

Værdiansættelse af en virksomhed I forandring

En opgave om værdiansættelse af DLH A/S



Udarbejdet af:

Michael Steenbjerg

Summary (English):.....	7
Indledning / Problem felt:	8
Problem formulering:	9
Arbejdsspørgsmål:	9
Afgrænsninger:	9
Tidhorisont:	9
Branche:.....	9
Data indsamling:.....	9
Undersøgelses metode:.....	10
Anvendte analyser	11
Virksomheden DLH:	12
Historie:	12
2000 – 2007 Vækst:	12
2008 nedgang, Finans krise og kredit klemme:	12
2009 "Back to Black":	13
Go To Market:.....	13
DLH i dag:.....	14
Ejerforhold:.....	14
Certificering af træ:	14
Aktier:	15
Segmentering og organisation:	16
Begrænsninger:	17
PEST analysen	18
Porters Five Forces.	18
Key Succes Factor Skema.....	18
PEST	19
Økonomiske:.....	20
Sociokulturelle:.....	20
Teknologiske:.....	21
Delkonklusion:	22
Porters Five Forces:	23
Leverandørs forhandlings kraft:	23
Købers forhandlingsstyrke:.....	24

Indtrængnings barriere.....	24
Substituerende produkter.....	25
Delkonklusion:	25
Markedsformen:.....	26
Virksomhedsanalysen:.....	27
Ressourcer og Kompetencer:	27
Værdikæden:	27
Værdikæde analyse:	27
Infrastruktur:	27
Menneskelige ressourcer:	28
Produkt udvikling:.....	28
Indkøb:.....	29
Indgående logistik:.....	29
Produktion:.....	29
Udgående logistik:	30
Marketing & salg:	30
Service efter salg:	30
Ressourcer og Kompetancer:	31
Konklusion:	33
Vækst strategi:.....	34
SWOT analysen.....	35
Styrker (S):	35
Svagheder (W):	36
Muligheder (O):	36
Trusler (T):	36
Konklusion:	39
Regnskabs analyse:.....	40
Reformulering af Egenkapital opgørelsen:.....	40
Reformulering af balancen:	40
Reformulering af resultat opgørelsen:	40
Balancen:	41
Likviditeten:	41
Andre kapitaldele og værdipapirer:.....	41

Øvrigt langfristede tilgodehavende:	42
Aktiver bestemt for salg:.....	42
Resultat opgørelsen:.....	42
Skat:	42
Dirty Surplus:	42
Aktiver bestemt for salg:	43
Andre drifts poster:	43
Andre eksterne omkostninger:.....	43
Personale omkostninger:.....	43
Egenkapitalen:	43
Core Dirfts Overskud:	44
Rentabilitets analyse:	45
CORE nøgletal:	46
Niveau 1:.....	46
Niveau 2 - ROIC:.....	46
Niveau 3:.....	49
Konklusion:	50
Budgettering:.....	51
Årlig organisatorisk vækst:	53
EBIT margin:.....	53
NWC / omsætning:	53
ROIC:	54
Netto omsætning:.....	55
Vareforbrug:	55
Andre omkostninger, personale omkostninger, andre indtægter og omkostninger:.....	55
Afskrivninger:.....	56
Terminal værdien:	56
Værdiansættelse:	57
Kapitalstruktur:.....	57
Oversigt over aktier:	57
Fremmedkapitale omkostninger:	58
Egenkapital omkostninger:.....	60
Risiko præmien Beta (β):	61

