	0,78	0,74	0,71	0,67	0,64	0,61	0,58
g - vækst i terminalperioden		3,50%											3,50%
AOH	0,71	0,70	0,750	0,800	0,850	0,900	0,950	1,000	1,050	1,100	1,150	1,200	1,200
Skat		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Bilag 15 – BETA

VÆRDIANSÆTTELSE NØGLETAL

	Selskabet	Industri	Sektor	S & P 500
P / E Ratio (TTM)	24.32	24.13	26.48	17.17
P / E Høj - Sidst 5 år.	52.92	6,603.05	1,653.04	96.33
P / E Low - Sidst 5 år.	23.63	17.99	16.18	12.50
Beta	0.94	0.51	0.51	1.28

Bilag 16 – Oversigt

16.1 - Oversigt – Figurer, skemaer og grafer

16.1.1 - Figurer

Figur 3.1 – Struktur over opgaven – Egen tilvirkning

Figur 4.1 – De forskellige divisioner – fra www.danisco.com

Figur 6.1 – Struktur over den strategiske analyse – Egen tilvirkning

Figur 6.2 – PEST-model – Udarbejdet ud fra bogen regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse

Figur 6.3 – Porters 5 forces - Udarbejdet ud fra bogen regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse

Figur 6.4 – Boston matricen – egen tilvirkning - Udarbejdet ud fra bogen regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse

Figur 8.1 – Dupont pyramiden – egen tilvirkning - Udarbejdet ud fra bogen regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse

Figur 8.2 – struktur over permanent nettooverskud – Egen tilvirkning

Figur 8.3 – Permanent ROE – Egen tilvirkning

Figur 9.1 – Struktur over budgettering – egen tilvirkning

16.1.2 - Skemaer

Skema 4.1 – Daniscos ejerskab – fra www.danisco.com

Skema 6.1 – Daniscos konkurrenter – fra www.danisco.com

Skema 6.2 – Antal medarbejdere – egen tilvirkning med inspiration fra www.danisco.com

Skema 7.1 – reformuleret egenkapitalopgørelse - Egen tilvirkning

Skema 7.2 – reformuleret resultatopgørelse – egen tilvirkning

Skema 7.3 – Reformuleret balance – Egen tilvirkning

Skema 8.1 - over ROIC, egen tilvirkning.

Skema 8.2 – Skema over OG – egen tilvirkning

Skema 8.3 – Skema over OG (efter skat) – Egen tilvirkning

Skema 8.4 – over AOH – egen tilvirkning

Skema 8.5 – FGEAR & SPREAD – Egen tilvirkning

Skema 8.6 – ROE & ROE før MIN – Egen tilvirkning

Skema 8.7 – Trend-analyse – Egen tilvirkning

Skema 8.8 – Core DO – Egen tilvirkning

Skema 8.9 – Permanent ROIC – Egen tilvirkning

Skema 8.10 – Permanent OG – Egen tilvirkning

Skema 8.11 – Core låneomkostninger – Egen tilvirkning

Skema 8.12 – Driftsmæssig risiko – Egen tilvirkning

Skema 8.13 – FGEAR – Egen tilvirkning

Skema 9.1 – Credit rating – Egen tilvirkning

Skema 9.2 – Selskabsspecifikke risikotillæg – Egen tilvirkning

Skema 9.3 – Forkortelser til r_e – Egen tilvirkning

Skema 9.4 -kapitalstruktur: egen tilvirkning (baseret på egne data)

Skema 9.5 – Kapitalstruktur ved opkøb – Egen tilvirkning

Skema 9.6 – Den endelige budgettering - Egen tilvirkning

Skema 10.1 – elementer i værdiansættelsen – Egen tilvirkning

Skema 10.2 – Værdiansættelsen – Egen tilvirkning

Skema 11.1 – Værdier for følsomhedsanalysen – Egen tilvirkning

Skema 11.2 – Følsomhedsanalyse – Egen tilvirkning

Skema 11.3 – WACC og AOH – Egen tilvirkning

16.1.3 - Grafer

Graf 6.1 – graf over USD – hentet fra www.dst.dk

Graf 6.2 – graf over diskontoen – hentet fra www.dst.dk

Graf 6.3 – graf over befolkningen – hentet fra www.prb.org

Graf 9.1 – 10-årige statsobligation – hentet fra www.dst.dk