

Strategisk værdiansættelse af Flügger A/S



Afgangprojekt

HD Regnskab og økonomistyring

Institut for Regnskab og Revision

Udarbejdet af:

Mark Gantzhorn

Vejleder:

Thomas Kaas Selsø

Afleveringsdato:

7. december 2011

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	3
1.1 Problemformulering	5
1.2 Afgrænsning	6
1.3 Disposition	7
1.4 Metode og modelvalg	9
1.5 Empiri	11
2. Præsentation af Flügger	13
2.1 Udvikling i aktiekursen	15
2.2 Virksomhedens produkter	16
2.3 Vision og mission	17
2.4 Aktionærforhold	18
2.5 Virksomhedens ledelse og bestyrelse	18
2.5.1 Bestyrelsen	19
2.6 Konkurrenterne	19
2.6.1 Konkurrencen i Danmark	20
2.6.2 Konkurrencen i Sverige	21
2.6.3 Konkurrencen i Norge	22
2.7 Markedsudvikling	23
3. Strategisk analyse	25
3.1 Ekstern analyse	25
3.1.1 PEST-analyse	25
3.1.2 Porters Five Forces	30
3.2 Intern analyse	34
3.2.1 Porters værdikædeanalyse	35
3.2.2 Ansoff's vækststrategier	39
3.2.3 Bostonmatricen	40
3.3 Sammenfatning af strategisk analyse - SWOT	43
4. Regnskabsanalyse	45
4.1 Gennemgang af årsrapporter	45
4.1.1 Revisionspåtegninger	45
4.1.2 Anvendt regnskabspraksis	46
4.2 Reformulering	46
4.2.1 Reformulering af Resultatopgørelsen	46
4.2.2 Reformulering af Egenkapitalopgørelsen	47
4.2.3 Reformulering af balancen	47
4.3 Rentabilitetsanalyse	48
4.4 Vækstanalyse	52
4.4.1 Risikofrie rente	53
4.4.2 Risikopræmien	53
4.4.3 Beta-værdien	54
4.4.4 Ejernes afkastkrav	55
4.4.5 Estimering af residualoverskuddet	56
4.5 Delkonklusion	56
5. Budgettering	58
5.1 Budgettering af Flügger A/S	58
5.1.1 Budgettering af omsætningen	58
5.1.2 Budgettering af netto driftsaktiver	59

5.1.3	Budgettering af netto finansielle aktiver	60
5.1.4	Budgettering af overskudsgrad samt driftsoverskud fra salg u. skat	61
5.1.5	Budgettering af driftsoverskud fra salg m. skat	62
5.1.6	Budgettering af andet driftsoverskud m. skat	62
5.1.7	Budgettering af den finansielle indkomst	63
5.1.8	Opsamling for budgetteringen	64
5.2	Budgettering ud fra at E-butik ej var etableret	64
6.	Værdiansættelse	67
6.1	Gennemgang af værdiansættelses modeller	67
6.2	Værdiansættelse af Flügger A/S	69
6.2.1	Flüggers vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger - WACC	70
6.2.2	Fortsættelse af DCF-modellen og værdiansættelsen af Flügger A/S	71
6.3	Følsomhedsanalyse af Flüggers værdiansættelse	72
6.3.1	Best case scenarie – Værdiansættelse af Flügger	72
6.3.2	Worst case scenarie – Værdiansættelse af Flügger	73
6.4	E-butiks betydningen af Flügger værdi	73
6.5	Opsamling af værdiansættelsen af Flügger	74
7.	Konklusion	77
8.	Perspektivering	80
9.	Litteraturliste	82
10.	Bilag	85

1. Indledning

Flügger A/S (herefter Flügger) blev børsnoteret i 1983¹ på den Københavnske fondsbørs, som i dag har i alt 190² børsnoterede virksomheder. Tidspunktet har sandsynligvis ikke været helt tilfældigt, da man netop i denne periode oplevede en højkonjunktur³. Flügger A/S så fordelene som de mange andre, ved børsnotering. Her kunne de nemlig for det første få en kapitaltilførsel, som afspejler sig i årene efter børsnoteringen, hvor Flügger foretog flere opkøb⁴. I årene 1984-85 opkøbte Flügger Danmarks største tapetfabrik Fiona. På det seneste har Flügger fokuseret på at blive en international virksomhed, med aktiver i Østeuropa og specielt i Kina.

Umiddelbart tyder det på, at børsnoteringen har været en stor succesfaktor for Flügger, i og med, at noteringen har medført en forhøjet kapital, som har været med til at fremme Flüggers ekspansion.

En anden grund til børsnoteringen finder vi på Flügger hjemmeside⁴. Her fremgår det, at en anden primær grund var, at give selskabet et større hjemmemarked samt den opmærksomhed og PR-værdi, som en børsnotering medfører. Dernæst var formålet med noteringen, at de familieaktionærer, som ikke var aktive i selskabet, nu havde mulighed for at reducere deres andel. Andre fordele, som selskabet ser ved fortsat at være børsnoteret er, at det giver et billede af professionalitet og troværdighed, hvilket også gør Flügger til en attraktiv arbejdsplads.

Byggebranchens leverandører, heriblandt byggemarkeder samt farvehandlere, har siden finanskrisens begyndelse i 2008 ligget under den medfølgende byggekrise. Som det fremgår af artiklen⁵ fra Børsen, forudses det, at flere opkøb samt fusioner er på vej blandt leverandørerne til byggebranchen; *"VI er nødsaget til, at der skal ske en form for markedstilpasning, for der er ikke længere den samme volumen som for to-tre år siden"* siger Peter Christensen, adm. Direktør Bygma.

¹ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Fl-u-gger-c-siden-c-1783.aspx>

² <http://www.nasdaqomxnordic.com>

³ Danmarks økonomi siden 1980 – Per Ulstrup Johansen & Mikael Trier, side 71

⁴ <http://www.flugger.com/Investor/Why-c-is-c-Fl-u-gger-c-quoted-c-on-c-the-c-stock-c-exchange.aspx>

⁵ Artikel fra Børsen 19.05.2011 "Byggemarkeder i hårdt udskilningsløb".

Der tegner sig derfor et generelt billede af, at leverandørerne til byggebranchen også er ramt af den finansielle krise, og at der derfor kan rejses spørgsmål om hvorvidt, at der kunne være for mange aktører på markedet. Er dette tilfældet, kunne man nemt forestille sig en række opkøb eller fusioner mellem disse virksomheder.

I maj 2011, offentliggjorde Dyrup A/S⁶ (herefter Dyrup), at de var blevet opkøbt af amerikanske PPG Industries, som er en af verdens førende inde for produktion af maling. Anders Colding Friis, bestyrelsesformand i Dyrup, fortæller om det nuværende marked⁷:

"Samtidig er markedet imidlertid blevet mere udfordrende, og størrelse, konsolidering og stordriftsfordele er blevet afgørende for fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder. Disse tendenser sammenholdt med Dyrups performance gør, at vi har vurderet, at det er det rigtige tidspunkt at sælge på, og lade Dyrup blive del af en global virksomhed. Det vil give styrke til og mulighed for at vokse og udvikle Dyrups brands og markedsposition med helt ny kraft på både eksisterende og nye markeder."

Det samme kunne være gældende for Flügger, og som selskabet skriver på deres hjemmeside, har de selv valgt at fokusere meget på omkostningsbesparelser, bl.a. ved at effektivisere og indføre LEAN over hele koncernen¹. Dette antyder dels, at Flügger på ingen måde kan gå umærket igennem de seneste års finansielle krise, dels, at Flügger kunne være en god investering, når koncernen nu har tilpasset sig den samfundsøkonomiske situation og derfor er attraktiv for eventuelle opkøbere.

Der er allerede tegn på, at byggebranchen oplever en lille fremgang. Tal fra Danmarks statistik viser, at antallet af konkurser er faldet fra juni 2011 med 78 konkurser til 59 i juli 2011⁸. Sammenlignet med 2010 har 2011 "kun" oplevet 443 konkurser i bygge og anlægsbranchen, mod 627 konkurser på samme tidspunkt i 2010.

For en investor gælder det grundlæggende om at sætte pengene i aktiver, hvor man får et afkast. Derfor kan en virksomhed som Flügger, der som nævnt har omkostningsminimeret

⁶ http://dyrup.dk/Presse/Pressemeddelelser/PPG_Industries_Dyrup.aspx

⁷ http://dyrup.dk/Presse/Pressemeddelelser/PPG_Industries_Dyrup.aspx

⁸ Artikel fra Mester Tidende mandag d. 5. september 2011

deres forretning og som er på et marked, der formenligt går mod lysere tider, være en oplagt investering for eventuelle købere.

1.1 Problemformulering

Selv om der så småt er små tegn på fremgang i byggebranchen, har den økonomiske krise stadig sat sine spor, og gør det muligvis stadig et stykke tid endnu. Dette vil kunne medføre en række opkøb blandt farvekæderne, og som det ses med Dyrup, vil dette resultere i en række overvejelser og beregninger på de nuværende malingsvirksomheder. Dette vil i givet fald også være tilfældet for Flügger.

I givet fald, vil der skulle foretages en analyse af Flüggers fremtidige udvikling, hvor interne og eksterne faktorer, som påvirker Flügger, skal klarlægges. Det skal ligeledes overvejes, hvorvidt disse faktorer har indflydelse på Flüggers fremtidige drift, og dermed hvilken påvirkning de vil have på forretningens værdi.

Derfor findes det nærliggende at stille følgende spørgsmål:

”Hvad er værdien af Flügger A/S pr. 31.10.2011? - er værdien af aktien over- eller undervurderet? Hvad har det betydet for selskabets værdi at have etableret en e-handelsbutik?”

Herunder:

- Hvilke eksterne og interne faktorer påvirker Flüggers værdi?
- Hvilke faktorer har påvirket Flüggers finansielle udvikling historisk set?
- Hvilke forventninger er der til Flüggers fremtidige forretning?

At Flügger har valgt at etablere en E-butik kan have en stor indflydelse på deres fremtidige omsætning og dermed værdi, da Flüggers konkurrenter endnu ikke har kastet sig ud i lignende tiltag. Denne etablering er blevet en mere udbredt måde at handle på blandt forbrugerne.

Derfor vil der blive foretaget 2 værdiansættelser, den ene på baggrund af det nuværende scenarie med etableringen af E-butik, og et andet scenarie hvor Flügger var foruden deres E-butik.

1.2 Afgrænsning

Opgaven vil blive besvaret ud fra de i vejledningen opstillede krav⁹. Til besvarelse af de i problemformuleringens stillede spørgsmål, vil der blive anvendt offentligt tilgængeligt materiale, samt materiale indhentet i forbindelse med et interview. Opgaven vil være baseret på Flüggers værdi pr. 31.10.2011. Informationer efter denne dato vil ikke inddrages.

Der vil hovedsagligt blive lagt vægt på det skandinaviske marked, da det består af 92 % af det samlede salg. I forbindelse med den strategiske analyse vil andre markeder, som Flügger forsøger at komme ind på, blive inddraget, det gælder bl.a. Østeuropa og Kina.

I forbindelse med de strategiske analyser af Flüggers fremtidige forretningsområde, vil opgaven ikke komme ind på specifikke malingprodukter, da dette er af anden fagteknisk relevans. I opgaven vil der herved udelukkende blive fokuseret på Flüggers markeder samt koncept.

Opgaven besvares ud fra en ekstern konsulents synspunkt, hvor der igennem strategiske og regnskabsmæssige analyse, vil blive udarbejdet et budget, som skal ligge til grund for den endelige værdiansættelse. Ud fra dette budget kan det vurderes, om Flüggers aktie er over- eller undervurderet. Disse oplysninger har relevans for en eventuel opkøber, da en investor er interesseret i at opnå et afkast og derfor ikke vil købe for dyrt.

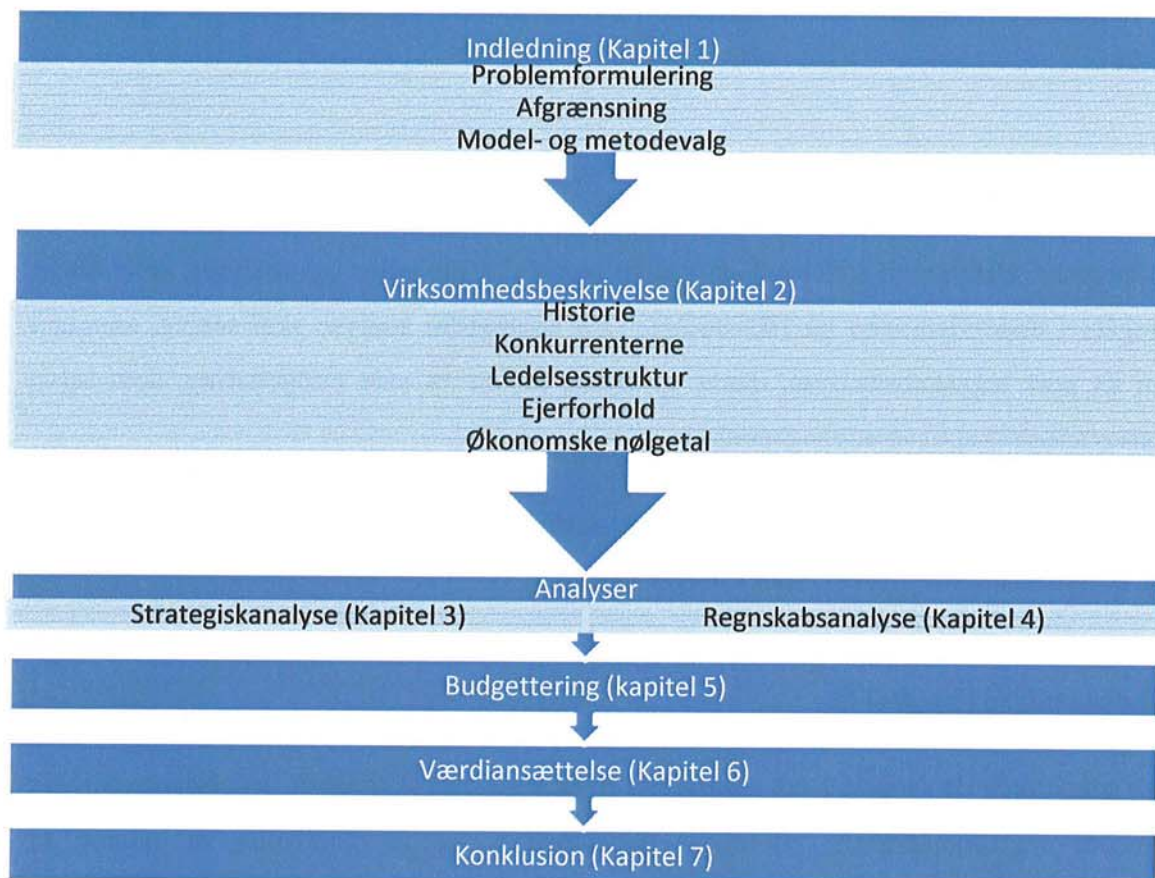
Branchen vil være afgrænset til farvehandlere. Dog vil andre aktører som er leverandører til byggebranchen blive nævnt, da de ligesom Flügger også vil være påvirket af den situation, som er til stede i byggebranchen.

Tidshorisonten er sat til 5 år frem og tilbage i tiden. Dette er gjort ud fra den betragtning, at for 5 år siden var finanskrisen ikke begyndt, og da det søges at give et retvisende billede af Flüggers virksomhed, er det nødvendigt at se på virksomhedens drift og indtjening både før og under finanskrisen.

⁹ Vejledning 2012 – Afgangsprojekt – Institut for Regnskab og Revision HD R

1.3 Disposition

Opbygningen af opgaven ser ud som følgende:



Indledning (Kapitel 1)

Kapitlet har til formål at informere læser om opgavens hensigt og omfang, i form af hvilken teori samt modeller, der vil blive anvendt. Kapitlet er med til at informere læser om en række forhold som er til stede i markedet, og som dermed påvirker og har indflydelse på Flüggers forretning. Hvilket der kan ligge til grund for at der netop nu, kan være interesserede opkøbere, hvilket ligger til grund for den beskrevet problemformulering.

Virksomhedsbeskrivelse (Kapitel 2)

I virksomhedsbeskrivelsen beskrives Flüggers historie. Flügger har gennem årene udvidet deres forretning både i Danmark, Skandinavien, Europa og uden for Europa. Derudover vil kapitlet beskrive Flüggers nuværende aktivitet i virksomheden, samt vise deres

markedsandele i de lande, som de nu er aktører i. Der vil i dette kapital blive fokuseret på hvilke konkurrenter Flügger har på deres 3 største markeder, Danmark, Sverige og Norge.

Andre områder af Flügger, såsom aktionærforhold, ledelse og bestyrelse, vil også blive beskrevet.

Strategisk analyse (Kapitel 3)

Den strategiske analyse vil indebære en række teoretiske modeller og analyser, som før er gennemgået i undervisningen på HD-studiet. Den strategiske analyse skal senere, sammen med en ex post regnskabsanalyse, danne grundlag for en ex ante budgettering, som selve værdiansættelsen skal have udgangspunkt i.

Den strategiske analyse vil blive foretaget på et makroniveau samt for selve virksomheden i form af fx hvilke interne styrker, som Flügger besidder.

Regnskabsanalyse (Kapitel 4)

Kapitlet gennemgår de seneste 5 års regnskaber hvor revisionspåtegninger, ledelsesberetninger og anvendt regnskabspraksis vil blive gennemgået, for at kontrollere at tallene er sammenlignelige, så de efterfølgende kan reformuleres og anvendes som grundlag i regnskabsanalysen.

Reformuleringen har til formål at adskille driftsaktivitet fra den finansielle aktivitet, så der efterfølgende kan analyseres på den aktivitet, som har med Flüggers drift at gøre.

Regnskabsanalysens hovedformål er at give et billede af virksomhedens fremtidige økonomi, ved hjælp af de historiske finansielle data. Her tages der igen udgangspunkt i Flüggers årsrapporter for de sidste 5 år. I afsnittet vil der efter reformulering af regnskabsdata, blive foretaget rentabilitetsanalyse samt en vækstanalyse. Disse analyser skal give et billede af, hvordan selskabet klarer sig nu, og dermed hvorledes det kan forventes, at Flüggers fremadrettet niveau kan være.

Budgettering (Kapitel 5)

I kapitlet vil resultaterne af regnskabsanalysen, samt konklusionerne fra strategianalysen, tilsammen ligge til grund for budgetteringen af Flüggers regnskabstal for den afgrænsede periode på 5 år. Der vil blive budgetteret på de faktorer, som vil indgå i den efterfølgende værdiansættelse. Der vil ikke blive budgetteret på enkelposter, da dette vil være for omfangsrigt.

Der vil til sidst i kapitlet blive budgetteret ud fra det scenarie, at Flügger ikke havde etableret deres E-butik. Udgangspunktet for dette, er oplysninger fra interviewet med den ansvarlige for Flüggers E-butik, Kasper Søvsø.

Værdiansættelse (Kapitel 6)

Afslutningsvis gennemgås de forskellige værdiansættelsesmodeller som kan anvendes til at finde værdien af en virksomhed. Her vil der teoretisk blive beskrevet og diskuteret de forskellige værdiansættelsesmodeller, som egner sig bedst til at værdiansætte Flügger. Den valgte model vil derefter estimere en værdi for Flügger pr. 31.10.2011, som der efterfølgende vil indgå i overvejelserne om hvorvidt Flüggers aktie er over- eller undervurderet.

Dertil vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, som sætter to scenarier op. Et "best case" og et "worst case", for at se hvilket niveau, at man kan forvente Flüggers aktie at indfinde sig på.

Til sidst vil der blive foretaget en ekstra værdiansættelse, som bygger på det scenarie, at Flügger ikke havde etableret deres E-butik. Dette gøres for at klarlægge, hvilken indflydelse det har haft på deres forretning og dermed deres værdi.

1.4 Metode og modelvalg

Materialet indsamlet til besvarelsen af problemformuleringen, består af offentligt tilgængeligt materiale, heriblandt årsrapporter fra 2006/07 til og med 2010/11, samt et der foretaget interview. Derudover består informationerne fra sekundært data, såsom artikler fra nettet og aviser, hvilke vil blive specificeret i kildelisten.

For hver anvendt model vil der foruden blive talt for og imod anvendelse, samt diskuteret alternativer. De anvendte modeller vil blive anvendt ud fra den betragtning, at de er de mest fyldestgørende i forbindelse med besvarelsen af den ovenfor nævnte problemformulering.

PEST benyttes for at belyse hvilke faktorer, som påvirker industrien på makroniveau og dermed Flügger. En anden model kunne være Porters Diamond, som bruges til analysere af hvorledes de forskellige faktorer i et land kan påvirke en given virksomhed. Udgangspunktet for analysen er imidlertid PEST, da denne analysemodel bedre belyser de forskellige omverdensfaktorer, der kan påvirke den nævnte industrien. PEST bruges hermed i opgaven til at skabe overblik over hvilke faktorer, som påvirker industrien og dermed kan være med til at styre den. Udover at PEST skaber et overblik, bruges den også til at fastlægge hvorvidt Flüggers strategier matcher de faktorer, som påvirker dem.

Porters Five Forces er ideel til at beskrive hvorvidt en industri er attraktiv eller ej. Den analyserer den givne industri, på en sådan måde, at man ikke alene danner sig et overblik over hvorvidt industrien er attraktiv, men også hvilken forhandlingsstyrke de forskellige interessegrupper har, såsom kundernes. Dette skal senere holdes op imod Flüggers strategier.

Porters Værdikædeanalyse skal klarlægge Flüggers ressourcer og kompetencer. Metoden anvendes til at analysere på virksomhedens interne forhold, om hvorvidt disse er en fordel eller trussel set fremadrettet. Derudover er hovedformålet med værdikædeanalysen at skabe et billede af hvilken del af Flügger, som er den værdiskabende del. Det vil sige den del af organisationen, som Flügger fremadrettet skal fokusere på, for at være konkurrencedygtig.

Bostonmatrixen bruges til analyse af Flüggers forretningsområder. Modellen anvendes typisk til at se på enkelte produkter. I dette tilfælde vurderes det at give en bedre mening, at der ses på de markeder, som Flügger agerer på. En decideret produktgennemgang ville ikke være givende, da produktudviklingen for malerindustrien er meget teknisk. Derfor kigges der her specielt på miljømæssige og andre teknologiske tiltag og hertil hvilke markedet Flügger har en fremtid inden for.

Til sidst samles der op i en **SWOT**-analyse, der ud fra de forrige modeller og analyser skal give et billede af de styrker, svagheder, muligheder samt trusler som Flügger har. Hermed

klarlægges hvilke faktorer, som vil have indflydelse på driften, set i forhold til budgetteringen i kapitel 5.

Den strategiske analyse vil primært blive udarbejdet på grundlag af sekundært data, heriblandt artikler, samt primær data i form af et semistruktureret interview med den ansvarlige for Flügger E-butik. De anvendte modeller er nævnt foroven under afsnit 1.3. Den valgte teori vil forekomme ved anvendelse af fagbøger anvendt på HD studiet, specielt de strategisk orienterede fag.

I regnskabsanalysen vil den anvendte teori, nøgletalsberegning samt reformulering tilsvarende være af fagbøger anvendt på HD studiet. Det samme gælder for baggrunden af budgetteringen.

Værdiansættelsen er baseret på de i budgettet opstillede tal. Modeller til værdiansættelse vil blive gennemgået, her bliver der taget udgangspunkt i de absolutte modeller, både de direkte og indirekte, hvor der til sidst anvendes den model, som bedst vil bestemme Flüggers værdi, ud fra de forudsætninger der nu er givet.

1.5 Empiri

Den empiriske data består som nævnt af årsrapporter fra 2006 til og med 2010, samt hjemmesider og artikler vedrørende Flüggers strategier og diverse regnskabstal. Størstedelen af den indsamlede data er fra Flügger selv, hvilket forudsætter, at man har en vis kritisk indstilling til de indhentede oplysninger. Fokus vil i denne forbindelse være rettet mod de rene fakta i forbindelse med data hentet fra Flügger selv.

Derudover er der foretaget et semi-struktureret¹⁰ interview¹¹ med Kasper Søvsø, som har ansvaret for E-butikken hos Flügger. Ulempen ved et semistruktureret interview kan være, at man holder sig til et bestemt fokusområde, hvilket bevirker, at man risikerer at miste andet

¹⁰ Business research methods – Alan Bryman, Emma Bell, side 474

¹¹ Bilag 1 - Interview

værdibringende data, som man ellers kunne opnå ved et ustruktureret interview. Validiteten i interviewet er af en mindre grad, da det er interviewedes udsagn, som bliver fortolket¹².

Hvorvidt Flüggers E-butik vil have indflydelse på Flügger fremtidig indtjening og dermed deres værdi, er et af opgavens hovedspørgsmål. Til denne problemstilling er der gennem ovennævnte interview indhentet oplysninger, som giver et billede af den chross-channel effekt, butikken har haft ved etableringen. Med en lidt kritisk tilgang vurderes disse tal til at være overvurderet, dog vil der foretages et estimat af den meromsætning som er oplyst, og derved en værdiansættelse ud fra, at Flüggers E-butik ej var etableret. Resultatet af dette vil kun være et estimat, og kan hovedsagligt bruges til at bestemme hvorledes, det har haft indflydelse på Flüggers værdi.

¹² Business research methods – Alan Bryman, Emma Bell, side 41

2. Præsentation af Flügger

I dette kapitel præsenteres Flügger. Begrundelsen herfor er, at det kræver et større kendskab til virksomhedens historie for at gennemføre den senere analyse.

Flügger blev grundlagt i 1783 i Hamburg af Johan Daniel Flügger¹³, og den første filial i Danmark blev først etableret i 1890 i centrum af København. Efter anden verdenskrig beslaglagde den danske stat alle tyske ejendomme, heriblandt J.D. Flüggers filial, som derefter blev opkøbt af Mich Schnack.

Senere i 1958 flyttede virksomheden til en ny fabrik med administration i Rødovre, hvor de fik mulighed for en voksende produktion. Efter nogle år var grunden i Rødovre fuldt ud udnyttet, og man købte derfor en stor grund i Kolding, hvor man byggede en ny fabrik. Det var ligeledes i denne periode, 1970'erne, at Flügger blev omdannet til et aktieselskab, samtidig med at selskabet fik ny direktør, næste generation af familien Schnack, Ulf Schnack.