Markedsrenten.....	62
Gennemsnitlige kapital omkostninger (WACC).....	63
Residual indkomst modellen:.....	64
RIDO:.....	66
Terminal værdien	67
Del konklusion	67
Scenarie og følsomheds analyse:.....	68
Scenarie 1, dårligere end forventet:.....	68
Scenarie 2, bedre end forventet:.....	69
Scenarie 3, hvilken vækst er lig aktiekursen?:.....	69
Scenarie 4, likvidering:.....	69
Del konklusion:	70
Usikkerheder Ifølge DLH:.....	70
Varelagere risici:	71
Effektiv forsyningskæde:	72
Afhængig af større kunder:	72
Media omtale pga. størrelse og tidligere erfaringer:	72
Finansiering:	72
Pensions forpligtelser (begrænset indflydelse).....	72
Konklusion:	73
Konklusion:	74
Strategi:	74
Regnskabsmæssig værdi:.....	74
Sikkerhed:.....	75
Samlet.....	75
Usikkerheder i værdiansættelsen af DLH:.....	76
Asymmetrisk information:.....	76
Strategi analysen:	76
Afkast krav	76
Netto drifts aktiverne:	77
Budget periode:.....	77
Estimering af Beta:	77
Estimering af den Risiko frie rente:	77

Estimering af den rente risikotillæg:	78
Scenarie analysen:	78
Bilags oversigt:.....	79
Litteratur liste:	80

Summary (English):

This thesis is has the purpose of setting a value on a Danish timber trading company. This is interesting because the company has been through a restructuring and after the finance crises in 2008.

DLH is a Danish based global timber and wood-based-board trading company. The building industries in Europe and Denmark have a very difficult time after 2008 and that had a great influence on DLH as a global supplier. At the time of writing the markets is still struggling and the effects of the finance crises is still in effect.

As many other companies, DLH has received great results through the 00s but was badly hit by the finance crises in 2008. The next 2 years it received great loses and had to reconstruct the company and implement a different strategy. This resulted in a great drop of the share value and the question of what the real value was in the company. In 2009 DLH installed a new CFO to reconstruct the company and he has put two new strategies in effect.

This thesis is consisting of a strategic analysis of DLH and the market that it is operating in, a remodeling of the financial report, and based on that a calculation on the value of the company will be made.

The value found from this, is analysed and compared with the strategic analysis and DLHs strategic goals. This will end in a conclusion that will tell if the company is considered overrate, underrated or correctly valued.

Furthermore there is a set of plausible scenarios, this is to illustrate that different results will take to achieve. This is to analyze the sensitivity of the valuation analyzes. After each scenario a short conclusion is made.

The result will then be evaluated with a special interest in the dangers and challenges of valuating a company.

Indledning / Problem felt:

DLH er en træ grossist handels virksomhed med mere end 100 år i bagagen. Virksomheden har i gennem de mange år oplevet flere op og ned ture. Men har udviklet sig til en af verdens største en gros træ handels virksomheder. Senest blev DLH ramt hårdt af finanskrisen i 2008, som så mange andre virksomheder. Den efterfølgende kredit klemme ramte både DLH og dens kunder.

Dette har resulterede i at i 2010 lancerede DLH en ny strategi (Back to Black)for at rette op på de stærkt utilfredsstillende regnskabs til samt leve virksomheden på rette kurs igen. Allerede i slutningen af 2010 nåede DLH målene fra Back to Black og herefter blev "Go To Market" lanceret som er den videre strategiske udvikling løbende fra 2011 - 2014

DLH har tilbage i 2007 været handlet til over kurs 100 og i 2012 bliver den handlet til omkring kurs 7

Det store fald i aktie kursen fører til en vis undren over hvad virksomheden reelt er værd. Er der så store summer forsvundet ud af virksomheden, har den været kraftigt overvurderet eller er den tværtimod nu undervurderet.

Ud fra en analyse er virksomheden, dens markeds situation og forankret i en regnskabs analyse ønskes hermed at sætte en "fair value" på DLH.

Problem formulering:

Hvad er værdien af DLH set ud fra en investors synspunkt, og hvilke usikkerheds momenter ligger der for analysen af DLH.