Det var også i 1970'erne, at Danmark blev ramt af oliekrisen. Dette medførte, at Flügger begyndte at fokusere deres salg til private ved åbning af malerkæden, som vi kender den i dag. I slutningen af 1970'erne opstod der brand i deres ellers nyopførte fabrik i Kolding, og man byggede derefter en ny, som endnu i dag regnes for et af branchens mest moderne, til fremstilling af miljøvenlige malevarer.

I 1983 blev Flügger endelig børsnoteret på den københavnske fondsbørs, i dag kaldet Nasdaq OMX Copenhagen. Introkursen var dengang 875, svarende til kurs 52, i nutidens 20 kr. aktier¹⁴. Med den ekstra kapital som børsnoteringen medførte, et provenuet på ca. 43 mio. kr., havde Flügger god mulighed for at foretage ekspansion, hvilket de også benyttede sig af. I løbet af 1984-85 opkøbte Flügger Fiona, Danmarks største tapetfabrik, samt Dansk Smergelfabrik, Danmark eneste producent af slibeartikler. Begge virksomheder blev senere fusioneret med Flügger A/S. Flügger foretog også opkøb i Sverige. Her købte de malerrullefabrikken Stiwex AB og Forsberg børstefabrik.

¹³ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Fl-u-gger-c-siden-c-1783.aspx>

¹⁴ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Fl-u-gger-c-siden-c-1783.aspx>

Efter nogle års pause med opkøb, foretog Flügger i 1993 og 1994 opkøb af Sveriges tredjestørste farvefabrik, HP Färg & Kemi AB, som efterfølgende har skiftet navn til Flügger AB.

Flügger er ikke færdig med at investere i Sverige. I 1995-1998 etablerede de et nyt centrallager i Göteborg til betjening af det svenske og norske marked. I samme årrække erhvervede Flügger sig en nordjysk grossist, et mindre antal farvehandlere i Norge samt Adekema AB, som producerer rengøringsmidler i Sverige. Frem til 2004 koncentrerede Flügger sig om at gøre koncernen velstruktureret med ensartede koncepter for produktion, distribution, markedsføring og administration. Formålet hermed var at gøre koncernen mere lønsom og velkonsolideret. I 2004 købte Flügger det Islandske HarpaSjöfn¹⁵, som var Islands største producent, distributør og forhandler af bygningsmaling og træbeskyttelse. Dette gjorde Flügger til markedsleder i den Nord Atlantiske region, hvilket var i tråd med deres nordiske vækststrategi.

Vækststrategien har som formål at få Flügger til at være en international virksomhed, ved at fokusere på 6 områder, nemlig *"dygtige medarbejdere, konsolidering i Norden, Polen som akse for udvidelsen i Østeuropa, styrket indsats i Kina, effektivisering og LEAN i hele koncernen samt forberedelse af organisationen til at sælge mere designtapet"*. Denne strategi skal få Flügger igennem den økonomiske afmatning uden forringelse på deres konkurrenceevne.

I dag har Flügger åbnet en E-butik med salg og levering i Danmark og Sverige. Flügger har desuden etableret butikskæde i Tjekkiet, og har nu 1.444 medarbejdere og en omsætning på 1.447 mio. dkk¹⁶.

¹⁵ <http://www.flugger.com/Pressroom/News/Arkiv-c-2004/HarpaSjofn/~media/0A78DC762A8B4D759E4D94308FA76320.ashx>

¹⁶ Årsrapporten 2009/10

2.1 Udvikling i aktiekursen

Figur ¹⁷

Flügger kursen pr. 30. april for 20 kr. aktier
siden børsintroduktionen i efteråret 1983



Som det kan ses i overstående graf, har Flügger aktien steget jævnt siden børsnoteringen i 1983. Aktien har haft sine udsving gennem tiden, fra sin introduktionskurs på 52 kr. (korrigeret for aktuel aktiestørrelse), til omkring 300 kr. i 1990'erne og ned til 150 kr. i starten af år 2000. Årene efter oplevede aktien en stor stigning, med klimaks på kurs knap 800 kr. i 2006. I deres pressemeddelelse 14. december 2005¹⁸, forklarer Flügger deres store fremgang. Her oplyser de om, at det var et ekstraordinært godt efterår for gør-det-selv-folket, da man havde 407 timers sol, mod normalen på 269 timer. Samme periode havde Flügger en meget omtalt TV-reklame omkring træbeskyttelse, hvilket også var med til at øge den totale omsætning i perioden.

¹⁷ <http://www.flugger.com/Investor/Why-c-is-c-Fl-u-gger-c-quoted-c-on-c-the-c-stock-c-exchange.aspx>

¹⁸ <http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/Arkiv-c-2005/halv-aa-r-c-0506.aspx?pageoffset=0&anchor=anchor{7E8AFE76-A919-4921-989F-4B6D4CA0F0E1}>

Grundet finanskrisen faldt aktiekursen til omkring 200 kr. Som nævnt i pressemeddelelse pr. 26. marts 2009¹⁹ har store kursfald i Norge og Sverige haft stor negativ påvirkning på periodens resultat. Samtidig nævner de, at de omkostningsbesparende tiltag først fik indvirkning i forretningsåret 2009/10.

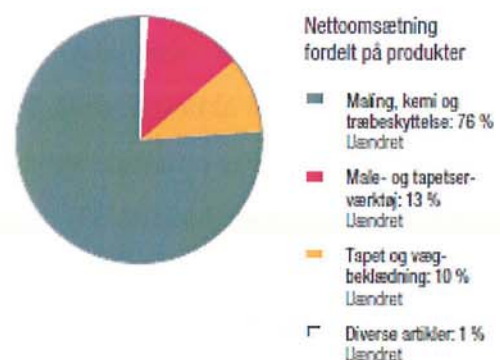
I dag er kursen steget til omkring 400 kr., efter at Flügger er kommet stærkt ud af krisen. Dette er blandt andet sket ved at satse på nethandel samt ved åbning af forretningskæde i Tjekkiet²⁰.

2.2 Virksomhedens produkter

Flüggeres produktlinje består af bygningsmaling, træbeskyttelse, spartelmasse, lim, klæber, vægbeklædning, slibematerialer, pensler, værktøj og rengøringsprodukter²¹. Selskabet producerer selv de væsentligste varer på deres fabrikker placeret både i udlandet og herhjemme i Danmark på fabrikkerne i Kolding og Fåborg. Her produceres der henholdsvis maling, træbeskyttelse og designtapeter. I Sverige har Flügger tre fabrikker, som henholdsvis producerer terpentinbaseret maling, børster, pensler og plasthåndtag til pensler samt emballage. I Polen har selskabet tilsvarende en tapetfabrik, hvilket er en af Europas mest moderne. Denne blev etableret i 2009. Flügger har yderligere for nylig opført en fabrik i Kina, hvor der bliver produceret vandbaseret maling, grunder og klæber.

Flüggeres produktlinje ser ud som følgende:

- Maling, kemi og træbeskyttelse
- Male- og tapetserværktøj
- Tapet og vægbeklædning
- Diverse artikler



Figur²²

¹⁹<http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/Arkiv-c-2009/2009,-e-,03,-e-,26-c-Fl-u-gger-c-nu-c-ogs-aa--c-m-ac-rket-c-af-c-krisen.aspx?pageoffset=0&anchor=anchor{EAAC701B-38A3-45E7-800B-6BB5E28492C9}>

²⁰<http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/Arkiv-c-2010/2010,-e-,03,-e-,25Del-aarsrapport.aspx?pageoffset=0&anchor=anchor{89801B3E-A940-4879-B21C-019B7BDE67F5}>

²¹ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Brand.aspx>

²² Flüggeres Årsrapport 2010/11, side 17

Som det ses i figuren er salg af maling, kemi og træbeskyttelse Flüggers største andel, som udgør hele 76 %. Denne produktgruppe har altid ligget på den størrelsesmæssige andel som det ses nu, hvis der kigges på regnskabet fra 2005/06, ligger andelen af maling, kemi og træbeskyttelse på 75%. Det samme gælder for de andre produktgrupper, som tilsvarende kun svinger med et par procenter.

Flügger startede i 2010 med at udbydere deres produkter over internettet. Her tilbyder de maling samt tapet leveret til døren. I dag omfatter deres E-butik hele Norden, men planen for 2011 er også, at få det indført i Polen²³.

Administrerende direktør for Flügger, Søren Olesen, forudser et stort potentiale angående nethandel af maling og tapet: *"Når man har økonomisk råderum, giver det god mening at udvikle nye forretningsområder i krisetider som nu. Der er ingen tvivl om, at nethandel har potentiale til mere i vores branche"*²⁴

I starten af 2011, vandt Flügger flere priser²⁵, under E-handelsprisen årlige award. Her vandt Flügger prisen i kategorien "Cross-channel" (samspil mellem E-butik og deres fysiske butikker) samt i "Online kundeservice". Noget kunne tyde på, at deres nethandel har været en god succes, der måske også har været med til at påvirke driften.

2.3 Vision og mission

Flüggers E-butik og deres udvidelses i Østeuropa samt i Kina, har en klar overensstemmelse med deres mission som lyder: *"Vi anvender vores faglighed og markedsindsigt til at udvikle, producere, markedsføre og distribuere konkurrencedygtige, funktionelle produkter inden for maling, træbeskyttelse, designtapet og naturligt tilbehør til vores kunder primært i Norden, Polen og Kina."*²⁶

Denne strategi skal bane vejen frem for deres vision, som lyder: *"Flügger Group ønsker at være en lønsom og kompetent udbyder af miljørigtige kvalitetsprodukter på udvalgte markeder."*

²³ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/E--commerce.aspx>

²⁴ http://borsen.dk/nyheder/it/artikel/1/179067/flugger_klar_med_stor_netbutik.html

²⁵ <http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/2011,-e-,05,-e->

13FluggerVinderDobbeltEhandelspris.aspx?pageoffset=0&anchor=anchor{73ADCAC3-9B6E-465E-94BD-50ED7B4E6976}

²⁶ <http://www.flugger.com/Investor/Strategy.aspx>

Både Flüggers mission og vision, ligger fuldstændig i tråd med, hvad virksomheden har foretaget sig de seneste 5 år. Her tænkes særligt på de nyopførte, moderne og miljørigtige fabrikker i fx Polen, samt opstarten af forretningskæden i Tjekkiet.

2.4 Aktionærforhold

Figur ²⁷

Flüggers aktiekapital er opdelt i A og B aktier. Aktierne er begge af 20 kr. Den væsentligste forskel er, at A-aktierne har 10 stemmer pr. aktie mod B-aktierne som har 1 stemme.

Det er kun deres B-aktie som er notere på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

Ejerforhold 30.04.11

Antal	aktier	%	stemmer	%
A-aktier	590.625	19,7	5.906.250	71,9
B-aktier, udestående	2.313.841	77,1	2.313.841	28,1
B-aktier i selskabet	95.534	3,2	0	0,0
I alt	3.000.000	100,0	8.220.091	100,0

5 % aktionærer

CASA A/S, Horsens	300.590	10,0	300.590	3,6
Lisel Jakobsen, Holte	501.225	16,7	501.225	6,1
Ulf Schnack, Holte*	1.317.261	43,9	6.632.886	80,7
I alt	2.119.076	70,6	7.434.701	90,4

Insidere

Bestyrelse	30.101	1,0	30.101	0,3
Direktion	1.325.094	44,2	6.640.719	80,8
Andre insidere	22.018	0,7	22.018	0,3
I alt	1.377.213	45,9	6.692.838	81,4

Ultimo forretningsåret 2010/11 var der registreret 1.594 navnenoterede aktionærer i selskabets aktiebog, svarende til 91,6 % af den samlede aktiekapital²⁸.

Hovedaktionæren er Ulf Schnack, som besidder 590.625 stk. A-aktier og 726.636 B-aktier. Ulf Schnack ejer 100 % af A-aktierne, hvilket giver ham en stemmeandel, der udgør et stort flertal.

2.5 Virksomhedens ledelse og bestyrelse

Ledelsen i Flügger består af Ulf Schnack, som er koncern direktør. Ulf Schnack blev ansat i 1960 og er som nævnt samtidig hovedaktionær med en aktiekapital, som giver ham en stemmeandel på 81 %.

I 2002 ansættes Søren P. Olesen som administrerende direktør.

²⁷ Flügger Årsrapport 2010/11 side 9

²⁸ Flügger Årsrapport 2010/11 side 9

2.5.1 Bestyrelsen

Bestyrelsen består af følgende medlemmer²⁹:

Stine Bosse (Indtrådt 2011)	Formand	Generalforsamlingsvalgt
Morten Boysen	Næstformand	Generalforsamlingsvalgt
Peter Aru*		Generalforsamlingsvalgt
Anja Schnack Jørgensen		Familierepræsentant
Kristian Nellemann (Indtrådt 2011)		Medarbejdervalgt
Tommy Aamand		Medarbejdervalgt

Hvorvidt bestyrelsen skal være bestående af medarbejder- eller generalforsamlingsvalgte medlemmer, bliver beskrevet i selskabets vedtægter³⁰. Her står der blandt andet, at bestyrelsen skal bestå af medarbejdervalgte samt 3-8 generalforsamlingsvalgte, som vælges én gang årligt. I den sidste årrække har bestyrelsen bestået af 2 medarbejdervalgte og 4 generalforsamlingsvalgte. Det tilstræbes at bestyrelsen har 3 medlemmer som er uafhængige af selskabet, hovedaktionæren og væsentlige leverandør- eller kundeinteresser, samt at et medlem repræsenterer hovedaktionæren, som i bestyrelsen nu er Anja Schnack Jørgensen.

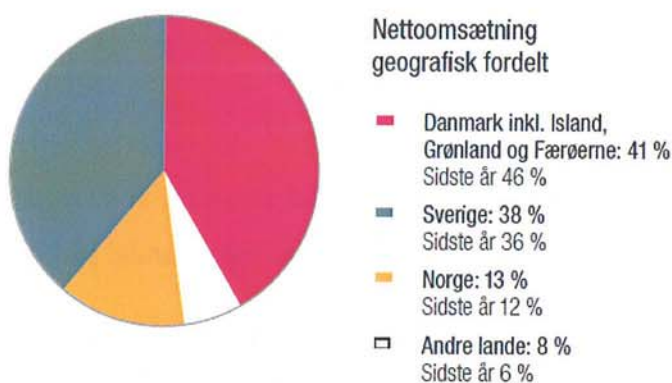
2.6 Konkurrenterne

Flüggers fokus er som nævnt bygningsmaling og træbeskyttelse. I Flüggers årsrapporten til og med 2006/07, nævner de selv deres markedsandel i sammenligning med andre i landene, Danmark, Sverige og Norge.

Figur³¹

Det samme gør de i deres seneste årsrapport fra 2010/11. Da det er Danmark, Sverige og Norge, der er deres væsentligste markeder, vil det også være

i disse lande, at konkurrenterne vil blive beskrevet forneden.



²⁹ <http://www.flugger.com/Investor/Board-c-of-c-the-c-Fl-u-gger-c-Group.aspx>

³⁰ <http://www.flugger.com/Investor/Board-c-of-c-the-c-Fl-u-gger-c-Group.aspx>

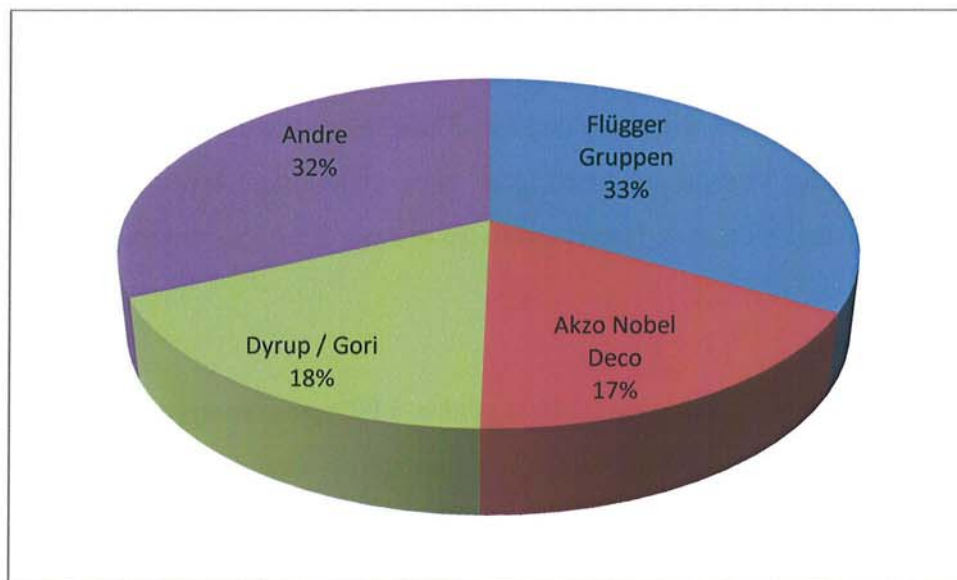
³¹ Flüggers Årsrapport 2010/11 side 17

2.6.1 Konkurrencen i Danmark

Dyrup A/S og Akzo Nobel Deco A/S bliver nævnt i forbindelse med markedsandele i Danmark. Man må derfor formode, at det er disse to, som Flügger førhen har set som værende deres konkurrenter. Senere har Flügger ikke estimeret markedsandele i årsrapporterne, og derfor er de estimeret ved at kigge på deres omsætning de efterfølgende år.

Her er det antaget, at den gruppe som hedder "Andre udbydere" følger samme udvikling som de 3 andre udbydere. Med udgangspunkt i beregningerne foretaget i bilag 2, er følgende markedsandel gældende for år 2010:

Figur³²



Ud fra beregningerne vil det svare til, at Flügger i Danmark har en markedsandel på 33 %, men de to største konkurrenter har en andel på hhv. 17 % for Akzo og 18 % for Dyrup.

Dyrup er som nævnt for nyligt opkøbt af det amerikanske PGG Industries, men er ikke selv børsnoteret som Flügger, hvilket ikke giver dem samme muligheder som Flügger. Dog står Flügger ikke alene med opkøb og udvidelse i Østeuropa. Dyrup har tilsvarende haft fokus

³² Bilag 2 - Markedsforhold

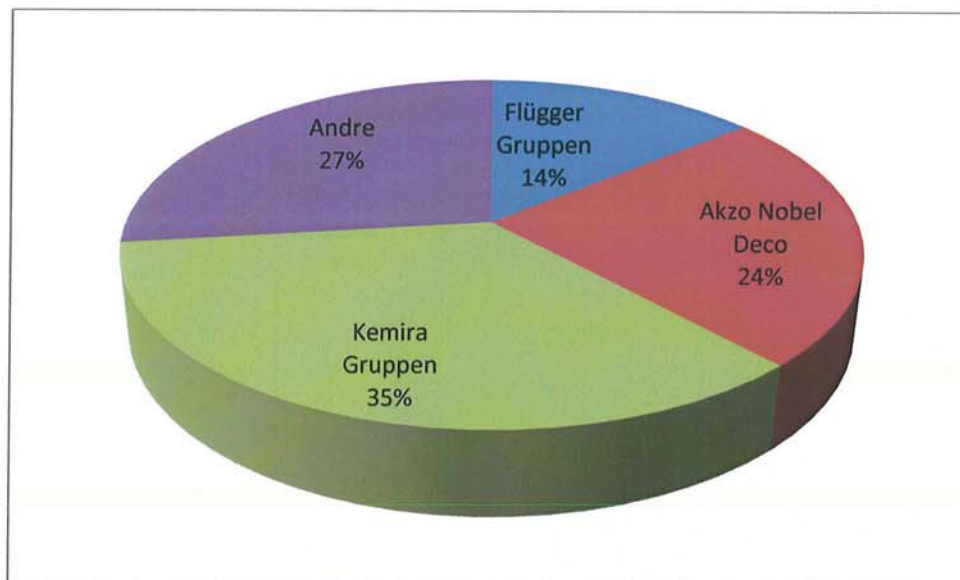
rettet mod Baltikum³³. Som det seneste med opkøb af en Polsk malingsproducent. Dyrups sortiment minder på mange måder om Flügger. Dyrups produkter kan opdeles i tre hovedgrupper³⁴, maling, træbeskyttelse og specialprodukter, såsom spartelmasse, arbejdsredskaber og andre malingsrelaterede produkter. Dyrup havde i 2010 en omsætning på 347,8 mio. DKK mod Flügger 654,1 mio. DKK. Derfor må Dyrup betegnes som værende en mellemstor konkurrent på det danske marked.

Akzo Nobel Deco A/S er en stor global koncern indenfor malerindustrien³⁵. I Danmark kender vi bedst deres mærker som Saldolin og Pinotex. Deres andel i Danmark ligger tæt op af Dyrups med en omsætning på 334,8 mio. DKK. I Danmark er deres produkter primært lak, maling og træbeskyttelse³⁶. Som ejer af Sadolin Farveland, med 47 butikker rundt om i landet, er det tilsvarende en seriøs konkurrent til Flügger. Dog har ingen af de to nævnte konkurrenter oprettet E-butik, hvilket kan have en konkurrencemæssig fordel for Flügger.

2.6.2 Konkurrencen i Sverige

Tilsvarende har Flügger tilbage i 2006/07 årsrapporten, nævnt markedsandele i Sverige, samt deres konkurrenter. Dengang så tallene ud som følgende:

Figur³⁷



³³ <http://dyrup.dk/Presse/Pressemeddelelser/opkoeb%20polen.aspx>

³⁴ <http://www.dyrup.dk/om%20dyrup.aspx>

³⁵ http://www.akzonobel.com/dk/om_os/om_akzonobel/

³⁶ <http://www.akzonobel.com/dk/>

³⁷ Bilag 2 - Markedsforhold

I Sverige har Flügger altså væsentlige større konkurrenter end i Danmark. Men selv om Flügger er en mindre aktør i Sverige, er deres omsætning stort set på niveau med den, de har i Danmark. Som det ses i figuren i afsnit 2.6, har Flügger en nettoomsætning geografisk fordelt på 41 % Danmark og 38 % Sverige, hvilket svarer til 607 mio. DKK. Det Svenske marked har derfor stor betydning for Flüggers økonomi.

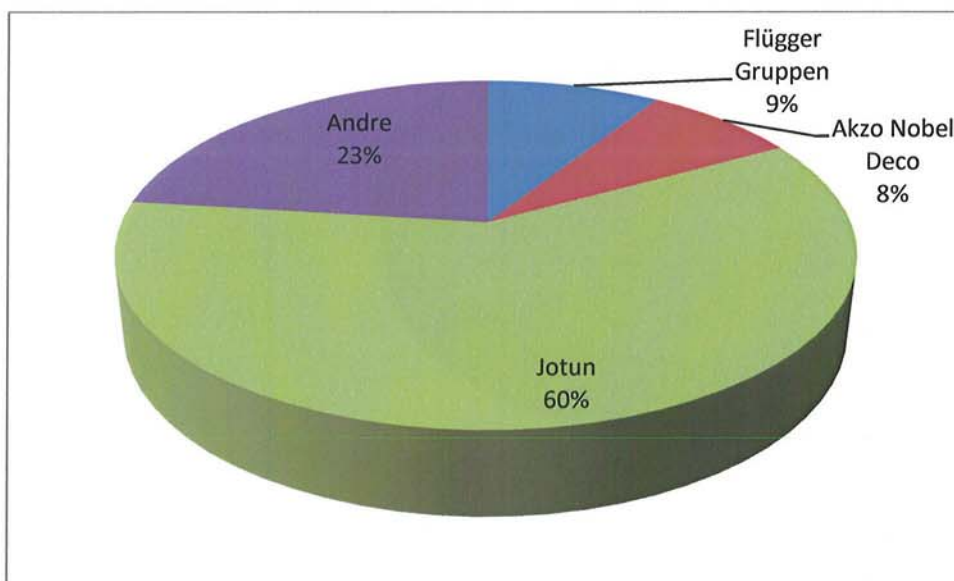
Kemira Gruppen er klart den største aktør i Sverige med en markedsandel i 2007 på 35 %. Kemira Gruppen er en kæmpe koncern indenfor kemikalieindustrien, hvor de blandt andet producere maling under navne som Alcro og Beckers. Begge brands er meget fokuseret på miljøvenlig maling, hvilket ses tydeligt på deres hjemmesider³⁸.

Akzo Nobel Decorative Coatings AB er søsterselskab til det tidligere beskrevne Akzo Nobel Deco A/S. Akzo har samme produktgruppe som Flügger, dog med en større markedsandel i Sverige.

2.6.3 Konkurrencen i Norge

Som nævnt har Flügger også opdelt markedsandele tilbage i 2006/07 årsrapporten på Norge, samt deres konkurrenter.

Figur³⁹



³⁸ <http://www.alcro.se/miljo.aspx> samt <http://www.beckers.se/om-oss/Miljo/>

³⁹ Bilag 2 - Markedsforhold

De største konkurrenter er som vist Jotun og Akzo Nobel. Jotuns markedsandel er på 60 % i 2007. Dernæst kommer Akzo Nobel, med en andel på 8 %, hvilket ligger meget tæt på Flüggers med deres 9 %.

Jotun er Norges ledende producent af maling. Med deres 7.800 ansatte på global plan, er dette en kæmpe aktør⁴⁰.

Jotun ønsker at sikre sig en langsigtet konkurrenceevne og et positivt økonomisk resultat, gennem en ansvarsfuld håndtering af forhold til helbred, miljø og sikkerhed, et koncept de kalder for HSM⁴¹. Programmet indeholder retningslinjer for hvad Jotuns aktiviteter skal bære hen imod, såsom:

- Forebygge arbejdsrelateret sygdomme
- Fremme fysisk og psykisk sundhed
- Beskytte liv og ejendom
- Forebygge forurening

Med deres markedsandel på 60 % er Jotun en kæmpe konkurrent på det Norske marked. Flüggers omsætning i Norge ligger på 203,6 mio DKK, svarende til 13 % af Flüggers omsætning.

Akzo Nobel Deco AS er ligesom søsterselskaberne i Danmark og Sverige meget lig med Flügger. I Norge ser det ud til at konkurrencen er meget jævnbyrdig med lige store markedsandele.

2.7 Markedsudvikling

Der er ingen tvivl om, at Flügger konkurrerer med store aktører både i Sverige og Norge, hvor Flügger har en mindre markedsandel end deres konkurrenter. Men ses der på regnskaberne⁴², er omsætningen i Sverige steget med 16 %, hvoraf valutaen kan tage en ret stor del af skylden. Med lokal valuta, svarer væksten til 4 %. Tilsvarende ses der i Norge, at omsætningen er steget med 14 %, hvor valutakursen også har en indflydelse på stigningen, i

⁴⁰ <http://www.jotun.no/>

⁴¹ <http://www.jotun.no/>

⁴² Flügger Årsrapport 2010/11 side 18 og 19

lokalvaluta svarer det til en stigning på 6 %. I Danmark er omsætningen faktisk steget med 0 % i forhold til sidste år. Dette viser hermed, at det er i udlandet, specielt Sverige og Norge, at Flügger har stor vækst. Det gælder også, når man ser bort fra valutastigningerne.

Udviklingen i Danmark er Søren P. Olesen heller ikke tilfreds med, men håber dog at den tidligere regerings forslag om fradrag ved renovering i private hjem, vil give en effekt på deres omsætning i Danmark⁴³.

Uden for de nordiske lande har Flügger fået rigtig godt fat, specielt i Polen og Kina, ifølge Søren P. Olesen⁴⁴. Flüggers omsætning i "Salg i andre lande" end Danmark, Sverige og Norge, har de oplevet en stigning på 44 %, hvilket svarer til en stigning i lokale valuta på 39 %. Dette er ret pæne tal, selvom deres omsætning på 126 mio. DKK, er lavere end de andre lande.

⁴³ http://story-maker.net/essays/flugger/Aarsregnskab_2010_11.aspx

⁴⁴ http://story-maker.net/essays/flugger/Aarsregnskab_2010_11.aspx

3. Strategisk analyse

Med udgangspunkt i præsentationen af Flügger og deres aktiviteter, vil der nu foretages en strategisk analyse af Flügger. Den strategiske analyse, vil blive delt op i en ekstern og en intern del.

3.1 Ekstern analyse

Flüggers forretning bliver ligesom alle andre virksomheder påvirket i større eller mindre omfang af samfundet. Flügger sælger produkter der henvender sig både til private og erhvervsdrivende. Deres produkter er materiale til byggebranchen hvilke gør, at de er meget præget af, hvordan det går i samfundet. Til makroanalysen af virksomhedens og branchens eksterne miljø, og for at klarlægge hvilke faktorer som påvirker denne, anvendes PEST-analysen⁴⁵.

Analysen giver et godt overblik over de forskellige faktorer fra makro-omverden, som påvirker branchen og dermed Flügger. Analysen kunne godt udvides til en PESTEL analyse, hvor man også ser på de miljømæssige og lovgivningsmæssige faktorer der påvirker branchen. Dette vurderes dog ikke til at være relevant, da det som sådan ikke er miljøet der påvirker branchen, men mere de politiske tiltag, som er til for at gavne eller mindske påvirkningen af miljøet, der kan have indflydelse på branchen. Det samme er gældende for de lovgivningsmæssige faktorer, da disse bliver gennemgået under de politiske faktorer.

3.1.1 PEST-analyse

Politiske faktorer

Under finanskrisen vedtog den tidligere regering et fradrag, som skal fremme renovering i private hjem, et såkaldt "service fradrag"⁴⁶. Det går i alt sin enkelthed ud på at den enkelte borger kan få et fradrag for lønudgifter som der er til service og vedligeholdelse på borgerens bopæl. Dette indebærer alt fra havearbejde, malerarbejde, isoleringsarbejde og sågar børnepasning. Et sådan tiltag kan have stor effekt på en virksomhed som Flügger, da det sandsynligvis vil få flere til at foretage renoveringer, hvilket i de fleste tilfælde kræver produkter fra fx Flügger. Ifølge Søren P. Olesen, administrerende direktør i Flügger, er det

⁴⁵ Understanding Strategic Management – Anthony Henry side 51

⁴⁶ <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1947354>

også noget som de selv regner med vil sætte gang i omsætningen i Danmark, og de håber derfor, at det allerede vil sætte sit præg i årsregnskabet 2011/12⁴⁷.

Ved opførelsen af nyetableret tapetfabrik i 2009 i Polen⁴⁸, fik Flügger EU støtte med 40 %⁴⁹. Dette var et led i EU's "Program of Innovation of the Economy, years 2007-2013", hvor støtte gives til dem, som på en innovativ måde skaber arbejdspladser⁵⁰.

Udover tiltag som kan fremme salget af Flüggers produkter, er der ligeledes tiltag, som kan bremse op. Dette kan bl.a. være miljørestriktioner, som kan hindre produktion eller salg. Det er en kendt sag, at maling- og kemiproduktion førhen har været miljøskadeligt. Derfor har det også, som nævnt tidligere, været et fokusområde hos malingsproducenterne, specielt også hos Flügger. Dette har dog ikke til hindre, at der kan forekomme politiske tiltag, som kan gå ud over virksomhedens produkter.

Hos Miljøstyrelsen er der stor fokus på kemiindustrien, heriblandt malingsproducenterne og de produkter, som bliver sendt ind i landet. Man har for nylig fået ret i fra EU's risikokomite⁵¹, at der har været en sammenhæng mellem brugen af et opløsningsmiddel, brugt i maling, kaldt Mineralsk terpentin, og forekomst af hjerneskader, såkaldt malerhjerne. Dette viser, at der hele tiden foretages undersøgelser om, hvorvidt de anvendte kemikalier kan være sundhedsskadelige. Mængden af undersøgelser og tiltag er formentligt ikke blevet mindre i takt med større internationalt fokus på klima og miljø.

Selvom Flügger har indført en miljøpolitik⁵² med en vision om at Flügger ønsker at være og blive opfattet som en miljø- og klimabevidst koncern, og selvom flere af deres fabrikker er blevet ISO certificeret⁵³ (virksomheden aktivitet er identificeret som værende miljøvenlig), og at de har fået mærket deres mest populære produkter med EU's Blomstermærke^{54,55}, vil de garanteret blive påvirket af evt. miljømæssige politiske tiltag.

⁴⁷ http://story-maker.net/essays/flugger/Aarsregnskab_2010_11.aspx

⁴⁸ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/7-c-factories-c-in-c-4-c-countries/Poland.aspx>

⁴⁹ <http://borsen.dk/vaerktoej/virksomhedsside/artikel/direct/2/62617.html>

⁵⁰ <http://www.spcc.pl/en/news/members/details/1248>

⁵¹ http://www.mst.dk/Virksomhed_og_myndighed/Kemikalier/Nyheder+kemikalier/20110817mineralskterpentin.htm

⁵² <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Environment/EnvironnemtPolicy.aspx>

⁵³ http://www.iso.org/iso/iso_14000_essentials

⁵⁴ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Environment.aspx>

⁵⁵ http://ec.europa.eu/environment/ecolabel/about_ecolabel/what_is_ecolabel_en.htm

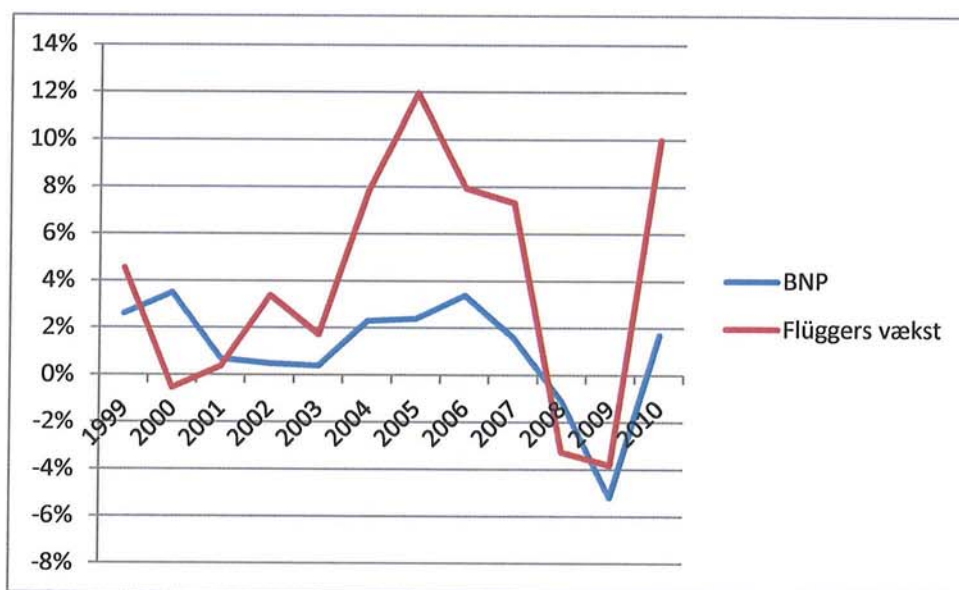
De politiske faktorer vurderes derfor til at have en stor indflydelse på Flüggers forretning, enten i form af vækstfremmende tiltag, eller ved restriktioner som kan virke som en bremse for Flügger og malerindustrien.

Økonomiske faktorer

Den samfundsøkonomiske situation påvirker forbrugerens vilje til at foretage renovering, vedligeholdelse eller nybyg, hvilket uden tvivl rammer Flüggers drift. Dette oplevede man, da finanskrisen begyndte i regnskabsåret 2008/09, hvor den tog brodden af de fleste brancher, hvilket også var gældende for Flüggers ellers pæne fremgang⁵⁶.

Branchen vil ligesom andre brancher være påvirket af henholdsvis lav- eller højkonjunktur. Hvis vi sætter Flüggers omsætning op mod udviklingen i BNP fra år 1999 – 2010, ses en lighed i hvornår Flügger oplever vækst, og hvornår der er vækst i BNP.

Figur⁵⁷



Dette illustrerer meget godt sammenhængen mellem de samfundsøkonomiske faktorer og Flüggers fremgang. Flügger er dog knap så hårdt ramt som BNP giver udtryk for, da Flüggers graf stort set hele tiden ligger over BNP.

⁵⁶ <http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/Arkiv-c-2009/2009,-e-,03,-e-,26-c-Fl-u-gger-c-nu-c-ogs-aa--c-m-ae-rket-c-af-c-krisen.aspx?pageoffset=0&anchor=anchor{EAAC701B-38A3-45E7-800B-6BB5E28492C9}>

⁵⁷ Bilag 3

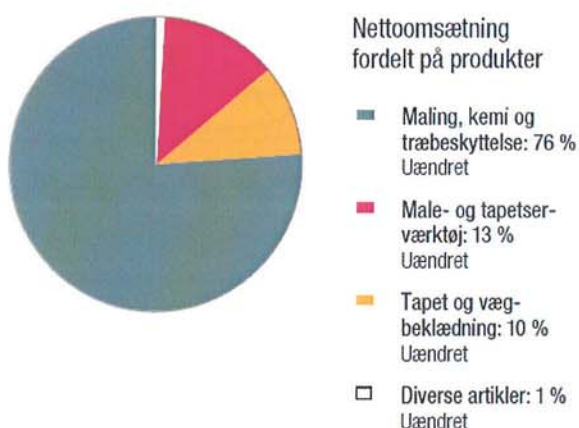
Dette er også meget godt i tråd med, at Flüggers produkter ikke er ”nødvendighedsvarer”, men snarere luksusvarer. Dette bevirker, at salget vil være præget af, hvorvidt forbrugerne finder økonomisk overskud til at sætte deres bolig i stand eller efterspørge nybebyggelser, som kan sætte gang i byggebranchen.

Selvom Flügger informerer om at hele 85 % af deres omsætning er salg vedrørende reparations- og vedligeholdelsesarbejder⁵⁸, og at de derfor ikke burde være så påvirket af skiftende konjunkturer, vil de økonomiske faktorer, ligesom de politiske, have en forholdsvis stor indflydelse på branchen.

Sociokulturelle faktorer

Trends i befolkningen kan have rigtig stor betydning for en virksomheds produkter. Dette gælder også for de produkter som Flügger producerer. Specielt for Flüggers tapeter, hvor man specielt de sidste par år, har oplevet en helt stor trend^{59,60}. En sådan trend kan skubbe godt gang i salget af en given vare. Det er dog ikke det af Flüggers produkter som har den største del af omsætningen, som det kan ses i diagrammet forneden. Det kunne absolut tænkes, at det er et sted Flügger kan hente ekstra omsætning hjem på.

Figur⁶¹



I de seneste omsætningstal fra Flüggers årsrapport 2010/11 ses, at ”Tapet og vægbeklædning” kun har en andel på 10 %, hvor ”Maling, kemi og træbeskyttelse” er oppe på 76 %. Det er

⁵⁸ <http://www.flugger.com/Investor/Risks.aspx>

⁵⁹ http://livsstil.guide.dk/Nyt%20p%C3%A5%20tapetet_993645

⁶⁰ <http://www.boligliv.dk/blog/stine-christensen/boligtrend-spring-2011/>

⁶¹ Flügger Årsrapport 2010/11

altså stadig ikke på deres tapet, at de formår at tage størstedelen af omsætningen hjem på, på trods af ”tapettrend” de seneste år.

Derudover har Flügger umiddelbart ikke nogen produkter som kunne tænkes ramt af en trend, da maling ikke på samme måde, er i samme boldgade som tapet.

På trods af, at trends kan give Flügger en ekstra omsætning på enkelte produkter i en periode, anses de sociokulturelle faktorer at have en mindre indflydelse på Flüggers forretning.

Teknologiske faktorer

Flügger fokuserer meget på, at deres fabrikker er højteknologiske og meget moderne. Dette kan give dem en besparelse i produktionen, og samtidig kan teknologien gøre dem mere miljøvenlige, så de fortsat kan opnå deres ISA certifikat.

Der kan være meget at hente rent besparelsesmæssigt, hvis virksomhedernes fabrikker er højteknologiske, blandt andet ved en højere effektivitet, mindre spild, færre driftsomkostninger, færre ansatte osv.

Flügger har for nyligt oprettet en E-butik, hvor forbrugeren kan handle og bestille Flüggers produkter til levering ved hjemmet. Dette er en anden side af de teknologiske faktorer, som Flügger har benyttet sig af, hvilket kan have stor betydning for fremtidig salg. Derudover har Flügger også udarbejdet et mindre program⁶², som kan hentes til diverse Smartsphones således at man kan få adgang til data på deres produkter. Det er tydeligt, at Flügger er meget fokuseret på den teknologiske udvikling, og de prøver dermed at være på forkant med teknologien og udviklingen.

Selv om teknologien er noget Flügger er på forkant med, har det ikke som sådan en rigtig indflydelse på branchen og den industri som Flügger agerer i. Dette skyldes at de ikke er underlagt et decideret teknologisk udviklingsniveau, idet deres produkter er inden for maling, som man ellers ser det i produkter inden for f.eks. elektronik.

⁶² <http://flugger.dk/Professionelle/MobileApplication.aspx>

For at samle op på PEST-analysen, påvirker alle de nævnte faktorer grundlæggende branchen i større eller mindre grad. Det er specielt de politiske og de økonomiske faktorer, som har den største indflydelse på branchen og dermed Flügger som virksomhed.

De to sidstnævnte faktorer, sociokulturelle og teknologiske, har en mindre indflydelse, set i forhold til de politiske og økonomiske faktorer.

Som tidligere nævnt har *PEST*-analysen til formål at give et overblik over de faktorer, der påvirker industrien. For at få et billede af selve branchen og dens attraktiviteter anvendes *Porters Five Forces*.⁶³

3.1.2 Porters Five Forces

Denne analyse giver et godt billede af branchens forhold, og om hvorvidt de kan have indflydelse på branchen, og dermed Flüggers indtjeningsevne, hvilket i høj grad er relevant set i forhold til en værdiansættelse. Analysen tager udgangspunkt i følgende 5 markeds kræfter⁶⁴, truslen fra nye udbydere, leverandørernes forhandlingsstyrke, truslen fra substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke og intern rivalisering.

Truslen fra nye udbydere

Som beskrevet i afsnit 2.6, er markedet kendetegnet ved få men store udbydere, som besidder størstedelen af markederne i de nordiske lande; Danmark, Sverige og Norge. Kendetegnet ved alle tre markeder er, at der er 3 store udbydere, som tilsammen dækker omkring 70 % og i Norge næsten 80 %. Dette viser et marked, hvor små udbydere har utrolig svært ved at ”stjæle” markedsandele fra de større udbydere.

Det er klart, at de store aktører opnår stordriftsfordele, som de små ikke får mulighed for. Dette er med til at gøre det utrolig svært for nye udbydere at etablere en rentabel forretning, som så samtidig skal være en trussel for de eksisterende store udbydere.

⁶³ Understanding Strategic Management”, af Anthony Henry, side 69-76

⁶⁴ Understanding Strategic Management”, af Anthony Henry, side 71

De anlægsaktiver, som det kræver at investere i ved etablering af malingsproduktion, er utrolig bekostelige, specielt hvis de skal være en trussel for de højteknologiske og moderne fabrikker, som bl.a. Flügger besidder.

Gennem tiden har de store aktører også foretaget horisontalt samt vertikalt integration⁶⁵, ved f.eks. opkøb af farvehandlere. Dette gør, at de kommer meget nemmere ud til forbrugeren og samtidig er mere synlige, hvilket gælder bl.a. for Flüggers kæde "Flügger Farver". Derudover har de store aktører også været i branchen længe i det, at de fleste er etableret før 1900 tallet, hvilket giver dem en stor viden inden for faget. At de store aktører er så "velintegrerede" i branchen, lige fra produktionen til salg i egne butikker, er igen en stor barriere, som nye udbydere får utrolig svært ved at bryde.

Der vil altid være en risiko for, at der kommer en ny udbyder med et banebrydende produkt, som på områder er bedre end de nuværende produkter. Sandsynligheden vurderes dog til at være lille, da de nuværende store aktører konstant forsker i netop udvikling af forskellige malingstyper.

Derfor vurderes truslen for nye udbydere for værende lav.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Malingindustrien har brug for råvarer til fremstillingen af deres produkter. Da der er tale om råvarer, er der typisk en bred vifte med mulige leverandører, da det ikke kun er enkelte komponenter, som en specifik leverandør fremstiller. Dette underbygges af Flüggers politik på området af leverandører⁶⁶, hvor de har stor fokus på at have mindst to leverandører på alt varekøb. Dette medvirker til, at de ikke er bundet op på en enkelt leverandør, hvor risikoen så ville være større for, at leverandøren kan sætte prisen højere, eller hvis uheldet er ude, at råvaren er udsolgt. Ved at have mindst to leverandører, undgås du netop begge scenarier.

Der er en risiko ved, at der kan forekomme generelle prisstigninger i råvarer, hvilket så vil påvirker hele industrien. Dette kan deres leverandørpolitik ikke gardere sig mod, dog vil der

⁶⁵ Exploring Corporate Strategi, 8th Edition, af Gerry J., Kevan S. og Richard W. side 265-266

⁶⁶ <http://www.flugger.com/Investor/Risks.aspx>

sandsynligvis tilsvarende ske en ændring i producenternes færdigprodukter. Dette er tilfældet med råstoffet titandioxid, som er et pigment der bruges i tandpasta, solcreme men også i maling, som efter finanskrisen, er steget med næsten 50 %⁶⁷. Dette har også fået Flüggers priser til at stige: *"Når vores vigtigste råvare stiger så voldsomt i pris, er vi nødt til at reagere. Det var grunden til, at vi tidligere på året var tvunget til at hæve priserne. Og vi kan se nu, at det var en rigtig beslutning"*, siger Søren P. Olesen⁶⁷.

Grundet Flüggers leverandørpolitik, opnår Flügger en form for forhandlingsstyrke, da leverandørerne har en interesse i at få afsat deres vare.

Derfor vurderes leverandørernes forhandlingsstyrker for værende lav.

Truslen fra substituerende produkter

Alternativer til maling, træbeskyttelse og tapeter må antages at være få. Til udendørsbehandling af træ, findes der ingen alternativer til maling og behandling af træ. Indendørs er der ganske få alternativer til maling og tapeter. De eneste former for vægbeklædning er fliser, som er noget mere arbejdskrævende at sætte op, og samtidig er de noget mere bekostelige end maling og de fleste tapeter.

Et alternativ som man ser i mange nybyggerier er facader, som består af glas. Dette er ganske vist ikke en stor trussel, men der er dog en trend blandt nybyggerier, at vinduer bliver større og der så vil være mindre vægflade til anvendelse af maling.

Dog anses truslen for substituerende produkter for værende lav.

Kundernes forhandlingsstyrke

Flügger beskriver selv deres målgruppe som værende *"Kunderne er professionelle malere samt konsumenter, dvs. en meget bred målgruppe hvor ingen enkeltstående kunde har et køb som udgør en væsentlig del af koncernsalget. Mere end 85 % af omsætningen anvendes til*

⁶⁷<http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/2011,-e-,10,-e-,17-c-Mangel-c-pa-c-pigment-c-giver-c-dyrere-c-varer.aspx?pageoffset=0&anchor=anchor{555A4B1F-EBDB-4269-97AF-F4E7C9E9C61A}>

reparations- og vedligeholdelsesarbejder. Dvs. koncernen er således kun i begrænset omfang påvirket af skiftende konjunkturer i nybyggeriet.”⁶⁸

Denne kundegruppe har den fordel, at Flügger ikke er afhængige af en stor kunde, som de skal servicere. Dette er klart en fordel i forhold til kundernes forhandlingsstyrke. Dog bliver man nødt til at se lidt skeptisk på Flüggers udtalelser omkring deres konjunktur-følsomhed, da de professionelle malere køber maling på vegne af forbrugernes ønsker. Derfor vurderes Flügger til at være mere, end ”begrænset”, påvirket af konjunkturer i nybyggeriet.

Som før nævnt er branchens produkter ikke ”nødvendighedsvarer”, og kunderne er derfor ikke nødsaget til at købe maling eller anden form for vægbeklædning. De er samtidig heller ikke nødsaget til at købe deres maling hos en bestemt leverandør, som fx Flügger, da de ligeså godt kan gå til en anden tilsvarende forhandler. Som nævnt er der få men store udbydere, hvorfor markedsformen må antages at være oligopol⁶⁹.

Det vurderes derfor, at kundernes forhandlingsstyrke er middelhøj.

Intern rivalisering

I et marked, værende oligopol, betyder det at markedet er attraktivt, og at der stadig er flere penge at hente. Den eneste markedsform, hvor markedet ikke er attraktivt er fuldkommen konkurrence, hvor der er mange udbydere og ingen profit at hente. Som nævnt er markedsandelen i Danmark, stort set været uændret ud fra estimatet⁷⁰, ligeledes er dette indtrykket af Sverige og Norge.

Derfor bliver udbyderne hver især nødt til at differentiere sig fra hinanden således, at det er den enkelte producents produkter som kunderne vælger frem for de andres. Dette kunne blandt andet gøres ved at være miljøfokuseret, som efterhånden alle udbydere bestræber sig med. Det vurderes derfor til at være en høj grad af intern rivalisering, hvilket gør branchen mindre attraktiv.

⁶⁸ <http://www.flugger.com/Investor/Risks.aspx>

⁶⁹ ”Managerial Economics”, af Salvatore side 370

⁷⁰ Bilag 2 - Markedsforhold

Brancheforhold

Truslen for nye udbydere blev vurderet lav, hvilket vil sige, at indgangsbarriererne er store grundet startkapital til fabrikker, samt det store kendskab blandt kunderne til de eksisterende producenter. Derimod havde Flügger en høj forhandlingsstyrke overfor leverandørerne, da der er tale om leverance af råmaterialer til produktion af maling mv.

Truslen for substituerende produkter er lav, da alternativet til maling, næsten kun er fliser, hvilket er en noget mere bekostelig samt tidskrævende løsning. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes til at være middelhøj, da det ikke er tale om nødvendighedsvarer og at kunderne til en hver tid kan vælge en anden forhandler, frem for en anden.

Den sidste faktor er den interne rivalisering, som vurderes til at være høj blandt de store udbydere, da de blive nødt til at være innovative for at skille sig ud.

Det vurderes derfor at være en attraktiv branche at være i, grundet de høje adgangsbarrierer, samt den lille trussel fra substituerende produkter, og den høje forhandlingsstyrke over for leverandørerne.

Det eneste som kan trække ned, er kundernes forhandlingsstyrke, samt den høje interne rivalisering. Dog forsøger Flügger her at være på forkant både ved at have oprettet E-butik, samt at opnå forskellige miljømæssige certifikater for deres produktion samt maling.

3.2 Intern analyse

I relation til den ovenstående analyse af Flüggers eksterne forhold, ses der i det følgende på de interne forhold hos Flügger. En måde at finde frem til hvilke af Flüggers aktiviteter som er værdiskabende, er at kigge på Porters værdikædeanalyse⁷¹. Dette er vigtigt at fastslå, da den værdiskabende del har stor betydning i forbindelse med værdiansættelse af Flügger.

⁷¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen, side 92

3.2.1 Porters værdikædeanalyse

Figur⁷²

Ved hjælp af værdikædeanalysen, klarlægges foruden de værdiskabende aktiviteter, også Flüggers kompetencer.



Modellen vist som overstående figur, inddeler virksomhedens primære aktiviteter foruden, såsom indgående logistik, produktion mv. De primære aktiviteter går fra indkøb af råvarer til produktionen, samt til endeligt salg til kunden. Til gennemførelsen af de primære aktiviteter er støtteaktiviteterne, som er til for at kunne gennemføre de primære aktiviteter. Dog kan det sagtens forekomme i enkelte virksomheder, at det er støtteaktiviteterne som er værdiskabende for virksomheden, fx under produkt- og teknologiudvikling.

Primære aktiviteter

Indgående logistik – er råvarer og andre materialer som senere skal bruges til produktion. Her er Flügger som nævnt tidligere meget fokuseret på altid at have mindst to leverandører således, at de i forhold til produktionen, aldrig kommer til at stå i en situation, hvor de ikke kan få leveret en given råvare.

Her har det også været en fordel for Flügger at oprette fabrik i Kina, da Flügger her får mulighed for, at udvide deres leverandørlinje, med nye og måske billigere leverancer.

Produktion – Flügger har produktion i Danmark, Sverige, Polen og Kina. Det er en stor fordel for Flügger at have produktionen tæt på deres distributionskanaler, hvilket især ligger i

⁷² <http://www.betabox.dk/Modeller/vaerdikaede.jpg>

Norden. Tilsvarende giver det god mening at opføre fabrikker på de nye markeder, som Flügger vil ind på⁷³, såsom Østeuropa og Kina.

Flüggers fabrikker er forholdsvis nye, moderne og højteknologisk, hvilket alt andet lige vil være for fordel for dem, mht. til effektivitet og besparelser. Derudover er fabrikkerne miljøvenlige, hvilket har givet flere af dem ISO-certifikat, for at deres aktiviteter tager hensyn til miljøet.

Udgående logistik – Levering foregår til detailhandlen samt direkte levering til private som bestiller via deres E-butik. Da maling, træbeskyttelse samt tapet, er noget som fylder meget, og derfor er meget pladskrævende, har Flügger som nævnt tidligere udvidet lagre i Sverige, da dette er centralt i forhold til det skandinaviske marked. Dette kan minimere leveringsafstanden og dermed forkorte tid og minimere omkostningerne.

Salgs og markedsføring – Salg af Flüggers produkter sker via egne butikker, franchisebutikker eller over deres E-butik.

Som det fremgår af figuren forneden, er cirka halvdelen af de fysiske butikker ejet af Flügger, og den anden halvdel ejet af franchise tager.

Figur⁷⁴

	Ejet af Flügger	Ejet af franchise tager	Total
Norden	213	246	459
Østeuropa	76	0	76
Kina	6	23	29
Andre lande	0	15	15
Total	295	284	579

E-butikken blev lanceret i 2010 i Danmark som i dag omfatter hele Norden. Målet er i 2011 at få det etableret i Polen⁷⁵. Dette er dog stadig ikke sket, men Flügger arbejder på at få de sidste ting på plads⁷⁶. Deres E-butik tilbyder nye muligheder for at kunderne hjemmefra kan købe

⁷³ <http://www.flugger.com/Investor/Strategy/Objectives.aspx>

⁷⁴ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Chain-c-of-c-shops.aspx>

⁷⁵ <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/E--commerce.aspx>

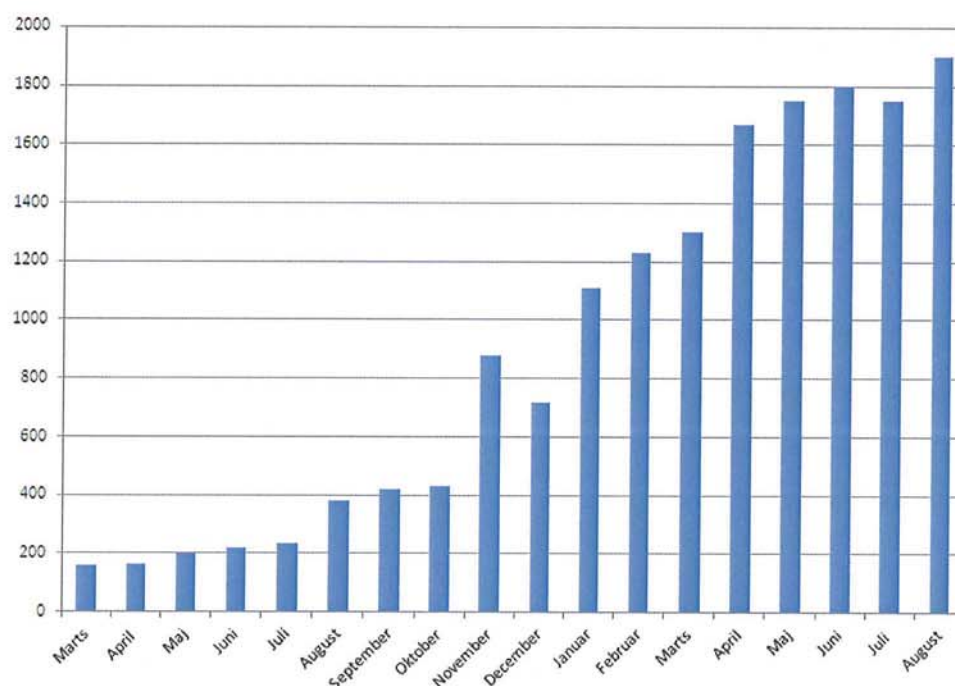
⁷⁶ Bilag 1 - Interview med Kasper Søvsø - Director of Business Development Flügger

produkterne, samt få inspiration og rådgivning til behandlingsmetoder og produktvalg. Derudover har E-butikken digitale farvekort, og kunden kan bestille farveprøver samt tapetprøver, som en hjælp i beslutningsprocessen. Derudover tilbyder E-butikken online personlig betjening for at undgå at gøre køb over nettet for upersonligt, og så samtidig at holde samme serviceniveau i E-butikken, som i de fysiske butikker. Dette har været Flüggers største faktor ved etableringen af E-butikken, da det skulle være samme fornemmelse at handle over nettet, som at gå i de fysiske butikker⁷⁷.

Derudover tilbyder Flügger de såkaldte App's, som er en applikation til smartphone. Som nævnt tidligere, kan applikationen bruges til at finde frem til Flüggers produkter.

Flügger har altid haft stor fokus på deres markedsføring, senest vedrørende deres E-butik, som både sker uden- og indenfor⁷⁸ Flügger butikker. Forneden ses fremgangen af ordre fra Flüggers E-butik:

Figur⁷⁹



Fremgangen er ganske tydelig sket i takt med, at kunderne har fået øjnene op for E-butikken.

⁷⁷ Bilag 1 - Interview med Kasper Søvsø - Director of Business Development Flügger

⁷⁸ Bilag 4 - Reklamer

⁷⁹ Bilag 1 - Materiale sendt i forbindelse med interview af Kasper Søvsø

Service – Flügger fokuserer meget på at være serviceminded og at yde en god rådgivning om det er så er i deres fysiske butikker eller på deres E-butik. Flügger ansætter altid fagfolk⁸⁰, og alle medarbejdere får løbende kurser. Flügger går samtidig med planer om at oprette et Flügger Academy, som er med i deres 2013 plan⁸¹. Alt dette er til for at give den bedste rådgivning og service til deres kunder.

Støtteaktiviteter

Som nævnt er støtteaktiviteterne til for at hjælpe de primære aktiviteter. En af Flüggers støtteaktiviteter er deres HR-afdeling, som hjælper dem med at få kompetente medarbejdere, og sørger for interne kurser. En anden af deres støtteaktiviteter er indkøbsafdelingen, der indgår indkøbsaftaler med leverandører. Deres fokus på højteknologisk produktion er også en støtteaktivitet, som er med til at gøre Flügger værdiskabende og vise, at de er miljøbevidste og at deres maling skåner miljøet.

Derudover er Flüggers ledelse og bestyrelse folk, som har været længe i branchen, og dermed har en rigtig god indsigt i forretningen. Ledelsen har ligesom mange andre virksomheder vedtaget at indføre LEAN⁸², i forbindelse med deres mere omkostningsfokuserede strategi.

Sammenfatning af værdikædeanalyse

Flügger vil altid være afhængig af deres leverandører, men den måde de griber det an på, dæmper afhængigheden, til gavn for dem selv. Derudover producerer Flügger deres produkter tæt på deres kunder, hvilket effektiviserer distributionen af varerne. Samtidig er deres produktion meget miljøvenlig, hvilket i sig selv er med til at styrke deres brand.

Den udgående logistik bliver optimeret, da Flügger har deres produktion i de lande, hvor de også har markedsandele. I forhold til salg og marketing, formår Flügger hele tiden at være fremme med nye ideer, såsom deres E-butik samt deres App til smartphones.

⁸⁰ <http://www.flugger.com/Karriere/HR-c-policy.aspx>

⁸¹ <http://www.flugger.com/Karriere/HR-c-policy.aspx>

⁸² <http://www.flugger.com/Flugger-c-Group/Fl-u-gger-c-siden-c-1783.aspx>

Flügger er bevidste om at rekruttere nye medarbejdere på baggrund af deres kompetencer indenfor faget samtidig med, at de holder kurser og har planer om deres eget academy. Dette gør at de kan yde den bedste rådgivning og service.

Flüggers store fordel er den helhed, som de ved hjælp af vertikal integration har opnået. Dette giver dem en god sammenhæng mellem indkøb, produktion, salg og service.

3.2.2 Ansoff's vækststrategier

Ansoffs fire vækststrategier⁸³ er vist forneden. Ved *markedspenetration* forstås et eksisterende produkt på et eksisterende marked. Her forøger virksomheden deres markedsandel på det enkelte marked. Dette kan f.eks. gøres ved ekstra markedsføring. *Produktudvikling* er et nyt produkt, på et eksisterende marked. Her kan virksomheden komme med produktudvikling til et af deres nuværende produkter, eller de kan komme med et helt nyt produkt på deres nuværende marked. Derefter er der *markedsudvikling*, som er et eksisterende produkt på et nyt marked. Ved markedsudvikling, lanceres eksisterende produkter på nye markeder. Til sidst er der *diversifikation*, som er et nyt produkt på et nyt marked.

Figur⁸⁴

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

Flüggers strategi har som tidligere nævnt været at udvide deres marked i især Østeuropa og Kina. Dette har de gjort ved store investeringer i fabrikker både i Polen og i Kina. Her er de tilsvarende begyndt at åbne butikker, hvilket de skriver i en pressemeddelelse den 29. april 2011⁸⁵: ”Flügger er nu til stede i Kina med 4 butikker i Shanghai, 2 i Beijing og cirka 20

⁸³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen, side 112

⁸⁴ <http://ivaekst.dk/vaekst/3/6/6/0/vaekstmatricen--ansoffs-model-over-muligheder-for-virksomhedsvaekst>

⁸⁵ <http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/2011,-e-,04,-e-,29FluggerMalerBeijingGron.aspx>

franchise butikker fordelt på Kina og Taiwan. Der er planer om at åbne yderligere 10 egne kinesiske butikker i løbet af 2011, så det samlede antal lander på 36.”

Denne strategi har været **markedspenetrering**, da de forsøger at udvide deres nuværende produkter på et marked, som de er i. Dette er tilfældet på det polske⁸⁶ og tjekkiske⁸⁷ marked, hvor de tilsvarende er i gang med at åbne flere butikker.

Derudover har de etableret den tidligere nævnte E-butik, som der i princippet kan betragtes som et produkt, i og med at en del af det at gå i Flügger, er at få en god service og rådgivning til at træffe de rigtige beslutninger i forbindelse med vægbeklædning. Dette er foretaget i Danmark, Sverige og Norge. Nu er planen at det i slutningen af 2011 skal indføres i Polen⁸⁸. Dette vil være et forsøg på **markedsudvikling**, da det er et nyt marked for E-butikken.

Flüggers tapetprodukter kommer hele tiden med nye design som følger moden og de trends, som er eksisterende i markedet. Her er der da tale om et eksisterende marked, hvor der kommer nye produkter/design ind, hvilket er **produktudvikling**.

Flügger har ingen form for **diversifikation**, da de ikke har nogen nye strategier omkring at indføre et nyt produkt på et nyt marked.

3.2.3 Bostonmatricen

Flügger har en række produkter samt forretningsområder, hvor der for hvert område er forskellige udviklingsmuligheder. Bostonmatricen⁸⁹ illustrerer, hvordan Flüggers strategiske udviklingsmuligheder er for hvert af deres forretningsområder. Modellen opdeler ud fra markedsandel, herved hvorvidt produktet eller forretningsområdet har en høj eller lille markedsandel. Samtidig opdeler modellen, hvorvidt der er tale om en stor eller lille markedsvækst. Modellen kan, foruden at klarlægge hvorledes Flüggers forretningsområder er hensigtsmæssigt sammensat, og hvorledes det enkelte område bidrager til helheden, også give et billede af hvilke områder Flügger med tiden burde investere mere i, og hvilke der ikke er nogen grund til at investere yderligere i. Der vil i analysen blive lagt vægt på Flüggers

⁸⁶ <http://epn.dk/brancher/industri/article2011660.ece>

⁸⁷ <http://www.flugger.com/Presse/Pressemeddelelser/Arkiv-c-2010/2010,-e-,03,-e-,25Del-aarsrapport.aspx?pageoffset=0&anchor=anchor%7B89801B3E-A940-4879-B21C-019B7BDE67F5%7D>

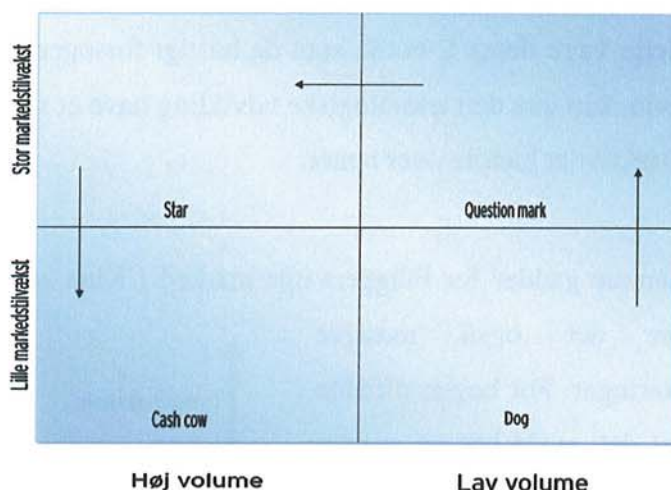
⁸⁸ Bilag 1 - Interview med Kasper Søvsø - Director of Business Development Flügger

⁸⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen, side 98

markeder og deres nyeste tiltag. Dog vil der ikke blive kigget på de enkelte produkter, da det vurderes, at det typisk drejer sig om standardvarer indenfor malingindustrien, og at det har højere betydning for Flüggers forretning at investere i markeder frem for produkter.

Figur⁹⁰

Følgende definitioner er givet ved hver betegnelse⁹¹; Ved *Cash cow* forstås et produkt eller en forretningsform som har en høj markedsandel, men hvor væksten ikke er yderligere. Den høje markedsandel giver



virksomheden mulighed for stordriftsfordele og samtidig et stort overskud. En Cash cow vil typisk generere et stort cash flow, som virksomheden kan bruge på de øvrige produkter. Flüggers Cash cow er deres salg på det danske, svenske og norske marked, hvor der er store markedsandele, men knap så stor vækst, som det ses i Østeuropa og Kina.

Star bliver brugt ved et forretningsområde, hvor der er en stor markedsandel og samtidig en stor vækst. Her kræves der mange investeringer i aktiviteter og markedsføringen for at følge med væksten. Dette gøres så længe der er vækst i markedet for det pågældende område. Når væksten stopper, ender produktet som en Cash cow. Flüggers salg i Polen og Østeuropa, især i Tjekkiet, nærmer sig at være en Star, med deres forholdsvis store markedsandele og den tilsvarende høje markedsvekst. Under betegnelsen Star kan Flüggers fokusering på miljøvenlige aktiviteter også nævnes, da det specielt politisk er oppe og vende for tiden, f.eks. senest ved klimatopmødet i december 2010.

Når et produkt eller en forretningsform med en lille markedsandel befinder sig på et marked med lav vækst, kaldes det for en *Dog*. I et sådan tilfælde, ser virksomheden tiden an og laver

⁹⁰ Egen tilvirkning med oplysninger fra Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen, side 98

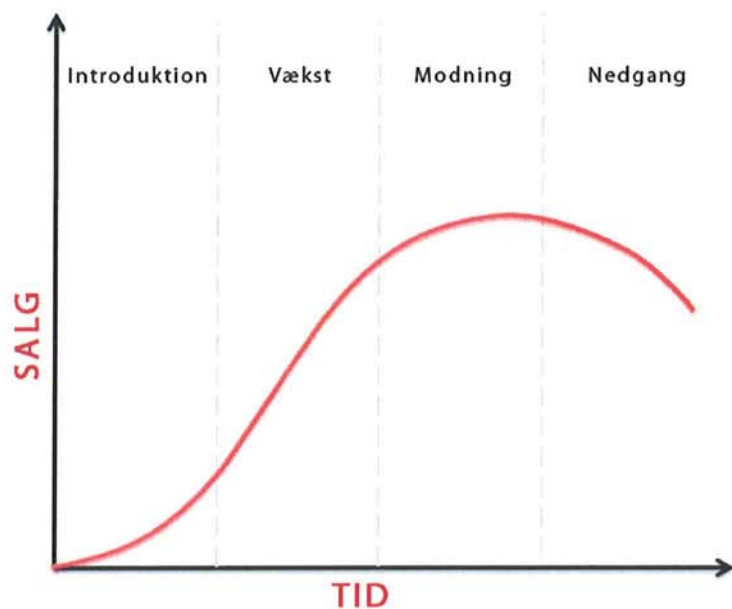
⁹¹ Exploring Corporate Strategy – G. Johnson, K. Scholes, R. Whittington, Side 493

først investeringer, når der er et marked for dette. I forhold til Flügger vurderes det ikke, at de som sådan har nogle forretningsområder, som kan betegnes som værende Dog.

Question mark er når forretningsformen har en lav markedsandel, men er i et marked hvor der er en stor vækst. Her kræver det massive investeringer for at ende som en Star. Her gælder det at produkter eller forretningsformen skal have konkurrencemæssig potentiale. Hos Flügger kan dette være deres E-butik, som de hastigt forsøger at udbrede som nævnt i Polen. Denne platform, kan qua den teknologiske udvikling have et stort potentiale, i takt med at flere finder det attraktivt at handle over nettet.

Det samme gælder for Flüggers nye marked i Kina, som også har et kæmpe potentiale. Her kræver det også massive investeringer. For begge tilfælde gælder det, at de har en mindre markedsandel, og at det er i et marked med en stor vækst, som vi både ser det i Kina, men også over for nethandel.

Figur⁹²



Til at illustrerer livscyklussen for de fire kategorier inden for

Bostenmatricen, anvendes PLC-kurven⁹³. Første starter forretningsområdet som et Question mark (introduktion), herefter investeres der i takt med væksten, så forretningsområdet udvikler sig til en Star (Vækst). Når markedet modner og aftager sin vækst, ender det med en Cash cow (Modning), og når forretningsgangen mister markedsandelen og oplever en nedgang, ender den som en Dog (Nedgang).

⁹² <http://www.betabox.dk/Modeller/plckurven.jpg>

⁹³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen, side 100

3.3 Sammenfatning af strategisk analyse - SWOT

Til sammenfatningen af de strategiske analyser, både de interne, såsom Porters værdikædeanalyse, Ansoffs vækstmatrix og Bostonmatricen, samt de eksterne som PEST-analysen og Porters Five Forces, samles de sammen i en SWOT-analyse⁹⁴. Med SWOT-modellen fastsættes virksomhedens styrker og svagheder, som er klarlagt under de interne analyser. Dertil undersøges de muligheder og trusler som Flügger står overfor, og som er klarlagt under de eksterne analyser.

Analysen er god til at sammenfatte de værdidrivende parametre i Flügers strategiske position, som er fundet ved den strategiske analyse. Parametre som senere skal bruges til budgetteringen af Flügers regnskab.

<u>Styrker (Intern-analyse)</u>	<u>Svagheder (Intern-analyse)</u>
• Helhed i organisationen, fra producent til detail. • Kvalitetsforbundet brand • Miljørigtige produkter og aktiviteter • Service og rådgivning • E-butik • God økonomi, selvfinansierede aktiviteter såsom E-handel. • Investeringer i Kina	• Hovedaktionær med stor indflydelse • Konjunktur følsomhed
<u>Muligheder (Ekstern-analyse)</u>	<u>Trusler (Ekstern-analyse)</u>
• Nye markeder i Asien og Østeuropa • Bedre leverandørlinje, efter etablering i Kina • Udbredelse af deres E-handel	• Hårdere lovgivning vedr. miljøet • Samfundsøkonomien, ikke en nødvendighedsvarer • Højere råvarepriser, såsom pigmentproduktet • Valutakursrisiko • Risiko forbundet med investering i Kina

⁹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen, side 116

Som det i SWOT'en er oplistet, har Flügger en række styrker, heriblandt den i værdikædeanalysens fremfundne kompetence. Dette er den helhed Flügger som virksomhed er, ved at have egenproduktion og i sidste ende selv afsætter produkterne til forbrugeren enten via deres fysiske butikker eller deres E-butik. Dette giver dem et godt udgangspunkt når de skal rådgive, da de har et stort kendskab til produktionen. Tilsvarende rekrutterer Flügger kun personale, som har en fortid eller et kendskab til branchen, da dette giver kunderne den bedste service og rådgivning. Derudover har de eksisteret i mange år, hvilket har givet dem et godt brand.

En anden styrke er deres politik omkring gæld, da man i Flügger lægger stor vægt på at være selvfinansieret. Dette har givet dem en rigtig sund økonomi.

En svaghed er dog, at Flügger er ret konjunkturfølsom, hvilket skyldes, at de er afhængig af, hvordan det går i byggebranchen, som tilsvarende er meget konjunkturfølsom.

Flügger har de seneste år forsøgt at prøve nye markeder i f.eks. Kina, hvilket kan åbne op for mange nye muligheder og større indtjening. Det kan give dem en bredere vifte af leverandører, som kan gavne dem i tider hvor råvarepriserne stiger. Dog kan det også være en trussel for dem, hvis Kinas økonomi oplever tilbagegang. Et sådan scenarie er vigtigt at have med i følsomhedsanalysen senere under værdiansættelsen, da Flüggers fremtidige vækst kan afhænge meget af hvordan udviklingen kommer til at gå i Kina.

4. Regnskabsanalyse

I den foregående strategiske analyse, fandt vi frem til, hvilke styrker og svagheder, muligheder og trusler Flügger står overfor, og som kan have en indvirkning på forretningen i fremtiden. Dette er dog ikke helt nok til at foretage et budget på baggrund af disse informationer. Derfor foretages der en reformulering samt en analyse på de regnskabsmæssige tal, på baggrund af de årlige årsrapporter.

Årsrapporter bliver fremstillet til gavn for Flüggers interessegrupper⁹⁵, heriblandt långivere, leverandører, kunder, investorer, eller kommende investorer.

Til grund for regnskabsanalysen er de seneste 5 årsrapporter, fra regnskabsåret 2006/07 til 2010/11. Regnskabsanalysen og de udregnede nøgletal er hermed baseret på historiske data, og afdækker hvilke faktorer, som er skyld i Flüggers historiske overskud og pengestrøm, de såkaldte finansielle værdidrivere. Disse skal senere danne udgangspunkt for prognoser af de fremtidige pengestrømme, som skal bruges til budgetteringen.

Meningen med en regnskabsanalyse er hermed, at få en forståelse af Flüggers økonomiske tendenser, samt nuværende betingelser for deres forretningsområder og konkurrencestrategier, som er tilknyttet de forskellige forretningsområder.

4.1 Gennemgang af årsrapporter

4.1.1 Revisionspåtegninger

En årsrapport er som nævnt henvendt primært til investorerne eller kommende investorer. De enkelte rapporter indeholder mange oplysninger om selskabet historiske og nuværende drift. Revisionspåtegningen i en sådan rapport viser, at en autoriseret revisor har gennemgået tallene, og derefter har afgivet en erklæring om, at revisor kan stå inde for de pågældende tal. Dette gøres for at få et retvisende billede og opnå en høj grad af sikkerhed for, at tallene i rapporten er korrekte og ikke indeholde væsentlig fejlinformation.

I de sidst 5 årsrapporter har revisionspåtegningen været blanke, hvilket vil sige, at der hverken har været forbehold eller nogle supplerende oplysninger. Dette højner graden af sikkerhed for,

⁹⁵ Finansiell rapportering – Teori og regulering, Jens O. Elling

at tallene i rapporterne er retvisende og til at stole på, hvilket har stor betydning for efterfølgende værdiansættelse.

4.1.2 Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Flügger A/S og koncernen aflægges i overensstemmelse med IFRS, som er godkendt af EU. Derudover aflægges den i overensstemmelse med danske oplysningskrav til årsrapporten for børsnoterede virksomheder, jf. NASDAQ OMX Copenhagen A/S's fastlagte krav til de børsnoterede selskaber⁹⁶.

Den anvendte regnskabspraksis har været uændret i opgavens førnævnte afgrænsning, fra årene 2006/07 til 2010/11, hvilket gør tallene til reformuleringen sammenlignelige. Der er dog sket en ændring i årsregnskabet 2010/11, ved måling af varebeholdningen, som før blev målt ved hjælp af FIFO, men som i 2010/11 bliver målt ved hjælp af vægtede gennemsnitpriser. Det oplyses dog, at ændringen ikke vil have beløbsmæssige ændringer⁹⁷.

4.2 Reformulering

Ved reformulering forstås, at de i årsregnskabet anførte oplysninger bliver adskilt således, at man får drift og finansieringsaktiviteter hver for sig. Dette bliver ikke gjort ud fra den lovbestemte opstilling af regnskabet. Ved reformuleringen vil det være muligt nu at se på driftsaktiviteten, som er de primære værdiskabende aktiviteter⁹⁸. Dette skal senere bruges til budgettering ud fra de i den strategiske analyses fremfundne oplysninger, som til sidst skal danne grundlag for den endelige værdiansættelse.

4.2.1 Reformulering af Resultatopgørelsen

Til driftsaktiviteterne indgår⁹⁹; nettoomsætning, produktionsomkostninger, salgs- og distributionsomkostninger, administrationsomkostninger og af- og nedskrivninger. Foruden disse nævnte er der i Flüggers tilfælde værdireguleringen ført over egenkapitalen. Dette vedrører kursregulering af egenkapitalen primo og resultat ultimo. Disse placeres under driftsaktiviteten.

⁹⁶ Flüggers årsrapporter, 2006/07 – 2010/11

⁹⁷ Flüggers årsrapport 2010/11

⁹⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 18

⁹⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 18

De finansielle aktiviteter er i Flüggers regnskab, tab eller gevinst fra valutakurs, renteindtægter og renteudgifter, udbytte af værdipapirer, tab eller gevinst af værdipapirer.

Foruden opdelingen af de driftsmæssige og finansielle aktiviteter, er der også kigget på hvorvidt, at nogle af omkostningerne kunne være placeret i balancen, heriblandt leasing af ydelser. Det er dog ikke muligt ud fra årsregnskaberne at fremskaffe oplysninger vedrørende dette.

Reformuleringen kan ses i bilag 5.

4.2.2 Reformulering af Egenkapitalopgørelsen

Opgørelsen af egenkapitalen bliver reformuleret, så den adskiller totalindkomsten og transaktioner med ejerne fra hinanden. Dette skal være med til at vis hvilke egenkapitalbevægelser som stammer af driften, og hvilke der stammer fra finansieringsaktiviteten. Den udregnede totalindkomst i egenkapitalopgørelsen skal stemme overens med den fundne i den reformulerede resultatopgørelse.

Reformuleringen kan ses i bilag 6.

4.2.3 Reformulering af balancen

En reformulering af balancen indebærer en opsplitting af aktiverne og passiverne, således at man har driftsmæssige poster og finansielle poster hver for sig både for aktiverne og for forpligtelserne. Derefter opstilles det således, at netto driftsaktiver og netto finansielle aktiver fremgår.

Driftslikviditet bliver antaget at være 1 % af nettoomsætningen¹⁰⁰. Dette antages, da der løbende skal betales regninger i form af kreditorer, vareforbrug mv.

Igen går det ud på at skille de driftsmæssige aktiviteter fra de finansielle.

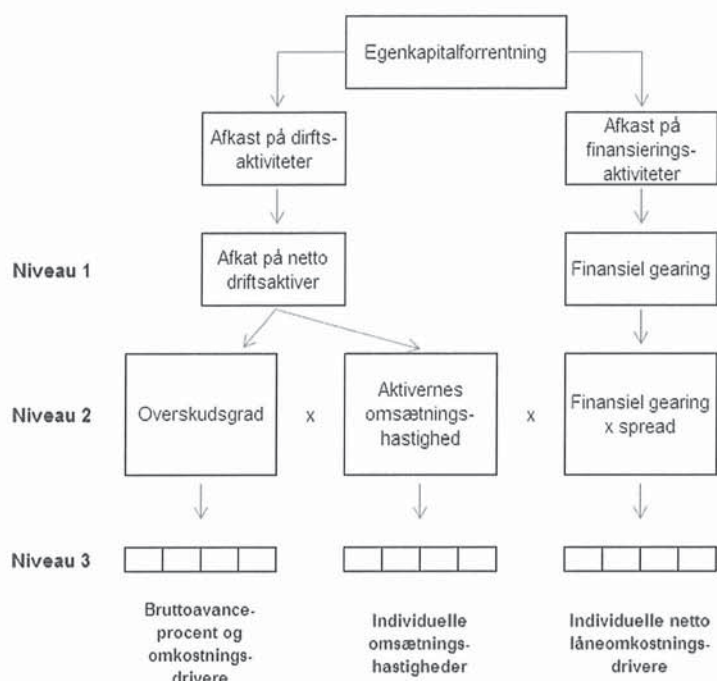
Reformuleringen kan ses i bilag 7.

¹⁰⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 184

4.3 Rentabilitetsanalyse

Analysen vil være baseret på de udarbejdede reformuleringer, som beskrevet foroven. Den vil være opbygget efter den udvidede Dupont-model¹⁰¹, hvor egenkapitalforrentningen er delt op på 3 niveauer. Med rentabilitetsanalysen klarlægges hvad der driver forrentningen på egenkapitalen, ROE. Analysen afdækker hvor virksomheden er nu, og hvad der driver den nuværende rentabilitet. En forståelse af nutiden, skal senere bruges til budgetteringen, som ligger til grund for den endelige værdiansættelse. Ved budgettering tager man udgangspunkt i de drivere der driver rentabiliteten, disse kaldes også for finansielle værdidrivere¹⁰².

Figur¹⁰³



Dupont pyramiden viser en dekomprining af egenkapitalforrentning, ROE, som bliver illustreret på 3 niveauer.

Niveau 1

På niveau 1 opdeles egenkapitalforrentningen, **ROE**, således at afkastet på nettodriftsaktiver findes, **ROIC**, og den finansielle gearing, **FGEAR**, og **SPREAD**, som er forskellen mellem

¹⁰¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 254

¹⁰² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 253

¹⁰³ Egen tilvirkning med oplysninger fra Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 255

ROIC og r, hvor $r = \text{NFO/NFF}$. Nedbrydningen af ROE i niveau 1, adskiller rentabiliteten fra driftsaktiviteterne og finansieringsaktiviteterne. Samtidig adskiller den også effekten af finansiell gearing.

Tabel ¹⁰⁴

Niveau 1		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Egenkapitalforrentning	ROE	16,89%	11,12%	-5,18%	15,19%	11,45%
Afkast på nettodriftsaktiver	ROIC	16,89%	14,69%	-5,06%	13,50%	12,35%
Finansiell gearing	FGEAR	-0,1755	-0,1504	-0,0779	-0,0863	-0,1137
SPREAD	SPREAD	0,04%	23,75%	1,53%	-19,57%	7,93%

Som det fremgår af overstående tabel, ses det at egenkapitalens forrentning ligger omkring 11 til 17 %, på nær regnskabsår 2008/09, hvor der er en negativ forrentning på små 5 %. At man havde et negativt resultat i 2008/09, skyldes hovedsagligt, at Flügger havde store kursreguleringer vedrørende egenkapitalen. Hvis der ser bort fra det enkelte år, ligger niveauet ret højt.

Som det ligeledes ses i overstående tabel, er den finansielle gearing negativ i alle årene, hvilket vil sige, at Flügger har flere finansielle aktiver end forpligtigelser. Udviklingen er dog, efter årene med positiv retning, 2006/07 til 2008/09, begyndt at stige en smule, men dette ser ikke ud til at være noget graverende.

Formlerne for ovennævnte nøgletal er følgende¹⁰⁵:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns.egenkapital}}$$

$$ROIC = \frac{\text{Totalindkomst driften}}{\text{Gns.nettodriftsaktiver}}$$

$$FGEAR = \frac{\text{Gns.nettofinansielle aktiver}}{\text{Gns.egenkapital}}$$

¹⁰⁴ Egen tilvirkning, se bilag 8

¹⁰⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang Ole Sørensen, side 254-256

$$SPREAD = ROIC - \frac{\text{Netto finansiel overskud}}{\text{Gns. Netto finansiel forpligtigelser}}$$

Niveau 2

ROIC, som er afkastet på netto driftsaktiverne, er den øverste i Dupont ”pyramiden”. Når der på niveau 2 splitter ROIC op, ses der på driverne Overskudsgraden, **OG**, og Aktivernes omsætningshastighed, **AOH**¹⁰⁶.

Tabel¹⁰⁷

Niveau 2		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktivernes omsætningshastighed	AOH	2,5171	2,4277	2,2297	2,1837	2,3034
Overskudsgrad	OG	6,71%	6,05%	-2,27%	6,18%	5,36%
Overskudsgrad drift u. skat		8,73%	8,79%	3,75%	6,92%	4,21%

Som det fremgår af tabellen foroven, ses det, at aktivernes omsætningshastighed er i gennemsnit et stykke over 2, hvilket vil sige, at for hver krone Flügger bruger, skaber de over 2 kroner i salg, da nøgletaget måler hvor meget investeringer i netto driftsaktiver giver i nettoomsætning. Udviklingen har været en smule nedadgående under finanskrisen, dog har de så småt opnået en lille stigning i deres seneste årsregnskab.

Overskudsgraden viser hvor meget de tjener på hver krone, der bliver omsat for fra virksomhedens driftsaktivitet. Nøgletallet er en god indikator for indtægtsomkostnings-tilpasningen i en virksomhed. Udviklingen i dette nøgletal de sidste 5 år, har været rimelig stabil. Dog ses det igen, at kursreguleringerne samt nedskrivning af Goodwill, har haft en stor indflydelse på det negative resultat i regnskabsår 2008/09. Dette kommer dog ikke bag på nogen, da ROE og ROIC, havde tilsvarende negative udfald.

Formlerne for ovennævnte nøgletal er følgende¹⁰⁸:

¹⁰⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 261

¹⁰⁷ Egen tilvirkning, se bilag 8

¹⁰⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang Ole Sørensen, side 261-262

$$AOH = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Netto driftsaktiver}}$$

$$OG = \frac{\text{Driftsoverskud efter skat}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Niveau 3

På dette niveau ses der på aktivernes omsætningshastighed og overskudsgradens underliggende drivere.

Tabel¹⁰⁹

Niveau 3 AOH drivere					
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætningen	1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Ændring i nettoomsætningen	8%	7%	-3%	-4%	10%
Immaterielle anlægsaktiver	15%	6%	-26%	16%	39%
Materielle anlægsaktiver	8%	10%	15%	8%	3%
Udskudt skatteaktiv	5%	17%	5%	-25%	0%
Varebeholdninger	10%	9%	-5%	-10%	7%
Tilgodehavender	5%	9%	-8%	-4%	26%
Driftslikviditet	8%	7%	-3%	-4%	10%
Driftsaktiver i alt	8%	9%	-1%	0%	12%
Langfristede forpligtelser	68%	-36%	-12%	32%	16%
Leverandørgæld	-12%	5%	-10%	30%	19%
Skyldig selskabsskat	-1%	-6%	-39%	7%	-36%
Anden gæld	7%	16%	19%	-10%	13%
Periodeafgrænsningsposter	-67%	349%	-39%	-64%	10%
Driftsforpligtelser i alt	0%	4%	-2%	7%	11%
Nettodriftsaktiver	11%	11%	0%	-3%	12%

Foroven ses de underliggende drivere for aktivernes omsætningshastighed. Det ses tydeligt, at nettoomsætningens udvikling i procent ligger meget tæt op af udviklingen af netto driftsaktiverne. Dette gør, at Flüggers AOH, er rimelig stabil, som vist tidligere. Det kan dog ses, at en manglende omsætning i regnskabsårene 2008/09 og 2009/10, set i forhold til udviklingen af netto driftsaktiver, har påvirket AOH negativt.

¹⁰⁹ Egen tilvirkning, se bilag 8

Tabel¹¹⁰

Niveau 3 OG drivere		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Salg Danmark		631.912	668.003	658.733	655.828	654.136
Salg Sverige		519.939	543.199	534.180	525.960	606.895
Salg Norge		182.969	213.290	182.105	179.008	203.580
Salg Andre lande		113.947	130.430	129.146	85.828	126.369
Nettoomsætning		1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Ændring i nettoomsætningen		8%	7%	-3%	-4%	10%
Bruttoresultat		797.882	865.011	835.129	822.994	892.971
Bruttoavanceprocent		55,1%	55,6%	55,5%	56,9%	56,1%
Vækst		8,6%	8,4%	-3,5%	-1,5%	8,5%
Overskudsgrad fra salg	OGSalg	6,09%	6,70%	2,11%	4,77%	2,88%
Overskudsgrad fra anden drift	OGAndet	0,62%	-0,65%	-4,38%	1,41%	2,49%
Salgs - og distributionsomkostninger		12%	9%	4%	-5%	14%
Administrationsomkostninger		11%	2%	9%	-6%	15%

I tabellen foroven ses overskudsgradens underliggende drivere. Som nævnt er det overskuddet fra driften efter skat, divideret med nettoomsætningen. I tabellen ses omsætningen for de enkelte lande¹¹¹. Her fremgår det, at det danske marked har været ret stabilt, uden de helt store udsving, hvorimod salget i Sverige og Norge har haft en jævn vækst de seneste par år. Salget i de "andre lande", har svinget noget, men har en mindre andel af den samlede omsætning. Dog ses der en ret stor stigning fra de sidste 2 år, hvilket kan tyde på en effekt af Flüggers investeringer i Østeuropa og Kina.

4.4 Vækstanalyse

I alle virksomheder anses vækst som værende en faktor alle bør stræbe efter for at maksimere deres indtjening. Investorer smider kapital i en virksomhed som Flügger, med en forventning om virksomhedens evne til at skabe vækst.

En måde at analysere om der forekommer vækst er residualoverskuddet, RI ¹¹². Residualoverskuddet måler en periodes tilvækst i egenkapitalen foruden det, som der kræves for at dække egenkapitalomkostningerne.

$$RI_t = (ROE_t - r_e) * EK_{t-1}$$

Hvor,

¹¹⁰ Egen tilvirkning, se bilag 8

¹¹¹ Flüggers årsrapporter, 2006/07 – 2010/11

¹¹² Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang, Ole Sørensen, Side 44 samt 282

$$ROE_t = \text{nettooverskud}/EK_{t-1}$$

$$r_e = \text{Ejernes afkastkrav}$$

Før beregningen af residualindkomsten foretages, skal ejernes afkastkrav først bestemmes. Dette gøres ved at anvende CAPM-modellen¹¹³.

$$r_e = R_f + \beta_i * (E(R_M) - R_f)$$

Hvor,

R_f = Risikofrie rente

β_i = Beta for aktiv i

$(E(R_M) - R_f)$ = Risikopræmien

Ved CAPM-modellen findes der frem til ejernes afkastkrav, ved at beregne denne ud fra det risikofrie afkast samt en risikopræmie. Før beregningen af ejernes afkastkrav foretages, skal vi først bestemme den risikofrie rente og beta-værdien først bestemmes, som viser den systematiske risiko, der er overfor markedsporteføljen.

4.4.1 Risikofrie rente

Til estimat for den risikofrie rente anbefales¹¹⁴ det, at man ser på renten for den toneangivende ti-årige statsobligation. Et andet alternativ vil være at tage renten på nul-kuponobligationer. Men dette vil resultere i en række forskellige rentesatser, grundet tidshorisonten på de forskellige pengestrømme, som skal tilbagediskonteres. Derfor anvendes den ti-årige statsobligation, som pr. april måned 2011 havde en rente på 3,27 %¹¹⁵.

4.4.2 Risikopræmien

Risikopræmien kan betragtes som et tillæg, som aktionærerne forlanger at få, når de investerer i aktier, frem for at sætte pengene i fx statsobligationer, som er et risikofrit aktiv. Dette er bestemt også tilfældet for Flüggers investorer. For at estimere denne risikopræmie, er der en række metoder¹¹⁶. En metode er at spørge et antal investorer om, hvad deres skøn er af risikopræmien, og derefter bruge gennemsnittet. Dette foretager PriceWaterhouseCoopers

¹¹³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, Side 51

¹¹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, Side 51

¹¹⁵ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

¹¹⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 52

(PWC) ofte, hvor de i den seneste rapport er kommet frem til en markedsrisikopræmie på 5 %¹¹⁷. Dette stemmer også overens med den markedsrisikopræmie som SKAT anbefaler at anvende¹¹⁸.

Andre metoder er at se på historiske data, dog vil dette forudsætte, at man formoder, at risikopræmien er uændret historisk set og frem til i dag. Derfor anvendes den risikopræmie, som PWC er kommet frem til.

4.4.3 Beta-værdien

Ved alle aktier gælder det således, at jo større risikoen er, desto større vil risikopræmien være. Beta er et risikomål, som viser hvorvidt risikoen er stor eller lille, på den pågældende aktie i forhold til markedsporteføljen. Forneden vises en fortolkning af beta:

Tabel ¹¹⁹

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

Beta bestemmes ved følgende formel:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2}$$

Hvor,

$\sigma_{i,M}$ = Kovariansen mellem i og M

σ_M = Standard afvigelsen på markedsporteføljen

¹¹⁷ PWC rapport "Tema: Årsregnskabslovens regler om nedskrivning af materielle og immaterielle anlægsaktiver" 10. december 2010, Af Martin Kristensen

¹¹⁸ SKAT Vejledninger 2011-7

¹¹⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 53

Som tidligere beskrevet er Flügger kommet pænt gennem krisen, uden at være alt for hårdt ramt. Dette indikerer, at Flügger bør have en Beta under 1, da de ikke har oplevet et så kraftigt udsving, som markedet ellers har oplevet. Som det fremgår af beregninger af Beta, bilag 9, som er baseret på kurser de sidste 3 år, ses det, at Beta bliver beregnet til 0,71 i forhold til markedsporteføljen, som i dette tilfælde er OMX C20. En Beta under 1, stemmer ligeledes overens med vurdering fra Proinvestor, som har vurderet den til at være 0,6¹²⁰.

I nedenstående tabel ses forskellige Beta-værdier. Ud fra foregående analyser vurderes Flügger at have en lav finansiell risiko. Den driftsmæssige risiko vurderes til at være neutral, hvilket gør, at foreligger niveau mellem 0,6 og 0,85. Derfor sættes Beta til en værdi på 0,71.

Figur¹²¹

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

4.4.4 Ejernes afkastkrav

Ud fra overstående data, kan aktionærernes afkastkrav beregnes. Dette gøres som nævnt ved CAPM.

$$r_e = 0,0327 + (0,71 * 0,05) = 0,0682 = 6,82\%$$

Overstående udregning er hermed et estimat af ejernes afkastkrav. Et parameter som har indflydelse på det lave afkastkrav, er den lave rente på statsobligationerne. Det der ellers kan ses er, at formelen viser et rente/afkast, som kan fås fra en alternativ investering uden risiko, hvorved der er lagt den risikopræmie oveni, som aktionærerne forlanger at få, for at løbe den

¹²⁰ <http://www.proinvestor.com/aktier/Flugger+-b-/FLUG%20B.CO>

¹²¹ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Rådgivningsudvalget December 2002, side 59

pågældende risiko. Men da det som nævnt tidligere ikke vurderes, at Flügger er en stor risikoaktie, vil præmien være af mere beskeden karakter.

4.4.5 Estimering af residualoverskuddet

Som tidligere nævnt er residualoverskuddet velegnet til at vurdere, hvorvidt der er vækst i Flügger. Forneden udregnes estimatet af residualoverskuddet for Flügger, ud fra årsregnskabet data pr. 30. april 2011.

$$RI_{2011} = (ROE_t - r_e) * EK_{t-1}$$

$$RI_{2011} = (0,1145 - 0,0682) * 779.309 = 36.082$$

Estimatet af residualoverskuddet er 36.082 for indkomståret 2010/11. Dette viser, at virksomheden har oplevet vækst det seneste år efter finanskrisen.

Residualoverskuddet er blandt andet baseret på ROE, som nævnt er forrentningen af egenkapitalen, som baserer sig på totalindkomsten over den gennemsnitlige egenkapital. Da ROE i regnskabsår 2008/09 var negativt med hele 5,18 %, vil det formodes, at Flügger havde et negativt residualoverskud i denne periode. Derefter vurderes det, at Flügger har haft et positivt residualoverskud indtil seneste årsregnskab.

Som det ses i tabellen forneden, er ændringen i residualoverskuddet kommet nogenlunde igen efter en hård medfart under finanskrisen. Grunden for faldet fra regnskabsår 2009/10 til 2010/11 skyldes, at Flügger i 2009/10 havde en meget høj ROE.

Residualoverskuddet	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
RI	63.593,83	23.477,10	-89.151,72	61.128,14	36.082,01
ΔRI		-40.116,72	-112.628,82	150.279,86	-25.046,13

4.5 Delkonklusion

Gennemgangen af de i afgrænsningen anførte årsrapporter, har alle været sammenlignelige, hvilket har givet god grund til den ovenfor udførte regnskabsanalyse. Tilsvarende har de anvendte årsrapporter været uden bemærkninger fra revisor eller ledelse.

Samlet set har Flügger pæne nøgletal. Det er tydeligt, at de som de fleste andre virksomheder ikke er gået ubemærket gennem finanskrisen, som også har sat sine spor på Flüggers vækst. Dog ser det ud til, grundet Flüggers strategi, som også indebar indførelsen af LEAN, at de er kommet pænt gennem krisen, og fortsætter umiddelbart den samme vækst, som Flügger opnåede før krisens udbryd.

Det har klart været en fordel for Flügger at have haft fokus på deres omkostninger. På trods af faldende omsætning i 2008/09 til 2009/10, har de formået at have en pæn overskudgrad, hvis der ses bort fra kursreguleringerne samt nedskrivning af goodwill i 2008/09.

Tilsvarende har forrentningen af Flüggers egenkapital, ROE, ligget på et ret så pænt niveau gennem analyseperioden, og den ligger i sidste årsregnskab på et niveau svarende til før krisen.

Et andet stærkt nøgletal har været deres FGEAR, som viste, at Flügger igennem analyseperioden hele tiden har haft flere finansielle aktiver end forpligtigelser. Dette er i god tråd med hvordan Flügger ønsker at drive forretningen på, nemlig ved at være selvfinansieret.

Fremadrettet vil valutakurser stadig spille en stor rolle for Flüggers regnskab, samt konjunktoren i samfundet, som det tidligere, kunne se lå med samme udvikling som Flügger.

Ud fra vækstanalysen, som er foretaget med hjælp af residualoverskuddet, kan det ses, at grundet finanskrisen, har Flügger ikke oplevet nogen vækst i årene 2007/08 til 2008/09, dog ses det efterfølgende, at de er kommet igen i de efterfølgende år.

5. Budgettering

I dette kapitel vil de fra den strategiske og regnskabsmæssige analyser fundne data, danne grund for en budgettering, som vil være et estimat over, hvordan pengestrømme fremtidig vil være for Flügger. Budgettering vil derfor ligge til grund for den endelige værdiansættelse af Flügger.

Budgetteringen, som også betegnes som proforma-regnskaber¹²², vil ske på baggrund af de forrige analyser, som er baseret på al offentligt tilgængeligt materiale. Det vil derfor være en smule vanskeligt at foretage en meget detaljeret budgettering, da der ingen kendskab er til Flügger internt. Dette vil dog alligevel blive forsøgt i dette kapitel, dog med fokus på de overordnede regnskabsposter.

Budgetperioden er valgt som værende 5 år, samt en terminsperiode. Baggrunden for valget er, at det i afgrænsning forventes, at efter en 5-årig periode, vil sporene af finanskrisen have lagt sig, og at Flügger kan fortsætte deres forretning på samme vis, som før krisens indtruffen.

For budgetteringen af alle nedenstående nøgletal gælder det, at den budgetterede terminalværdi som optræder ved steady state-niveau¹²³, er forsigtigt vurderet ud fra det budgetterede niveau, for at opnå en plausibel værdi for værdiansættelsen, hvilket terminalværdien har stor indflydelse på.

5.1 Budgettering af Flügger A/S

5.1.1 Budgettering af omsætningen

Flügger har i de seneste årsrapporter budgetteret med en vækst i salget på 6-10 %, afhængig af valutakurserne. Udviklingen har de seneste 5 år, været et snit på 3,6 % på omsætningen. Dette lavere gennemsnit skyldes årene 2008/09 samt 2009/10, der var ramt af finanskrisen.

¹²² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, Side 313

¹²³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, Side 319

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætningen	1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Udvikling	7,9%	7,3%	-3,3%	-3,8%	10,0%
Gennemsnitlig udvikling	3,6%				

Under den strategiske analyse vurderes Flüggers styrker og muligheder for at kunne realisere Flüggers egne forventninger til fremtiden, som værende en stigning i omsætningen på de 6-10 %. Dog vurderes de næste par år til stadig at være præget af mindre vækst, grundet finanskrisen.

Budgetteringen af nettoomsætningen	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning udvikling %	6%	7%	8%	8%	8%	3%
Nettoomsætning	1.686.439	1.804.490	1.948.849	2.104.757	2.273.137	2.341.331

Som fremført i den strategiske analyse afsnit 3.1.2, er der en høj grad af intern rivalisering. Men med Flüggers strategi, hvor de satser på udvidelse i Østeuropa og Kina, vurderes det til, at denne strategi medvirker til en fortsættelse af de høje vækstrater under omsætningen. Samtidig er Flügger meget fokuseret på at følge med tidens tendenser, hvad enten det gælder nethandel, applikationer til smartphones eller trends inden for tapeter. Dette medvirker til, at Flüggers fremtidige omsætning budgetteres som vist foroven. Dette understøttes af den i indledningen, afsnit 1, nævnte stigning i byggebranchen.

Det vurderes samtidig, at Flügger formår at opretholde den, i afsnit 3.2.1 fundne, værdiskabende del. Som den helhed Flügger besidder, i og med at deres aktiviteter er lige fra produktion af maling, til endeligt salg hos slutbrugeren.

5.1.2 Budgettering af netto driftsaktiver

For at undgå at budgettere på Flügger nettodriftsaktiver, NDA, vælges der at budgettere på aktivernes omsætningshastighed, AOH. Dette gøres for at undgå en vurdering af Flüggers fremtidige aktiver, da en sådan vurdering af hver enkelt aktiv vil være meget besværlig.

Aktivernes omsætningshastighed har de sidste 5 år ligget med et gennemsnit på 2,3323. Da aktivernes omsætningshastighed har ligget på samme niveau, gennem den anvendte periode, vurderes dette at være niveauet for Flügger, hvilket gør, at gennemsnittet vil blive anvendt til fremtidig budgettering samt terminalværdi.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktivernes omsætningshastighed	2,5171	2,4277	2,2297	2,1837	2,3034
Gennemsnitlig udvikling	2,3323				

For neden er vist budgetteringen af AOH, samt den budgetterede omsætning, hvorved der kan findes frem til netto driftsaktiverne. Dette kan gøres, da AOH er forholdet mellem omsætningen og de gennemsnitlige netto driftsaktiverne.

Budgettering af NDA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætningen	1.686.438,80	1.804.489,52	1.948.848,68	2.104.756,57	2.273.137,10	2.341.331,21
Aktivernes omsætningshastighed	2,3323	2,3323	2,3323	2,3323	2,3323	2,3323
Netto driftsaktiver NDA	752.210,04	804.643,10	869.014,55	938.535,71	989.252,73	1.018.930,32

5.1.3 Budgettering af netto finansielle aktiver

For at budgettere de netto finansielle forpligtigelser, er der taget udgangspunkt i Flüggers grundlæggende holdning til optagelse af løn mv. Som det ses i regnskabsanalysen, var den finansielle gearing negativ, hvilket vil sige, at Flügger har positive netto finansielle aktiver. Da de netto finansielle aktivers udvikling ofte hænger sammen med virksomhedens øvrige udvikling, sammenlignes forholdet på netto driftsaktiver historisk set.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Netto finansielle aktiver	128.483,33	98.328,78	15.709,36	109.483,76	67.692,20
Netto driftsaktiver	606.001,67	674.968,22	674.218,64	650.717,24	730.724,80
Andel	0,21	0,15	0,02	0,17	0,09
Gennemsnitlig	0,13				

Det gennemsnitlige forhold er, at de netto finansielle aktiver har været af en størrelse på 13 % af de netto driftsaktiver Flügger har haft.

Den fremtidige budgettering bliver derefter baseret på budgetteringen af netto driftsaktiver, med samme historiske størrelsesforhold.

Budgettering af NFA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto driftsaktiver	752.210	804.643	869.015	938.536	989.253	1.018.930
Netto finansielle aktiver	96.567	103.298	111.562	120.486	126.997	130.807

5.1.4 Budgettering af overskudsgrad samt driftsoverskud fra salg u. skat

Ved budgettering af overskudsgradens underliggende drivere, vil det ligeledes være for svært at forudsæ en udvikling, som ved budgetteringen af de underliggende aktiver for AOH. Derfor bliver der her budgetteret på selve OG fra salg u. skat, med udgangspunkt i den budgetterede nettoomsætning, samt den historiske udvikling for selv samme.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Driftsoverskud fra salg u. skat	126.542	136.600	56.478	100.159	66.948
Nettoomsætning	1.448.767,00	1.554.922,00	1.504.164,00	1.446.624,00	1.590.980,00
Overskudsgrad u. skat	8,73%	8,79%	3,75%	6,92%	4,21%
Gennemsnitlig udvikling	6,48%				

Som det ses i overstående tabel, er den gennemsnitlige udvikling på 6,48 %. Da der er budgetteret med Flügger's omsætning, er det nu kun nødvendigt at se på deres omkostninger. Med de indgreb Flügger har foretaget, grundet finanskrisen, med stort fokus på omkostningsbesparelser ved indførelse af LEAN over hele koncernen, forudses det, at de får en lille stigning i deres OG fra salg u. skat, i takt med at omsætningen tilsvarende stiger. Derudover har Flügger via etableringen i Kina, mulighed for at få en bredere leverandørrelinje, som tilsvarende kan være med til at minimere omkostningerne. Som tidligere nævnt har der dog forekommet stigende råvarepriser, og derfor bliver vurderingen en forsigtig stigning. Dette resulterer i nedenstående budgettering af driftsoverskuddet.

Budgettering af DO u. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.686.438,80	1.804.489,52	1.948.848,68	2.104.756,57	2.273.137,10	2.341.331,21
OG u. skat	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,5%	6,5%
Driftsoverskud fra salg u. skat	84.321,94	90.224,48	116.930,92	126.285,39	147.753,91	152.186,53

5.1.5 Budgettering af driftsoverskud fra salg m. skat

For at budgettere driftsoverskuddet fra salg efter der er beregnet skat, skal der udregnes og budgetteres på den effektive skatteprocent¹²⁴. Dette gøres ved at finde analyseperiodens procentvise skat, af driftsoverskuddet før skat.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Driftsoverskud fra salg u skat	126.542	136.600	56.478	100.159	66.948
Skat driftsoverskud salg	-38.308	-32.404	-24.759	-31.136	-21.186
Effektiv skatteprocent	-30,27%	-23,72%	-43,84%	-31,09%	-31,65%
Skatteprocent i året	28,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Afvigelse mellem effektiv og akuel	2,27%	-1,28%	18,84%	6,09%	6,65%
Gennemsnitlig afvigelse	6,5%				

At den effektive skatteprocent ikke er den samme som den aktuelle skatteprocent, skyldes at der kan forekomme beskatning af udenlandske selskaber, hvilket også er tilfældet for Flügger.

Ved at sammenligne den effektive skatteprocent med den fastlagte, kan der findes den gennemsnitlige afvigelse, som er på 6,5. Den gennemsnitlige afvigelse lægges til den fremtidige skatteprocent, da der fremtidigt også vil opstå tilsvarende udsving. Dog rundes tillægget ned til 6 %.

Forneden ses det budgetterede driftsoverskud m. skat.

Budgettering af DO m. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Driftsoverskud u. skat	84.321,94	90.224,48	116.930,92	126.285,39	147.753,91	152.186,53
Effektiv skatteprocent	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Driftsoverskud m. skat	58.182,14	62.254,89	80.682,34	87.136,92	101.950,20	105.008,70

5.1.6 Budgettering af andet driftsoverskud m. skat

Historisk set har andet driftsoverskud ligger på 0,01 % af nettoomsætningen. Dette er inklusiv diverse reguleringer på egenkapitalen. Grunden til at de tidligere reguleringer er taget med, skyldes at der ikke har været et år uden reguleringen i regnskabsanalysen, derfor vurderes det, at der sandsynligvis vil være en fremtidig tendens til samme.

¹²⁴ Regnskab og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, Side 199

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Andet driftsoverskud u. skat	6.906	3.599	-400	5.955	18.476
Reguleringer	4.022	-12.809	-65.538	15.939	25.683
Andet driftsovers. u. skat m. regulering	10.928	-9.210	-65.938	21.894	44.159
Andet driftsovers. u. skat af nettoomsæt.	0,8%	-0,6%	-4,4%	1,5%	2,8%
Gennemsnitlig andel	0,01%				

Ved budgetteringen forudsættes det, at andet driftsoverskud vil have samme udvikling, som den historisk set har været. Dette gøres, da man ofte vurderer posten til at variere med virksomhedens størrelse¹²⁵.

Budgettering af andet DO	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.686.438,80	1.804.489,52	1.948.848,68	2.104.756,57	2.273.137,10	2.341.331,21
Andet driftsoverskud u. skat	227,08	242,98	262,42	283,41	306,08	315,27
Skat	70,40	75,32	81,35	87,86	94,89	97,73
Andet driftsoverskud m. skat	156,69	167,65	181,07	195,55	211,20	217,53

5.1.7 Budgettering af den finansielle indkomst

Gennem de sidste 5 år, har Flügger haft en svingende finansiell indkomst. Hvilket blandt andet skyldes gevinst eller tab på værdipapirer som har svinget meget. Den gennemsnitlige udvikling har ligget på 1 % stigning gennem de sidste 5 år.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Netto finansielle aktiver	128.483	98.329	15.709	109.484	67.692
Indkomst finansielle - efter skat	20.646	-10.276	-3.754	20.699	3.912
Afkast %	16%	-10%	-24%	19%	6%
Gennemsnitlig afkast %	1%				

Det må dog forventes, at lignende tab og gevinst kan forekomme i fremtiden, og derfor bliver den historiske udvikling anvendt til fastlæggelse af budgettet for selv samme.

Budgettering af Indkomst finansielle	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto finansielle aktiver	96.567	103.298	111.562	120.486	126.997	130.807
Indkomst finansielle - efter skat	1.238	1.324	1.430	1.544	1.628	1.677
Gennemsnitlig afkast	1%	1%	1%	1%	1%	1%

¹²⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 326

5.1.8 Opsamling for budgetteringen

Det foroven budgetterede regnskab er foretaget over en 5-årig periode, som er baseret på de oplysninger udvundet ved den strategiske analyse, kapitel 3, samt historiske data gennemgået under den regnskabsmæssige analyse, kapitel 4.

Flüggers omsætningen er budgetteret ud fra de fremadrettede faktorer, som vil have indflydelse på Flügger ud fra de i SWOT'en oplistede punkter. Samtidig er den baseret på de historiske tal, som har været et gennemsnit over regnskabsår, som ligger både før, under og efter finanskrisen. Disse oplysninger og data er sammenholdt med Flüggers egne forventninger til fremtiden.

Den budgetterede omsætning har efterfølgende ligget til grund for budgetteringen af netto driftsaktiverne. Disse er budgetteret ud fra aktivernes historiske omsætningshastighed.

Derudover er overskudgraden budgetteret ud fra historiske data, samt oplysninger om den omkostningsfokuserede strategi fra Flüggers side, samt en vurdering af omkostningsbesparelsen ved etablering i Kina.

Den effektive skatteprocent er ud fra de historiske data, budgetteret med afvigelse fra den effektive skatteprocent over til den aktuelle. Den historiske gennemsnitlige afvigelse bliver anvendt til den budgetterede effektive skatteprocent.

5.2 Budgettering ud fra at E-butik ej var etableret

Ud fra interview¹²⁶ med Kasper Søvsø, som er hovedansvarlig for Flüggers nethandel, vurderes det at etableringen af E-butikken, har haft en kæmpe stor indflydelse på Flügger. Det drejer sig blandt andet om det, at komme tidligt ind i en forbrugers beslutningsfase, da flere og flere allerede træffer deres beslutning ved research på internettet. Hvis det første der kommer op i deres søgning er Flügger, har de allerede der et forspring over for deres konkurrenter.

¹²⁶ Bilag 1 - Interview med Kasper Søvsø

Foruden maling, har Flügger oplevet, siden etableringen af E-butikken, en stor stigning i salget af tapeter. Dette skyldes formentlig, de tilbud Flügger giver over nettet, ved f.eks. gratis tapetprøver sendt direkte til døren.

Der er ingen tvivl om, at det er en rigtig god forretning for Flügger at have en E-butik, da man allerede er i gang med at etablere en tilsvarende i Polen. Men hvor meget det så at sige i runde tal, at have en E-butik illustreres i det efterfølgende.

Det har været svært at få nogle oplysninger fra Flügger på, hvor meget omsætning det reelt har givet dem. Dog er der fremskaffet et skema¹²⁷ over den cross-channel effekt som Flügger mener, at E-butikken har medført.

CROSS CHANNEL EFFEKT

Besøg pr. Uge gns.	30,000
Online oms. Pr. Uge gns.	100,000
Kunder sendt i butik	0.38
Antal kunder sendt i butik	11,400
Andel der køber i butik	0.97
Gns. Ordrestørrelse	480
Omsætning	5,307,840
Andel der ville have besøgt en butik hvis ikke sitet eksisteret	0.50
Cross Channel effekt	2,753,920

Som det ses i skemaet, mener Flügger at andelen som havde besøgt en butik hvis sitet ikke eksisterede, vil være 50 %, hvilket vil sige, at nu hvor sitet eksisterer, er der 50 % flere som besøger en butik efterfølgende. Ud fra disse oplysninger konkluderes det, at det vil, for det danske marked, have en værdi på 50 % af omsætningen, hvilket umiddelbart lyder ret højt.

Med tiden vil andre aktører med garanti også oprette E-butikker, derfor vil noget af omsætningen igen falde i forhold til Flüggers beregninger. Budgetteringen er alene lavet ud fra en ændring i omsætningen. Da omkostningerne ved E-butikken, ikke vurderes til at have en indflydelse, måske nærmere en omkostningsbesparelse. Da der intet personale er, samt evt. transport omkostninger til Flüggers butikker, som man nu undgår, da varen bliver sendt direkte fra lagercentral.

Forneden ses det udarbejdede budget, ud fra ændringer i nettoomsætningen.

¹²⁷ Bilag 1 - Interview med Kasper Søvst

Budgetteringen af nettoomsætningen	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning udvikling %	6%	7%	8%	8%	8%	3%
Nettoomsætning m. E-butik	1.686.439	1.804.490	1.948.849	2.104.757	2.273.137	2.341.331
E-butiks indflydelse	30%	15%	15%	10%	5%	5%
Nettoomsætning u. E-butik	1.180.507,16	1.533.816,09	1.656.521,38	1.894.280,91	2.159.480,24	2.224.264,65

Budgettering af NDA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætningen	1.180.507	1.533.816	1.656.521	1.894.281	2.159.480	2.224.265
Aktivernes omsætningshastighed	1,57	1,91	1,91	2,02	2,14	2,06
Netto driftsaktiver NDA	752.210	804.643	869.015	938.536	1.008.745	1.079.358

Budgettering af DO u. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.180.507	1.533.816	1.656.521	1.894.281	2.159.480	2.224.265
OG u. skat	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,5%	6,5%
Driftsoverskud fra salg u. skat	59.025	76.691	99.391	113.657	140.366	144.577

Budgettering af DO m. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Driftsoverskud u. skat	59.025,36	76.690,80	99.391,28	113.656,85	140.366,22	144.577,20
Effektiv skatteprocent	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Driftsoverskud m. skat	40.727,50	52.916,66	68.579,98	78.423,23	96.852,69	99.758,27

Budgettering af andet DO	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.180.507,16	1.533.816,09	1.656.521,38	1.894.280,91	2.159.480,24	2.224.264,65
Andet driftsoverskud u. skat	158,96	206,53	223,05	255,07	290,78	299,50
Skat	49,28	64,02	69,15	79,07	90,14	92,85
Andet driftsoverskud m. skat	109,68	142,51	153,91	176,00	200,64	206,66

Budgettering af NFA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto driftsaktiver	752.210	804.643	869.015	938.536	1.008.745	1.079.358
Netto finansielle aktiver	97.787	104.604	112.972	122.010	131.137	140.316

6. Værdiansættelse

Efter udarbejdelsen af de finansielle opgørelser i budgetform, også kaldet proforma-regnskab, hvor der blev budgetteret på de forskellige finansielle værdidrivere, er næste punkt selve værdiansættelsen. I afsnittet vil der først blive fokuseret på en række forskellige modeller til anvendelse af værdiansættelsen af Flügger, her iblandt den frie cash flow-model, dividendemodellen og residualoverskudsmodellen. Hertil benyttes den mest anvendelige model til værdiansættelse af Flügger, som vil blive holdt op imod Flüggers aktieværdi. Til sidst vil der blive foretaget en ekstra vurdering af Flügger ud fra den forudsætning, at de ikke havde etableret deres E-butik.

6.1 Gennemgang af værdiansættelses modeller

Valget af værdiansættelsesmodel er ganske vigtig, da de hver især bygger på hver deres grundlag, som f.eks. de frie pengestrømme, overskud mv. I denne værdiansættelse, vil der udelukkende være fokuseret på de absolutte værdiansættelsesmodeller, da disse bygger på en budgettering, som er foretaget i kapitlet forinden. Alternativet vil være anvendelse af en relativ værdiansættelsesmodel, som ikke involverer budgettering og kun gør brug af meget lidt information¹²⁸.

Absolutte værdiansættelsesmodeller benyttes ofte af aktieanalytikere, da de giver et punktestimat, som derefter bliver sammenlignet med markedsværdien. De absolutte modeller kan opdeles i to, direkte eller indirekte. Forskellen er, at de direkte modeller anvender budgetteret pengestrømme, cash flow, som tilfalder ejerne af virksomheden, til at beregne værdien af egenkapitalen¹²⁹. Hvor de indirekte modeller først beregner virksomhedsværdien og derefter fratrækkes værdien af långivernes fordringer, for derefter at komme til aktionærværdien, hvilket er aktionærernes fordringer i virksomheden, som også kendes for egenkapitalværdien.

De direkte værdiansættelsesmodeller, anvendes altså til at finde værdien af egenkapitalen. Af modeller er der at nævne følgende¹³⁰:

- Dividendemodellen

¹²⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 25

¹²⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 25

¹³⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 36

- Cash Flow-modellen
- Residualoverskudmodellen

Dividendmodellen, er den eneste model, som kun anvendes som værende en direkte værdiansættelsesmodel. Modellen tilbagediskonterer den dividende, som udbetales til aktionærerne.

$$V^E = \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+r_e)^t} + \frac{d_{T+1}}{(r_e - g)(1+r_e)^T}$$

Cash Flow-modellen baserer beregningen på baggrund af pengestrømme fra driftsaktiviteten, med fradrag fra både pengestrømme fra investeringsaktiviteten og fra långivere, hvilket kaldes det frie cash flow. Dette repræsenterer det beløb, som står til rådighed for aktionærerne, enten til at få udbetalt som dividende eller til opsparing i virksomheden. Formelen for denne metode ses forneden.

$$V^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_e - g)(1+r_e)^T}$$

Med residualoverskudsmodellen bruges den bogførte værdi af egenkapitalen, og derefter tilbagediskonteres nettooverskuddet fra virksomheden, efter fradrag for egenkapitalomkostninger. Egenkapitalomkostningerne er det alternativafkastning, som aktionærerne vil kunne få ved en alternativ investering, og den reelle værdi for aktionærerne vil først være der, når overskuddet er større end afkastet på en alternativ investering. Et sådan overskud kaldes for residualindkomsten RI.

$$V^E = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{T+1}}{(r_e - g)(1+r_e)^T}$$

De indirekte modeller, som måler virksomhedens værdi, kan findes ved hjælp af to diskonterings modeller¹³¹.

- Cash Flow-modellen
- Residualindkomstmodellen

Den ene er Cash Flow-modellen, som er beskrevet foroven. Forskellen på den indirekte og den direkte er, at man her ser på det frie cash flow før fradrag af nettopengestrømmen til långiverne.

$$V^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_{wacc})^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1+r_{wacc})^T} - V^{NFF}$$

Den indirekte residualoverskudsmodel, tager i stedet for egenkapitalen i den direkte, nu udgangspunkt i netto driftsaktiverne, og herfra tilbagediskonterer residualindkomsten, nu værende RIDO, da man her tager virksomhedens driftsoverskud med fradrag for kapitalomkostningerne af netto driftsaktiverne¹³².

$$V^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{wacc})^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1+r_{wacc})^T} - V^{NFF}$$

I begge indirekte modeller anvendes de vejte gennemsnitlige kapitalomkostninger som diskonteringsfaktor. Samtidig ses det, at der i begge formler fratrækkes der V^{NFF} , som er værdien af långivers fordringer fra virksomhedsværdien, hvorved egenkapitalværdien opstår.

6.2 Værdiansættelse af Flügger A/S

Til værdiansættelse af Flügger anvendes den diskonterede cash flow-model, DCF-modellen. Da ønsket er at beregne Flüggers virksomhedsværdi anvendes den version, som er den indirekte, FCFF-model.

Modellen beregner værdien på grundlag af pengestrømme fra driftsaktiviteten fratrasket pengestrømme fra investeringsaktiviteten, derudover er det frie cash flow efter fradrag for

¹³¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 37

¹³² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 37

nettopengestrømme til långivere, hvilket givet et restbeløb som alene er til rådighed for aktionærene. Samtidig spiller virksomhedens valg af dividendepolitik samt valget af kapitalstruktur politik ingen rolle for FDFE-modellen. Med modellen ser der derfor alene på den værdiskabelse som finder sted fra Flügers driftsaktivitet. Derfor finder modellen anvendelig til værdiansættelse af Flüger.

6.2.1 Flügers vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger - WACC

Før der kan fortsætte værdiansættelse af Flüger, skal de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC, udregnes. WACC viser det afkast, som Flüger som minimum skal generere fra den investerede kapital.

Formelen for WACC, ser som følgende ud¹³³:

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

Hvor,

V_0^E = Markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{NDA} = Markedsværdi af virksomheden

r_e = Ejernes afkastkrav

r_g = Finansielle omkostninger efter skat

For ovennævnte formel skal de finansielle omkostninger efter skat først findes, men da Flüger gennem den periode som opgaven omhandler, har haft negative netto finansielle forpligtelser, erstattes overstående formel med:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e + \frac{V_0^{NFA}}{V_0^{NDA}} * r_{fa}$$

Hvor,

V_0^{NFA} = Markedsværdi af netto finansielle aktiver

r_{fa} = Afkast på finansielle aktiver

¹³³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen side 54

Afkastet på de finansielle aktiver bliver budgetteret efter det historiske gennemsnit, som er gennemgået under afsnit 5.1.7. Budgettet kan ses for neden:

Budgettering af Indkomst finansielle	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto finansielle aktiver	96.567	103.298	111.562	120.486	129.500	138.565
Indkomst finansielle - før skat	1.238	1.324	1.430	1.544	1.660	1.776
Gennemsnitlig afkast	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Ejernes afkastkrav blev estimeret i afsnit 4.4.4, under udregningen af residualoverskuddet og blev udregnet til at være:

$$r_e = 0,0327 + (0,71 * 0,05) = 0,0682 = 6,82\%$$

Derfor kan de vejede gennemsnitlige kapacitetsomkostninger udregnes.

$$WACC = \frac{1.217.922}{1.079.358} * 0,0682 + \frac{138.565}{1.079.358} * 0,01 = 0,0782 = 7,82\%$$

6.2.2 Fortsættelse af DCF-modellen og værdiansættelsen af Flügger A/S

Da wacc for Flügger nu er beregnet, kan der nu foretages den endelige beregning af estimatet af Flüggers værdi. Dette gøres ved at benytte følgende formel.

$$V^E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + wacc)^t} + NFA$$

Ud fra overstående oplysninger, samt oplysninger fra bilag 10, kan der nu opstilles en værdiansættelse af Flügger A/S.

Værdi af Flügger A/S 1.000 dkk	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Tilbagediskontering af FCF		34.035	8.449	13.013	13.035	35.160	1.072.583
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	1.243.967,27						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3.000						
Værdi pr. aktie	415						

Overstående er værdien af et estimat af Flüggers aktie pr. 30/4 2011, baseret på oplysninger fra seneste årsrapport. Hvis værdien pr. 31/10 2011 skal findes, benyttes følgende formel¹³⁴.

$$\text{Aktiekurs} * (1+r_e\rho)$$

Hvor,

ρ = Andelen af året mellem sidste balancedag og dagen for værdiansættelsen

$$415 * (1 + 0,0682 * 0,5) = 429,15$$

Estimatet af værdien af Flüggers aktier er 429,15 dkk pr. stk. for den 31/10 2011. Den noterede værdi denne dag er jf. NASDAQ OMX, Copenhagen, 350,00¹³⁵ dkk pr. stk. Ud fra estimatet af værdiansættelsen, ligger estimatet et godt stykke over Flüggers aktiekurs, med en afvigelse på 79,15 dkk pr. stk. svarende til 22,61 %. Ud fra dette ser det ud som om, at aktien er undervurderet ud fra oplysninger udregnet ved basis scenariet.

6.3 Følsomhedsanalyse af Flüggers værdiansættelse

Flüggers budget, som ligger til grund for overstående scenarie, er udarbejdet ud fra oplysninger gennemgået under de tidligere analyser. Ideen med en følsomhedsanalyse er at afklare, hvis dele af konklusionerne fra de forrige afsnit ikke kommer til at have den spåede værdi for Flügger end først antaget, eller modsat, hvis konklusionerne har været for forsigtige, og dermed har givet en for lav vurdering af Flügger. Dette kan sagtens være tilfældet, da der altid vil være en grad af usikkerhed forbundet med analyser og budgettering. Forneden er opstillet et "best case" og "worst case" scenarie, som viser konsekvenserne, hvis fremtidige faktorer har en positiv eller negativ indflydelse på Flügger.

6.3.1 Best case scenarie – Værdiansættelse af Flügger

Ved et "best case scenarie" ser man på hvorledes det vil gå for Flügger, hvis alle faktorerne går i Flüggers retning, og dermed har en positiv indflydelse på Flüggers værdi. Dette gøres ved at forudsætte at deres vækststrategier i Østeuropa og Kina lykkes, jf. gennemgangen i afsnit 3.2.2, den strategiske analyse. Samt at deres succes med E-butikken giver et forsat skub

¹³⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, side 332

¹³⁵ Bilag 12

til forretningen. Derudover vil deres omkostningsfokuserede strategi give dem færre omkostninger, hvilket vil gøre at et best case scenarie vil medføre en stigning på driftsoverskuddet samt nettooverskuddet med 2 %.

Værdi af Flügger A/S 1.000 dkk	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Tilbagediskontering af FCF		35.115	10.264	16.624	17.954	49.408	1.102.485
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	1.299.543,86						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3.000						
Værdi pr. aktie	433						

Når best case scenarie fra den 30/4 2011 tages, og omregner den til aktiekursen pr. 31/10 2011, bliver kursen 447,76, hvilket er et godt stykke over værdien på de 350, 00 som aktien står til pr. denne dato.

6.3.2 Worst case scenarie – Værdiansættelse af Flügger

I worst case scenariet antages det, at Flüggers vækststrategi i Østeuropa og Kina ikke formår at leve op til forventningerne, hvilket kan skyldes, at finanskrisen trækker ud, hvilket også vil have indflydelse på salget på deres skandinaviske markeder. Dette antages at have en negativ effekt på deres nettooverskud og driftsoverskud på – 2 %.

Værdi af Flügger A/S 1.000 dkk	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Tilbagediskontering af FCF		32.956	7.955	13.631	14.722	45.626	1.042.680
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	1.225.262,08						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3000						
Værdi pr. aktie	408						

Et sådan fald vil medvirke til at vurderingen af aktien vil ligge på 421,91 kr. pr. stk. den 31/10 2011, hvilket stadig er et godt stykke over de 350 kr.

6.4 E-butiks betydningen af Flügger værdi

Da Flügger tilbage i 2010 etablerede deres E-butik i Danmark, var det med henblik på at, denne skulle medvirke til at øge Flüggers vækst i fremtiden. Der var flere forventninger til, at den skulle have en positiv indflydelse på forretningen, da Flügger herved formåede, at de

derved hurtigere kom ind i beslutningsfasen hos den enkelte forbruger¹³⁶. I budgetafsnittet, 5.2, blev det ud fra oplysninger af Kasper Søvstø, vurderet hvilken konsekvens det vil have på budgettet, hvis Flügger ikke var etableret deres E-butik, og dermed var ikke var gået ind i E-handlen. Det skal nævnes, at det i budgettet igen er et estimat, som er baseret på oplysninger indhentet gennem interview med den ansvarlig for Flügger E-butik, Kasper Søvstø¹³⁷.

Værdi af Flügger A/S 1.000 dkk	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Tilbagediskontering af FCF		17.847	416	3.358	6.587	18.285	414.989
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	529.173,27						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3.000						
Værdi pr. aktie	176						

Som det ses ovenfor, vil værdiansættelse på baggrund af det estimerede budget¹³⁸, give en aktieværdi på 176 pr. 30/4 2011, hvilket svarer til 182 kr. pr. stk. pr den 31/10 2011.

Forskellen fra de 415 kr. til 182 kr. pr. stk. svarer til 233 kr. pr stk. hvilket har en værdi af 699 mio. kr. af den samlede værdi, som Flügger vil have fået glip af, så frem de ikke havde etableret deres E-butik.

Overståede er kun et estimat over værdien af Flügger A/S, hvis de ikke havde etableret deres E-butik. Samtidig tager beregningen heller ikke udgangspunkt i andre alternative investeringer, som Flügger kunne have foretaget. Det kan dog konkluderes, at den måde Flügger driver forretning på, med konstant at være fremme med nye ideer til at sælge deres produkter på, som her med deres E-butik, har en stor værdi for forretningen.

6.5 Opsamling af værdiansættelsen af Flügger

Til anvendelse for værdiansættelsen af Flügger, faldt valget på den absolutte indirekte DCF-model. Dette skyldes, at den formår at beregne pengestrømmene fra driftsaktiviteten fratrasket pengestrømme fra investeringsaktiviteten. Dette bevirker, at modellen alene ser på

¹³⁶ Bilag 1 - Interview med Kasper Søvstø

¹³⁷ Bilag 1 - Interview med Kasper Søvstø

¹³⁸ Bilag 11

den værdiskabelse som finder sted fra Flüggers driftsaktiviteter, og kommer frem til Flüggers værdi, ved at tilbagediskontere cash flow.

Til beregning af værdien af Flügger ved hjælp af DCF-modellen, er udgangspunktet som nævnt Wacc. Wacc er udregnet til at være 7,82 %, og viser de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Herved er Wacc et udtryk for, hvad Flügger som minimum skal genere fra den investerede kapital.

Ud fra det opstillede scenarie af budgettet, er værdien af Flügger via DCF-modellen estimeret til at være 1.243.967 mio. kr. pr. 30. april 2011, hvilket svarer til en aktieværdi på kr. 415. Denne udregning svarer til en aktiekurs pr. 31. oktober 2011 til 429,15 kr. pr. stk., hvor den noterede aktieværdi på NASDAQ OMX Copenhagen, er 350 kr. pr. stk. Det virker hermed som om, at Flüggers aktie, ud fra estimatet, er meget undervurderet. Det kan dog ses ud fra aktiekursen, at der kun skal ses tilbage til august måned, for at kursen lå på samme niveau som estimatet¹³⁹.

Efterfølgende analyse af følsomheden, med best og worst case scenarier, hvor drifts- og nettooverskuddet hhv. steg eller faldt med 2 %, vidste det sig, at aktien burde ligge i et interval mellem worst case på 421,91 kr. pr. stk. og best case på 447,6 kr. pr. stk. for aktien pr. den 31/10 2011. Dette er dog ikke tilfældet for aktien, den 31/10 2011, hvor den som nævnt ligger et godt stykke under intervallet. Selv om aktien månederne forinden har ligget på det estimerede niveau, er aktien i oktober måned faldet til at ligge på 350 kr. pr. stk.. Efterfølgende har aktien ligget omkring de 350 kr. pr. stk.. Vurderingen er, at aktien for tiden er undervurderet, hvilket kan tyde på, at aktien er påvirket af de negative hypoteser omkring fremtidens vækst i Europa specielt. Ud fra estimatet virker et eventuelt opkøb af Flügger som værende en god investering.

Flüggers E-butik har hermed en stor betydning for virksomhedens værdi. Værdien af etableringen af E-butikken er estimeret til at være, 699 mio. kr., som Flügger ville have gået glip, af hvis de ej havde etableret deres E-butik. Da der er tale om et estimat, udregnes på baggrund af oplysninger, der i budgetafsnittet 5.3, vurderes til at være en ret misvisende.

¹³⁹ http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3315

Derfor kan udregningen kun give et billede af, at Flügger strategi, som består i at være fremme med nye salgsideer, i høj grad er medvirkende til at skabe vækst i fremtiden.

7. Konklusion

Formålet med afgangsprojektet er at besvare de i problemformuleringen opstillede spørgsmål; *"Hvad er værdien af Flügger A/S pr. 31.10.2011? - er værdien af aktien over- eller undervurderet? Hvad har det betydet for selskabets værdi, at have etableret en e-handelsbutik?"*

Til beregning af værdien af Flügger er Flüggers Wacc estimeret. Wacc blev udregnet til at være 7,82 % og viser de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, som er det Flügger som minimum skal genere fra den investerede kapital.

Ud fra estimatet af værdiansættelsen i kapitel 6 kan det konkluderes, at Flüggers værdi pr. 31. oktober 2011 var 429,14 pr. aktie., hvilket svarer til en virksomhedsværdi på 1.243.967.270 dkk.

Der er flere grunde til at Flügger har en sund økonomi. De strategiske analyser, der blev gennemgået i kapitel 3 viser, at Flügger har mange alsidige styrker. Flügger er en sammensat virksomhed, der både producerer et bredt spektrum af malerprodukter men også står for slutsalget til forbrugeren, enten i de fysiske butikker eller i deres E-butik. Denne alsidighed giver Flügger et godt kendskab til sine produkter og dermed også de bedste muligheder for professionel rådgivning. Det professionelle fokus kommer til udtryk, når Flügger rekrutterer nye medarbejdere, da Flügger her lægger stor vægt på medarbejdernes faglige og branchemæssige baggrund.

Derudover har Flügger, som konstateret i den regnskabsmæssige analyse i kapitel 4, stor fokus på at være selvfinansieret. Hvilket har resulteret i, at de i hele analyseperioden, har haft netto finansielle aktiver.

Flügger har fokuseret meget på at udvide sine markeder, som tidligere har i befattet Skandinavien, til Østeuropa og Kina. Dette åbner nye muligheder, der kan skaffe Flügger større profit. Et oplagt eksempel kunne være udnyttelsen af Kinas marked for råmaterialer, hvilket kunne gavne Flügger i kampen mod de stigende råvarepriser. Etableringen i Kina kan på den anden side også være en trussel for Flügger, afhængig af hvilket niveau væksten i Kina

fremadrettet vil tage. Dette vil på sigt give anledning til at arbejde videre med forskellige scenarier vedrørende den endelige værdiansættelse.

Regnskabsanalysen i kapitel 4 viste, at Flügger ligesom mange andre virksomheder ikke er gået ubemærket gennem den seneste finanskrisen. Flügger har som nævnt i den strategiske analyse i kapitel 3 indført LEAN, hvilket har givet dem en bedre omkostningsminimerende organisation, der har været med til at hjælpe dem gennem krisen. LEAN har været en fordel for Flügger, i og med at deres omsætning har været faldende i regnskabsårene 2008/09 til 2009/10. Trods dette har Flügger formået at have en pæn overskudgrad, hvis vi ser bort fra kursreguleringerne samt nedskrivning af goodwill i 2008/09.

Samme positive tendenser ses på forrentningen af Flüggers egenkapital, ROE, som har ligget på et pænt niveau gennem hele analyseperioden. Det ses også, at ROE i årsregnskab 2010/11 ligger på et niveau svarende til før krisen.

Ud fra vækstanalysen i kapitel 4, som er foretaget med hjælp af residualoverskuddet, ses det, at grundet finanskrisen har Flügger ikke oplevet nogen vækst i regnskabsårene 2007/08 til 2008/09. På den anden side er Flügger kommet godt igen i de efterfølgende år.

De tendenser, som blev klarlagt i den regnskabsmæssige analyse i kapitel 4, er sammen med de strategiske analysepunkter i kapitel 3, grundlaget for budgetteringen i kapitel 5. Budgetteringen viser en positiv udvikling, der dog er en smule mere afdæmpet end Flügger selv forventer fremtiden.

Det kan på baggrund af estimatet af værdiansættelsen i kapitel 6, som bygger på budgettet forudsætningerne, konkluderes, at Flüggers aktie er undervurderet pr. 31/10 2011. Estimatet viste en beregnet værdi pr. aktie den 31. oktober 2011 til 429,14 kr. pr. stk., mod den noterede aktiekurs på NASDAQ OMX Copenhagen på 350 kr. pr. stk.

Følsomhedsanalysen under kapitel 6, hvor best og worst case scenarier er opstillet, viste at drifts- og nettooverskuddet hhv. steg eller faldt med 2 %. Dette er et udtryk for, at aktien burde ligge i et interval mellem worst case på 421,91 kr. pr. stk. og best case på 447,76 kr. pr. stk. for aktien pr. den 31/10 2011.

Slutteligt kan det konkluderes, at Flüggers E-butik har en stor betydning for virksomhedens værdi. Værdien, som Flügger har oparbejdet ved at etablere deres E-butik, er estimeret til 699 mio. kr. Der er her tale om et estimat af Flüggers værdi uden en etablering af E-butikken. Estimatet er baseret på cross-channel oplysninger, som er givet af Flügger ved interview af Kasper Søvsø, ansvarlig for E-butikken. Estimatet svarer til over 50 % af Flüggers værdi, og det vurderes, at informationerne er ret misvisende. Estimatet kan derfor kun give et billede af, at Flüggers markedsføringsstrategi i høj grad vil være medvirkende til, at Flügger skaber vækst i fremtiden. Det kan på baggrund heraf konkluderes, at det har en betydelig værdi for Flügger, at virksomheden investerer i nye metoder til markedsføring, heriblandt deres E-butik.

8. Perspektivering

Flügger er som mange andre virksomheder, i en situation hvor markedet er stagneret. Dette gør det svært at forudsige fremtiden. Er finanskrisen ved at være slut, eller ligger den stadig og ulmer under overfladen og kan føre til en såkaldt gældskrise, som har ramt flere lande i Europa.

Det kan ud fra verdensøkonomien diskuteres, hvorvidt det overhovedet er muligt at foretage en værdiansættelse af en virksomhed, da økonomierne i flere europæiske lande er meget ustabile. At finanskrisen nu har udviklet sig til en gældskrise, hvor bankerne er blevet hjulpet med diverse økonomiske redningspakker, kan have større konsekvenser, end man førhen har kunnet forestille sig. Den seneste tid har snakken gået på om Euroen vil bryde sammen¹⁴⁰, hvilket kan få fatal indflydelse på de europæiske lande som indgår i euro-samarbejdet.

Flügger har som beskrevet i opgaven deres største indtjening i landene inden for Europa. En gældskrise og et nedbryd af Euroen vil derfor have store konsekvenser for Flügger. Selv om Flügger selv mener, at de ikke er særlig konjunkturfølsomme, vil sådanne dramatiske ændringer i samfundsøkonomien påvirke deres omsætning. Dog vil specielt vækst-følsomme aktier være særligt præget af negative forudsigelser.

Flügger har dog en indstilling til fortsat, at opnå vækst på trods af, at andre virksomheder er mere forsigtige med deres bud på fremtidig indtjening. Flügger har en lav finansiell risiko, da de stort set er gældsfrie og har netto finansielle aktiver, hvilket giver dem et bedre udgangspunkt end mange andre virksomheder, som er gældsat. Og selvom Flügger satser på Kina, som sikkert også vil sikre dem en indtjening fremover, vil salget på det europæiske marked blive påvirket negativt, hvis de negative forudsigelser holder stik.

Overstående vil kunne ændre budgetteringen i negativt retning og vil gøre værdien af Flügger lavere. Efter endt værdiansættelse pr. 31/10 2011, har det tilsyneladende ikke skræmt investorerne synderligt, da aktien har holdt sit niveau efterfølgende.

¹⁴⁰http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/214452/merkel_euro-sammenbrud_ekstremt_farligt.html

Er de negative forudsigelser om et Euro-nedbryd kun bange anelser og ikke noget som kommer til at foregå, vil et andet scenarie være gældende. Den lave risikofrie rente gør, at det er billigere at optage og have lån. En situation Flügger konkurrenter kan nyde godt af og udnytte. For en gældsats virksomhed vil en lavere rente give en højere værdi af virksomheden, dette er ikke tilfældet for Flügger, da deres kapitalstruktur er sammensat af en begrænset fremmedkapital.

At Flügger er meget konservative, hvad angår stiftelse af gæld, kan faktisk være svækkende for dem, set i forhold til konkurrenterne, som kan have bedre vilkår for at ekspandere og investere i nye projekter. Det er selvfølgelig ikke sådan, at Flügger ikke kan optimere deres indtjening uden gæld, for det har vi set, at de har kunnet i mange år, hvor de stort set har været selvfinansieret. Det kan dog give konkurrenterne et forspring. Specielt i disse tider hvor man vurderer, at der kan være for mange udbydere på markedet. Vil det være en fordel at foretage opkøb eller fusioner mellem de eksisterende udbydere. Dette vil i givet fald kræve kapital.

Det kan også diskuteres, hvorvidt Flügger overhovedet får noget ud af at være børsnoteret. Da de ikke mangler kapital og som oftest er selvfinansieret. Ifølge Flügger er de børsnoteret af den primære årsag, at det giver dem PR samt et professionelt indtryk. Da der er omkostninger forbundet med at være børsnoteret, kunne dette muligvis give et bedre finansielt resultat ikke at være noteret. Et eventuelt overskud ved ikke at være børsnoteret kunne eksempelvis anvendes til udvidet markedsføring. Det vil måske endda give Flügger en større gevinst, hvis de anvendte pengene til at markedsføre sig i Kina og Østeuropa. En afnotering af Flügger, kunne dog også tænkes at give et forkert indtryk af virksomheden. Eksempelvis kunne det give et indtryk af, at Flügger er kriseram, hvilket ikke er tilfældet.

Som beskrevet under værdiansættelsen er Flügers aktie undervurderet, hvilket kunne få en eventuel investor eller opkøber til at overtage Flügger. Ulf Schnack agere som om, at han er enig i at aktien er undervurderet. Dette ses blandt andet ved de seneste opkøb foretaget i september og oktober måned, hvor han har købt for mere end 1,8 mio. DKK¹⁴¹. Dette er enten fordi Ulf Schnack, har en idé om, at aktien vil stige eller fordi han ønsker at signalere, at det går rigtig godt i Flügger.

¹⁴¹ <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/companynews/?Instrument=CSE3315>

9. Litteraturliste

Bøger:

Business research methods – Alan Bryman, Emma Bell

Danmarks økonomi siden 1980 – Per Ulstrup Johansen & Mikael Trier

Understanding Strategic Management – Anthony Henry

Managerial Economics - Salvatore

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen

Exploring Corporate Strategy 8th Edition– G. Johnson, K. Scholes, R. Whittington

Finansiell rapportering – Teori og regulering, Jens O. Elling

Artikler:

Artikel fra Børsen vedrørende Flüggers netbutik, torsdag den 18. marts 2010:

http://borsen.dk/nyheder/it/artikel/1/179067/flugger_klar_med_stor_netbutik.html

Artikel fra Børsen vedrørende EU støtte til opførelse af fabrik i Polen, 11. december 2008.

<http://borsen.dk/vaerktoejer/virksomhedsside/artikel/direct/2/62617.html>

Artikel fra Børsen 19.05.2011 ”Byggemarkeder i hårdt udskilningsløb”.

Artikel fra Mester Tidende mandag d. 5. september 2011.

Artikel fra Børsen vedrørende Euro-sammenbrud, 5. september 2011

http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/214452/merkel_euro-sammenbrud_ekstremt_farligt.html

Hjemmesider:

www.Flügger.com

www.Flugger.dk

www.Dyrup.com

www.akzonobel.com/dk

www.jotun.no

www.alcro.se

www.beckers.se

www.nasdaqomxnordic.com

www.borsen.dk

www.spcc.pl/en

www.mst.dk

www.iso.org

<http://ec.europa.eu/environment>

www.eu-oplysningen.dk

www.livstil.guide.dk

www.boligliv.dk

www.betabox.dk

<http://ivaekst.dk>

www.epn.dk

www.statistikbanken.dk

Rapporter:

Årsrapporter fra Flügger A/S fra perioden 2006/07 til 2010/11

Årsrapporter fra Dyrup A/S fra perioden 2006 til 2011

Årsrapporter fra Akzo Nobel Deco A/S

PWC rapport ”Tema: Årsregnskabslovens regler om nedskrivning af materielle og immaterielle anlægsaktiver” 10. december 2010, Af Martin Kristensen

SKAT Vejledninger 2011-7

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Rådgivningsudvalget December 2002

Interview:

Interview med Kasper Søvsø, 20. oktober 2011 (Bilag 1)

10. Bilag

Bilag 1

Interview med Kasper Søvsø, Torsdag den 20. oktober 2011

Director of Business Development – med ansvaret for E-butikken

Hvad var jeres strategi med at oprette jeres E-butik?

Kasper: Vores online strategi skal medvirke til at give en øget kundestrøm og sikre en øget kundeloyalitet ved at være tilgængelig i flere kanaler. Vores cross-channel strategi er et vigtigt fyrtårn i vores målsætning om at vinde markedsandele på det danske og nordiske marked.

Cross-channel aktiviteter:

- Gratis afhentning via alle Flügger farver
- Gratis returnering via alle Flügger farver
- Markedsføring af e-butikken sker igennem vores forretninger
- Evt. rabatkoder kan bruges offline og online
- Butikkerne kan bestille 3 gratis tapet prøver til kunder som kommer i fysiske forretninger
- Vores forretninger kan bruge de e-mails der er samlet ind via e-butikken til lokale aktiviteter

Samtidig er det vigtig at komme så tidlig ind i beslutningsfasen som muligt hos forbrugeren.

Omsætning fra E-butik, DKK eller procentdel af hele omsætningen, (pr. år, fra etableringsåret til seneste data)

Kasper: Kan ikke informere dig om den gælde omsætning ved vores E-butik, men kan sende dig et skema, af en undersøgelse vi har foretaget vedr. omsætningen.

CROSS CHANNEL EFFEKT

Besøg pr. Uge gns.	30,000
Online oms. Pr. Uge gns.	100,000
Kunder sendt i butik	0.38
Antal kunder sendt i butik	11,400
Andel der køber i butik	0.97
Gns. Ordrestørrelse	480
Omsætning	5,307,840
Andel der ville have besøgt en butik hvis ikke sitet eksisteret	0.50
Cross Channel effekt	2,753,920

Er omsætningen fra salg af nye kunder, eller det kunder som normalt ellers ville handle i de fysiske butikker?

Kasper: Det er hovedsaglige nye kunder som køber på hjemmesiden. Det er typisk kunder som førhen måske bare tog i Silvan eller XL for at købe maling, men som nu, hvor de søger på nettet finder frem til vores hjemmeside. Jeg kan dog ikke give dig nogen tal på, hvor mange der er nye kunder.

Hvilke varetyper bliver primært solgt via E-butikken?

Kasper: Det er typisk de samme vare som vi oplever i butikker, primært maling. Vi har dog oplevet at salget af tapeter er steget med 66,9 % efter etableringen af E-butikken.

Hvorledes skrider det fremad med etableringen af E-butik i polen?

Kasper: Vi har endnu ikke fået oprettet den, da de sidste ting lige skal på plads. Det var bl.a. det mødet forinden drejede sig om.

Hvilke faktorer har været vigtige for Flügger ved etableringen af E-bukttik?

Kasper: Kundeserviceniveau i butikkerne, har været en rigtig vigtig faktor at få med over i E-butikken. Så vi kan holde samme service- og rådgivningsniveau som Flügger i forvejen er kendt for. Vi er jo meget bevidste om, at det kun er fagfolk vi ansætter, for at yde den bedste rådgivning.

Desuden har investeringen været i tråd med Flügger's ånd ikke at oprette yderlige gæld, hvilket heller ikke er tilfældet med etableringen af E-handlen, som er 100 % finansieret af Flügger.

Hvilken effekt har jeres E-butik haft på jeres fysiske forretning?

Kasper: Vi har lavet en rundspørge til vores fysiske forretninger for at vide hvordan de oplever den ændring, at vi har fået en E-butik.

- Vores kunder er mere forberedt og kender vores sortiment bedre
- Vi har færre prisdiskussioner end tidligere
- Kunden kommer med farveprøven eller en tapet prøve de har købt online
- Vi sælger lige pludselig tapet :-)
- Vores kunder prøver vores viden af
- Kunden har bestemt hvilket produkt de ønsker, det giver bedre tid til mersalg
- Online kunder der får leveret via en forretning køber ofte en del ekstra ved afhentningen.

Derudover har vi lavet en undersøgelse, som vidste at 38 % af de besøgende på hjemmesiden, vil besøge en Flügger farver efterfølgende

Hvilken effekt har jeres App haft på jeres forretning?

Kasper: Det er svært at sige hvilken konkret effekt det har haft på forretningen, men jeg kan fortælle at applikationen har haft 50.000 downloads. Så nogen har da anvendt den.

Materiale tilsendt af Kasper Søvsø:



MOBIL ADGANG



50.000
DOWNLOADS

MÅLRETTET
PROFFEN

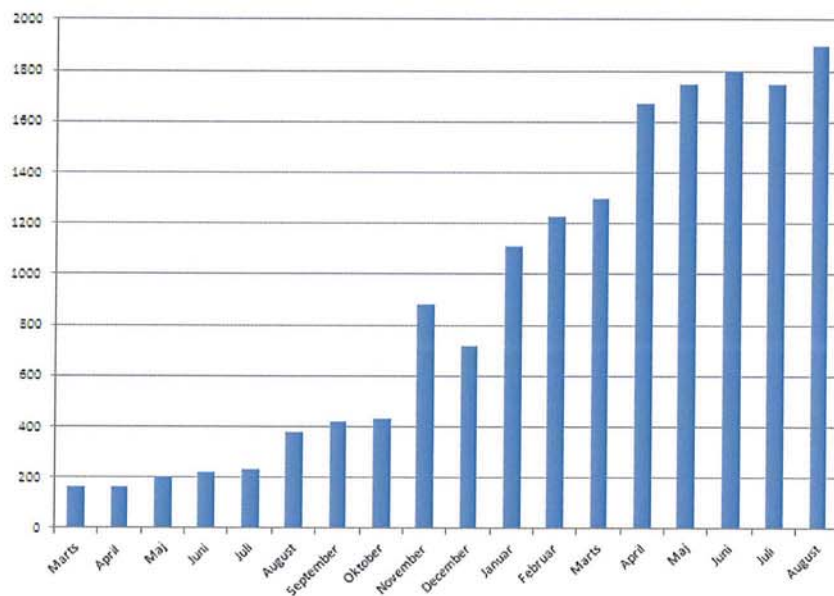


NYHED

Flügger PRO
Applikation til din
mobiltelefon



ANTAL ORDRE





**CROSS-
CHANNEL
INTEGRATION**

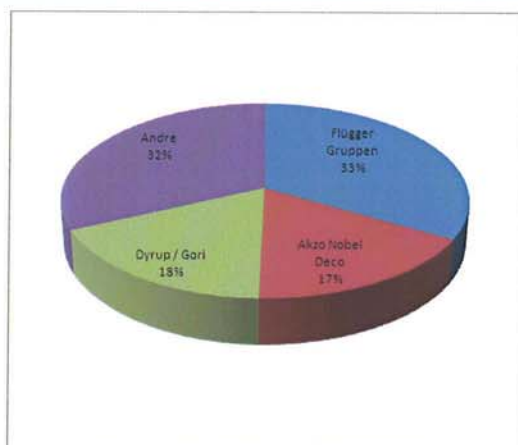


Flügger

Bilag 2

Markedsandel Danmark¹⁴²

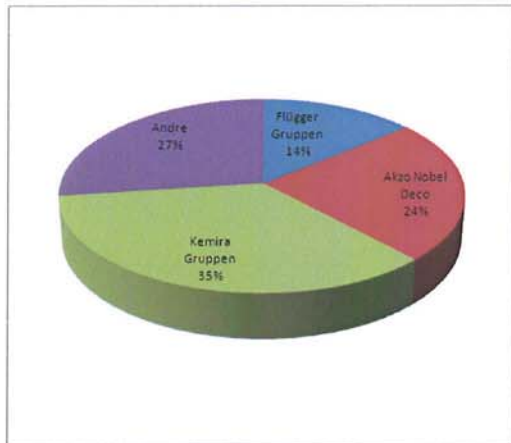
Danmark										
	Omsætning 2006-07	Markedsandel 2006-07	Omsætning 2007-08	Markedsandel 2007-08	Omsætning 2008-09	Markedsandel 2008-09	Omsætning 2009-10	Markedsandel 2009-10	Omsætning 2010-11	Markedsandel 2010-11
Flügger Gruppen	631,90	29%	668,00	30%	658,70	32%	655,80	33%	654,10	33%
Akzo Nobel Deco	525,30	22%	426,30	19%	409,10	20%	363,50	18%	334,80	17%
Dyrup / Gori	414,60	17%	411,10	19%	354,00	17%	348,90	17%	347,80	18%
Andre	739,34	32%	708,11	32%	668,78	32%	643,57	32%	628,76	32%
	2.311,14	100%	2.213,51	100%	2.090,58	100%	2.011,77	100%	1.965,46	100%
Generel udvikling for de 3 selskaber:										
	1.571,80		1.505,40		1.421,80		1.368,20		1.336,70	
			66,40		83,60		53,60		31,50	
			4%		6%		4%		2%	



¹⁴² Egen tilvirkning – ud af oplysninger fra Årsrapporter fra pågældende virksomheder

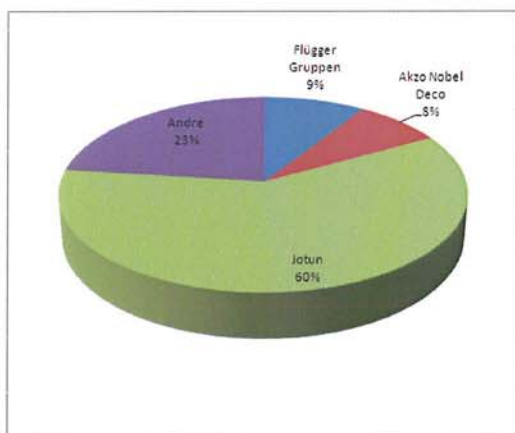
Markedsandel Sverige¹⁴³

Sverige										
	Omsætning 2006-07	Markedsandel 2006-07	Omsætning 2007-08	Markedsandel 2007-08	Omsætning 2008-09	Markedsandel 2008-09	Omsætning 2009-10	Markedsandel 2009-10	Omsætning 2010-11	Markedsandel 2010-11
Flügger Gruppen	519,94	14%	543,20	13%	534,20	100%	526,00	100%	607,00	100%
Akzo Nobel Deco		24%	3.516,40	87%		0%		0%		0%
Kemira Gruppen		35%	-	0%		0%		0%		0%
Andre		27%	-	0%		0%		0%		0%
	519,94	100%	4.059,60	100%	534,20	100%	526,00	100%	607,00	100%
Generel udvikling for de 3 selskaber:										
	519,94									



Markedsandele Norge¹⁴⁴

Norge										
	Omsætning 2006-07	Markedsandel 2006-07	Omsætning 2007-08	Markedsandel 2007-08	Omsætning 2008-09	Markedsandel 2008-09	Omsætning 2009-10	Markedsandel 2009-10	Omsætning 2010-11	Markedsandel 2010-11
Flügger Gruppen	182,97	9%	213,30	100%	182,10	100%	179,00	100%	204,00	100%
Akzo Nobel Deco		8%	-	0%		0%		0%		0%
Jotun		60%	-	0%		0%		0%		0%
Andre		23%	-	0%		0%		0%		0%
	182,97	100%	213,30	100%	182,10	100%	179,00	100%	204,00	100%
Generel udvikling for de 3 selskaber:										
	182,97									



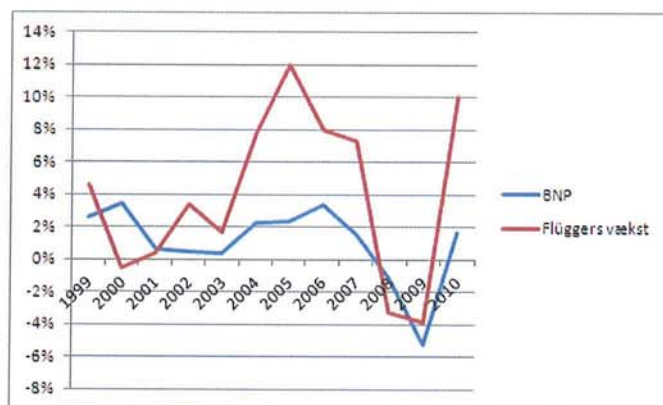
¹⁴³ Egen tilvirkning – ud af oplysninger fra Flügger årsrapport 2006/07

¹⁴⁴ Egen tilvirkning – ud af oplysninger fra Flügger årsrapport 2006/07

Bilag 3

Udvikling i forhold til BNP¹⁴⁵

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
BNP	3%	4%	1%	1%	0%	2%	2%	3%	2%	-1%	-5%	2%
Flügers vækst	5%	-1%	0%	3%	2%	8%	12%	8%	7%	-3%	-4%	10%



¹⁴⁵ Egen tilvirkning, info fra http://www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vækst/ samt Flügger Årsrapporter 1999-2010



¹⁴⁶ Tilsendt af Kasper Søvsø i forbindelse med interview

Reformulering af Resultatopgørelsen						
	1.000 kr.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning		1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Produktionsomkostninger u. afskriv.		-650.885	-689.911	-669.035	-623.630	-698.009
Bruttofortjenelse		797.882	865.011	835.129	822.994	892.971
Salgs- og distributionsomkostninger u. afskr.		-553.868	-605.798	-629.709	-599.648	-684.883
Administrationsomkostninger u. afskriv.		-73.160	-74.563	-80.941	-76.009	-87.465
EBITDA		170.854	184.650	124.479	147.337	120.623
Afskrivninger		-44.312	-48.050	-51.001	-47.178	-53.675
Nedskrivning af Goodwill		-	-	-17.000	-	-
Driftsoverskud fra salg u. skat		126.542	136.600	56.478	100.159	66.948
Skat - driftsoverskud		-38.308	-32.404	-24.759	-31.136	-21.186
Driftsoverskud fra salg - efter skat		88.234	104.197	31.719	69.024	45.762
Andre driftsindtægter		7.716	4.108	3.991	7.806	19.809
Andre driftsudgifter		-810	-509	-4.391	-1.851	-1.333
Andet driftsoverskud - førskat skat		6.906	3.599	-400	5.955	18.476
Skat - andet driftsoverskud		-1.934	-900	100	-1.489	-4.619
Kursregulering af EK		3.765	-11.087	-57.407	15.059	23.068
Kursregulering af resultat		257	40	-7.959	4.333	2.584
Kursregulering af terminskontr. ført EK		-	-	3.453	-3.453	33
Øvrige egenkapitalreguleringer		-	-1.762	-3.625	-	-
Andet driftsoverskud - efter skat		8.994	-10.110	-65.838	20.405	39.540
Totalindkomst fra driften		97.228	94.087	-34.119	89.429	85.302
Tab valutakurs		-2.961	-2.215	-7.813	-7.735	-8.374
Gevinst valutakurs		717	1.211	20.220	7.449	1.268
Renteindtægter		6.716	10.290	10.154	6.308	6.623
Renteudgifter		-234	-878	-1.298	-645	-638
Udbytte af værdipapirer		3.944	2.815	961	1.688	1.175
Gevinst/tab værdipapirer		20.493	-24.924	-27.229	20.534	5.162
Indkomst finansielle - før skat		28.675	-13.701	-5.005	27.599	5.216
Skat - finansiell indkomst		-8.029	3.425	1.251	-6.900	-1.304
Indkomst finansielle		20.646	-10.276	-3.754	20.699	3.912
Totalindkomst		117.874	83.811	-37.873	110.128	89.214
Kontrol til totalindkomst årsrapporter		117.874	85.573	-34.248	110.128	89.214
		-	-1.762	-3.625	-	-
			Skyldes Øvrige egenkapitalreguleringer			

Reformulering af Egenkapitalopgørelsen						
	1.000 kr.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Egenkapital primo		661.610	734.485	773.297	689.928	760.201
Betalt udbytte		-45.000	-45.000	-45.000	-18.000	-36.000
Udbytte egne aktier		1	1	1	40	695
Køb af egne aktier				-497	-21.895	-15.693
Transaktioner med ejerne		-44.999	-44.999	-45.496	-39.855	-50.998
Året resultat		113.852	96.620	27.665	94.189	63.531
Valutakursregulering af primo EK		3.765	-11.087	-57.407	15.059	23.066
Valutakursregulering af nettoresultat		257	40	-7.959	4.333	2.584
Værdiregulering af terminskontrakter		-	-	3.453	-	33
Terminsforretning overført til materielle anlæg					-3.453	-
Øvrige reguleringer		-	-1.762	-3.625	-	-
Totalindkomst		117.874	83.811	-37.873	110.128	89.214
Egenkapital ultimo		734.485	773.297	689.928	760.201	798.417

Bilag 7

Reformulering af Balancen						
	1.000 kr.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Immaterielle anlægsaktiver		51.397	54.732	40.233	46.627	64.581
Materielle anlægsaktiver		284.377	313.378	359.588	387.185	400.296
Udskudt skatteaktiv		7.406	8.632	9.032	6.786	6.818
Varebeholdninger		247.541	270.272	256.528	232.141	248.983
Tilgodehavender		251.732	274.111	251.568	240.414	302.534
Driftslikviditet		14.488	15.549	15.042	14.466	15.910
Driftsaktiver i alt		856.941	936.674	931.991	927.619	1.039.122
Langfristede forpligtelser		-20.029	-12.859	-11.291	-14.927	-17.325
Leverandørgæld		-94.134	-98.718	-89.149	-116.229	-138.107
Skyldig selskabsskat		-38.932	-36.734	-22.336	-23.983	-15.262
Anden gæld		-97.756	-113.000	-134.755	-121.676	-137.607
Periodeafgrænsningsposter		-88	-395	-241	-87	-96
Driftsforpligtelser i alt		-250.939	-261.706	-257.772	-276.902	-308.397
Nettodriftaktiver		606.002	674.968	674.219	650.717	730.725
Likvider		50.194	112.069	51.209	42.190	17.824
Værdipapirer		115.721	74.213	36.582	104.889	94.786
Finansielle aktiver i alt		165.915	186.282	87.791	147.079	112.610
Bankgæld		-37.432	-87.953	-72.082	-35.967	-43.391
Medarbejderobligationer		-	-	-	-1.628	-1.527
Finansielle forpligtelser		-37.432	-87.953	-72.082	-37.595	-44.918
Netto finansielle aktiver		128.483	98.329	15.709	109.484	67.692
Egenkapital		734.485	773.297	689.928	760.201	798.417

Bilag 8

Niveau 1		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Egenkapitalforrentning	ROE	16,89%	11,12%	-5,18%	15,19%	11,45%
Afkast på nettodriftsaktiver	ROIC	16,89%	14,69%	-5,06%	13,50%	12,35%
Finansiell gearing	FGear	-0,1755	-0,1504	-0,0779	-0,0863	-0,1137
SPREAD	SPREAD	0,04%	23,75%	1,53%	-19,57%	7,93%

Niveau 2		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktivernes omsætningshastighed	AOH	2,5171	2,4277	2,2297	2,1837	2,3034
Overskudsgrad	OG	6,71%	6,05%	-2,27%	6,18%	5,36%
Overskudsgrad drift u. skat		8,73%	8,79%	3,75%	6,92%	4,21%

Niveau 3 OG drivere		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Salg Danmark		631.912	668.003	658.733	655.828	654.136
Salg Sverige		519.939	543.199	534.180	525.960	606.895
Salg Norge		182.969	213.290	182.105	179.008	203.580
Salg Andre lande		113.947	130.430	129.146	85.828	126.369
Nettoomsætning		1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Ændring i nettoomsætningen		8%	7%	-3%	-4%	10%
Bruttoresultat		797.882	865.011	835.129	822.994	892.971
Bruttoavanceprocent		55,1%	55,6%	55,5%	56,9%	56,1%
Vækst		8,6%	8,4%	-3,5%	-1,5%	8,5%
Overskudsgrad fra salg	OGSalg	6,09%	6,70%	2,11%	4,77%	2,88%
Overskudsgrad fra anden drift	OGAndet	0,62%	-0,65%	-4,38%	1,41%	2,49%
Salgs - og distributionsomkostninger		12%	9%	4%	-5%	14%
Administrationsomkostninger		11%	2%	9%	-6%	15%

Niveau 3 AOH drivere		2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætningen		1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Ændring i nettoomsætningen		8%	7%	-3%	-4%	10%
Immaterielle anlægsaktiver		15%	6%	-26%	16%	39%
Materielle anlægsaktiver		8%	10%	15%	8%	3%
Udskudt skatteaktiv		5%	17%	5%	-25%	0%
Varebeholdninger		10%	9%	-5%	-10%	7%
Tilgodehavender		5%	9%	-8%	-4%	26%
Driftslikviditet		8%	7%	-3%	-4%	10%
Driftsaktiver i alt		8%	9%	-1%	0%	12%
Langfristede forpligtelser		68%	-36%	-12%	32%	16%
Leverandørgæld		-12%	5%	-10%	30%	19%
Skyldig selskabsskat		-1%	-6%	-39%	7%	-36%
Anden gæld		7%	16%	19%	-10%	13%
Periodeafgrænsningsposter		-67%	349%	-39%	-64%	10%
Driftsforpligtigelser i alt		0%	4%	-2%	7%	11%
Nettodriftaktiver		11%	11%	0%	-3%	12%

<i>Residualoverskuddet</i>	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
RI	63.593,83	23.477,10	-89.151,72	61.128,14	36.082,01
Δ RI		-40.116,72	-112.628,82	150.279,86	-25.046,13

Beta	Flügger	Marked (c20)			
		y	x	x*y	X^2
31-10-2008	322		285,19		
28-11-2008	305	-5,28%	263,05	-7,76%	0,0041
30-12-2008	305	0,00%	247,72	-5,83%	0
30-01-2009	276	-9,51%	261,79	5,68%	-0,0054
27-02-2009	265	-3,99%	241,48	-7,76%	0,00309
31-03-2009	198	-25,28%	228,36	-5,43%	0,01374
30-04-2009	216,5	9,34%	274,79	20,33%	0,019
29-05-2009	228	5,31%	298,14	8,50%	0,00451
30-06-2009	230	0,88%	289,05	-3,05%	-0,00027
31-07-2009	255	10,87%	305,71	5,76%	0,00626
31-08-2009	295,5	15,88%	330,2	8,01%	0,01272
30-09-2009	420	42,13%	339,84	2,92%	0,0123
30-10-2009	400	-4,76%	335,69	-1,22%	0,00058
30-11-2009	385	-3,75%	332,58	-0,93%	0,00035
30-12-2009	415	7,79%	334,29	0,51%	0,0004
29-01-2010	409,5	-1,33%	349,69	4,61%	-0,00061
26-02-2010	375,5	-8,30%	358,6	2,55%	-0,00212
31-03-2010	420	11,85%	383,79	7,02%	0,00832
29-04-2010	475	13,10%	407,88	6,28%	0,00822
31-05-2010	425	-10,53%	378,99	-7,08%	0,00746
30-06-2010	420	-1,18%	416,97	10,02%	-0,00118
30-07-2010	425	1,19%	409,84	-1,71%	-0,0002
31-08-2010	400	-5,88%	399,92	-2,42%	0,00142
30-09-2010	410	2,50%	417,61	4,42%	0,00111
29-10-2010	414	0,98%	426,99	2,25%	0,00022
30-11-2010	418	0,97%	431,78	1,12%	0,00011
30-12-2010	418	0,00%	455,54	5,50%	0
31-01-2011	465	11,24%	459,87	0,95%	0,00107
28-02-2011	475	2,15%	470,51	2,31%	0,0005
31-03-2011	418	-12,00%	460,42	-2,14%	0,00257
29-04-2011	437	4,55%	458,24	-0,47%	-0,00022
31-05-2011	430	-1,60%	456,24	-0,44%	7E-05
30-06-2011	412	-4,19%	415,59	-8,91%	0,00373
29-07-2011	406	-1,46%	427,78	2,93%	-0,00043
31-08-2011	375	-7,64%	346,61	-18,97%	0,01449
30-09-2011	308	-17,87%	350,63	1,16%	-0,00207
31-10-2011	350	13,64%	362,77	3,46%	0,00472
		16,20%		28,72%	0,1138
					0,1612
beta=		0,71			

¹⁴⁷ Nasdaq OMX Nordic

Bilag 10

Budgettering

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætningen	1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Udvikling	7,9%	7,3%	-3,3%	-3,8%	10,0%
Gennemsnitlig udvikling	3,6%				

Budgetteringen af nettoomsætningen	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning udvikling %	6%	7%	8%	8%	8%	3%
Nettoomsætning	1.686.439	1.804.490	1.948.849	2.104.757	2.273.137	2.341.331

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktivernes omsætningshastighed	2,5171	2,4277	2,2297	2,1837	2,3034
Gennemsnitlig udvikling	2,3323				

Budgettering af NDA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætningen	1.686.438,80	1.804.489,52	1.948.848,68	2.104.756,57	2.273.137,10	2.341.331,21
Aktivernes omsætningshastighed	2,3323	2,3323	2,3323	2,3323	2,3323	2,3323
Netto driftsaktiver NDA	752.210,04	804.643,10	869.014,55	938.535,71	989.252,73	1.018.930,32

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Driftsoverskud fra salg u. skat	126.542	136.600	56.478	100.159	66.948
Nettoomsætning	1.448.767,00	1.554.922,00	1.504.164,00	1.446.624,00	1.590.980,00
Overskudsgrad u. skat	8,73%	8,79%	3,75%	6,92%	4,21%
Gennemsnitlig udvikling	6,48%				

Budgettering af DO u. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.686.438,80	1.804.489,52	1.948.848,68	2.104.756,57	2.273.137,10	2.341.331,21
OG u. skat	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,5%	6,5%
Driftsoverskud fra salg u. skat	84.321,94	90.224,48	116.930,92	126.285,39	147.753,91	152.186,53

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Driftsoverskud fra salg u. skat	126.542	136.600	56.478	100.159	66.948
Skat driftsoverskud salg	-38.308	-32.404	-24.759	-31.136	-21.186
Effektiv skatteprocent	-30,27%	-23,72%	-43,84%	-31,09%	-31,65%
Skatteprocent i året	28,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Afvigelse mellem effektiv og akuel	2,27%	-1,28%	18,84%	6,09%	6,65%
Gennemsnitlig afvigelse	6,5%				

Budgettering af DO m. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Driftsoverskud u. skat	84.321,94	90.224,48	116.930,92	126.285,39	147.753,91	152.186,53
Effektiv skatteprocent	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Driftsoverskud m. skat	58.182,14	62.254,89	80.682,34	87.136,92	101.950,20	105.008,70

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	1.448.767	1.554.922	1.504.164	1.446.624	1.590.980
Andet driftsoverskud u. skat	6.906	3.599	-400	5.955	18.476
Reguleringer	4.022	-12.809	-65.538	15.939	25.683
Andet driftsovers. u. skat m. regulering	10.928	-9.210	-65.938	21.894	44.159
Andet driftsovers. u. skat af nettoomsæt.	0,8%	-0,6%	-4,4%	1,5%	2,8%
Gennemsnitlig andel	0,01%				

Budgettering af andet DO	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.686.438,80	1.804.489,52	1.948.848,68	2.104.756,57	2.273.137,10	2.341.331,21
Andet driftsoverskud u. skat	227,08	242,98	262,42	283,41	306,08	315,27
Skat	70,40	75,32	81,35	87,86	94,89	97,73
Andet driftsoverskud m. skat	156,69	167,65	181,07	195,55	211,20	217,53

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Netto finansielle aktiver	128.483,33	98.328,78	15.709,36	109.483,76	67.692,20
Netto driftsaktiver	606.001,67	674.968,22	674.218,64	650.717,24	730.724,80
Andel	0,21	0,15	0,02	0,17	0,09
Gennemsnitlig	0,13				

Budgettering af NFA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto driftsaktiver	752.210	804.643	869.015	938.536	989.253	1.018.930
Netto finansielle aktiver	96.567	103.298	111.562	120.486	126.997	130.807

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Netto finansielle aktiver	128.483	98.329	15.709	109.484	67.692
Indkomst finansielle - efter skat	20.646	-10.276	-3.754	20.699	3.912
Afkast %	16%	-10%	-24%	19%	6%
Gennemsnitlig afkast %	1%				

Budgettering af Indkomst finansielle	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto finansielle aktiver	96.567	103.298	111.562	120.486	126.997	130.807
Indkomst finansielle - efter skat	1.238	1.324	1.430	1.544	1.628	1.677
Gennemsnitlig afkast	1%	1%	1%	1%	1%	1%

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto driftsaktiver	752.210	804.643	869.015	938.536	989.253	1.018.930
Netto finansielle aktiver	96.567	103.298	111.562	120.486	126.997	130.807
egenkapitalen	848.777	907.941	980.576	1.059.022	1.116.250	1.149.738

Budget af resultat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Driftsoverskud m. skat	58.182	62.255	80.682	87.137	101.950	105.009
Andet driftsoverskud m. skat	157	168	181	196	211	218
Indkomst finansielle - efter skat	1.238	1.324	1.430	1.544	1.628	1.677
Årets resultat	59.577	63.747	82.293	88.877	103.789	106.903

Bilag 11

Budgettering uden etablering af E-butik

Budgetteringen af nettoomsætningen	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning udvikling %	6%	7%	8%	8%	8%	3%
Nettoomsætning m. E-butik	1.686.439	1.804.490	1.948.849	2.104.757	2.273.137	2.341.331
E-butiks indflydelse	30%	15%	15%	10%	5%	5%
Nettoomsætning u. E-butik	1.180.507,16	1.533.816,09	1.656.521,38	1.894.280,91	2.159.480,24	2.224.264,65

Budgettering af NDA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætningen	1.180.507	1.533.816	1.656.521	1.894.281	2.159.480	2.224.265
Aktivernes omsætningshastighed	1,57	1,91	1,91	2,02	2,14	2,06
Netto driftsaktiver NDA	752.210	804.643	869.015	938.536	1.008.745	1.079.358

Budgettering af DO u. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.180.507	1.533.816	1.656.521	1.894.281	2.159.480	2.224.265
OG u. skat	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,5%	6,5%
Driftsoverskud fra salg u. skat	59.025	76.691	99.391	113.657	140.366	144.577

Budgettering af DO m. skat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Driftsoverskud u. skat	59.025,36	76.690,80	99.391,28	113.656,85	140.366,22	144.577,20
Effektiv skatteprocent	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Driftsoverskud m. skat	40.727,50	52.916,66	68.579,98	78.423,23	96.852,69	99.758,27

Budgettering af andet DO	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettoomsætning	1.180.507,16	1.533.816,09	1.656.521,38	1.894.280,91	2.159.480,24	2.224.264,65
Andet driftsoverskud u. skat	158,96	206,53	223,05	255,07	290,78	299,50
Skat	49,28	64,02	69,15	79,07	90,14	92,85
Andet driftsoverskud m. skat	109,68	142,51	153,91	176,00	200,64	206,66

Budgettering af NFA	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto driftsaktiver	752.210	804.643	869.015	938.536	1.008.745	1.079.358
Netto finansielle aktiver	97.787	104.604	112.972	122.010	131.137	140.316

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Netto finansielle aktiver	128.483	98.329	15.709	109.484	67.692
Indkomst finansielle - efter skat	20.646	-10.276	-3.754	20.699	3.912
Afkast %	16%	-10%	-24%	19%	6%
Gennemsnitlig afkast %	1%				

Budgettering af Indkomst finansielle	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto finansielle aktiver	97.787	104.604	112.972	122.010	131.137	140.316
Indkomst finansielle - efter skat	1.253	1.341	1.448	1.564	1.681	1.799
Gennemsnitlig afkast	1%	1%	1%	1%	1%	1%

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Netto driftsaktiver	752.210	804.643	869.015	938.536	1.008.745	1.079.358
Netto finansielle aktiver	97.787	104.604	112.972	122.010	131.137	140.316
egenkapitalen	849.997	909.247	981.986	1.060.545	1.139.882	1.219.674

Budget af resultat	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Driftsoverskud m. skat	40.727	52.917	68.580	78.423	96.853	99.758
Andet driftsoverskud m. skat	110	143	154	176	201	207
Indkomst finansielle - efter skat	1.253	1.341	1.448	1.564	1.681	1.799
Årets resultat	42.091	54.400	70.182	80.163	98.734	101.763

Bilag 12

Udprint over aktiekursen for Flügger, NASDAQ OMX, Copenhagen's hjemmeside

2011-11-02	355,00	335,00	355,00	343,73	179	61.529	9
2011-11-01	352,00	335,00	335,00	339,16	563	190.949	8
2011-10-31	350,00	340,00	350,00	348,06	103	35.850	6
2011-10-28	346,00	337,00	337,00	340,51	92	31.327	4
2011-10-27			335,00				
2011-10-26	335,00	335,00	335,00	335,00	25	8.375	1
2011-10-25	338,00	337,00	338,00	337,86	210	70.950	4
2011-10-24	330,00	315,00	330,00	323,72	269	87.080	5
2011-10-21	315,00	302,00	315,00	312,28	883	275.747	10
2011-10-20	300,00	300,00	300,00	300,00	16	4.800	1
2011-10-19			300,00				
2011-10-18	301,00	300,00	300,00	300,08	1.098	329.485	7
2011-10-17	308,00	290,00	300,00	299,31	147	43.998	6
2011-10-14	290,00	280,00	290,00	283,13	5.739	1.624.905	17
2011-10-13	280,00	278,00	278,00	279,15	235	65.600	6
2011-10-12	280,00	280,00	280,00	280,00	525	147.000	4
2011-10-11	280,00	275,00	280,00	279,17	60	16.750	2
2011-10-10	285,00	278,00	279,00	279,97	2.922	818.083	21
2011-10-07	285,00	285,00	285,00	285,00	293	83.505	4
2011-10-06	296,00	288,00	290,00	292,02	226	65.996	6
2011-10-05	294,00	284,50	290,00	287,83	581	167.230	6
2011-10-04	300,00	300,00	300,00	300,00	137	41.100	3
2011-10-03			308,00				
2011-09-30	308,00	308,00	308,00	308,00	40	12.320	2

Bilag 13

Vædiansættelse

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettooverskud NO	59.577	63.747	82.293	88.877	103.789	106.903
Ændring i NDA	21.485	52.433	64.371	69.521	50.717	29.678
Ændring i NFA	28.874	6.731	8.264	8.925	6.511	3.810
FCFE	66.966	18.045	26.186	28.281	59.583	81.035
Drifsoverskud	58.182	62.255	80.682	87.137	101.950	105.009
FCF	36.697	9.822	16.311	17.616	51.233	75.331

Basis scenarie

Værdi af Flügger A/S	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
1.000 dkk							
Tilbagediskontering af FCF		34.035	8.449	13.013	13.035	35.160	1.072.583
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	1.243.967,27						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3.000						
Værdi pr. aktie	415						

Best case scenarie

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettooverskud NO	60.768	65.022	83.939	90.654	105.865	109.041
Ændring i NDA	21.485	52.433	64.371	69.521	50.717	29.678
Ændring i NFA	28.874	6.731	8.264	8.925	6.511	3.810
FCFE	68.157	19.320	27.832	30.058	61.659	83.173
Drifsoverskud	59.346	63.500	82.296	88.880	103.989	107.109
FCF	37.861	11.067	17.925	19.358	53.272	77.431

Værdi af Flügger A/S	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
1.000 dkk							
Tilbagediskontering af FCF		35.115	10.264	16.624	17.954	49.408	1.102.485
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	1.299.543,86						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3.000						
Værdi pr. aktie	433						

Worst case scenario

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettooverskud NO	58.385	62.472	80.648	87.099	101.713	104.765
Ændring i NDA	21.485	52.433	64.371	69.521	50.717	29.678
Ændring i NFA	28.874	6.731	8.264	8.925	6.511	3.810
FCFE	65.774	16.770	24.540	26.503	57.507	78.897
Drifsoverskud	57.018	61.010	79.069	85.394	99.911	102.909
FCF	35.533	8.577	14.697	15.873	49.194	73.231

Værdi af Flügger A/S 1.000 dkk	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Tilbagediskontering af FCF		32.956	7.955	13.631	14.722	45.626	1.042.680
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	1.225.262,08						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3000						
Værdi pr. aktie	408						

Bilag 14

Værdiansættelse uden etableringen af E-butik

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
Nettooverskud NO	42.091	54.400	70.182	80.163	98.734	101.763
Ændring i NDA	21.485	52.433	64.371	69.521	70.210	70.612
Ændring i NFA	30.095	6.816	8.368	9.038	9.127	9.180
FCFE	50.700	8.783	14.179	19.680	37.652	40.331
Drifsoverskud	40.727	52.917	68.580	78.423	96.853	99.758
FCF	19.242	484	4.209	8.902	26.643	29.146

Værdi af Flügger A/S	PV	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	T-værdi
1.000 dkk							
Tilbagediskontering af FCF		17.847	416	3.358	6.587	18.285	414.989
Bogførtværdi af NFA	67.692						
Værdi i alt	529.173,27						
Antal aktier i alt (1.000 stk.)	3.000						
Værdi pr. aktie	176						