Arbejdsspørgsmål:

Til at belyse problem formuleringen arbejdes der med følgende arbejdsspørgsmål som ville kunne ende ud i en værdiansættelse af DLH. Både belyst ud fra en regnskabsmæssig analyse samt en analyse og markedssituation for DLH og DLH muligheder i dette marked.

- Hvordan er markeds situationen for DLH i 2011. Dette undersøges ved hjælp af omverdens analyser.
- Hvilke strategiske muligheder samt udfordringer besidder DLH. Dette analyseres ved hjælp af DLHs årsrapporter
- Hvad vil en fair value være for DLH aktier ud fra regnskaberne.
- Hvilke usikkerheder er der i ovenstående analyse.

Afgrænsninger:

Tidshorisont:

Der arbejdes med tidshorisonten 2007 – 2010. 2007-2008 betragtes som før krisen hos DLH. DLHs regnskabs år følger kalender året Det betyder at de seneste tilgængelige regnskabs tal er Årsrapporten 2011 som er fremlangt på den årlige general forsamling d. 8 marts. 2011. Derfor betragtes 2011 som det senest tilgængelig data.

Branche:

Branchen betragtes som en gros virksomheder der beskæftiger sig med andel af træ og træbaserede plade produkter.

Data indsamling:

Den primære kilde til data vil være årsrapporterne fra DLH som er revideret af KPMG. Disse kilder er til dels ensidige, men der vil være opmærksomhed på dette, i tilfælde hvor det kan have

indflydelse. Data i rapporterne må betegnes som at være retvisende da de er uden revisor anmærkninger. Der har ligledes ikke være nogen anmærkninger fra børsen.

Endvidere arbejdes der i begrænset omfang med sekundært data, primært fra online nyhedsmedier, DLHs egne hjemmeside, Bloomberg nyhedsdatabase. Alt data som er draget ind i denne opgave vil før inddragelsen være vurderet om dette er objektiv information og og den kan bruges i sammenhængen. Det vil ikke i hvert enkelt tilfælde være taget stilling til dette da det allerede på data indsamlings tidspunktet er vurderet, dette vil kun ske i tilfælde hvor det kan have indflydelse.

Undersøgelses metode:

Denne opgave bygger på et Case study, med en enkelt case virksomhed. Den er opbygget med en deduktiv tilgang til teorien.

Reliabilitet :

med hensyn til reabiliteten af data betragtes den dom være meget troværdig. Selve DLHs regnskab er blevet revideret af et anerkendt revisions selskab, Hvilket gør at dataen lever op til visse lovmæssige og revisions standard krav. Endvidere der her tale om et børsnoteret selskab på Københavns fonds børs hvilket betyder at der er yderligere krav til DLH som skal opfyldes. Talmæssigt data er bearbejdet på en sådan måde at kilde data og og fremgangs måde altid kan genskabes, dette sikre at resultatet er troværdigt og sikkert.

Data fra sekundære kilder er primært anerkendte informations kilder, dette gælder både nyhedskilder og branchekilder.

Validitet:

Opgaven bliver lavet ud fra gængse metoder beskrevet i faglitteraturen dette gælder både kvalitative analyser samt kvantative analyser. Dette bevirker at analyserne lavet på et ensartet niveau og støj fra fejldata minimeres.

Data grundlag:

De anvendte data for opgaven vil være koncern regnskabet i DLHs Årsrapport 2012 om er blevet offentliggjort 8. marts 2012. regnskabet omfatter både Koncernregnskabet og regnskabet for

moderselskabet. De økonomiske beregninger er baseret på koncern regnskabet da dette er selskabet aktierne er udstedt i. Så værdien er af selskabet er inklusiv eventuelle ejerandele i datterselskaber.

Anvendte analyser

Omverdens analyse:

- PEST
- Porters Five Forces
- Key Succes Factor vurdering

Virksomheds analyse:

- Ressourcer & Kompetencer
- Værdikæde
- Key Succes Factor vurdering
- Vækst strategi
- SWOT

Regnskabs analyse:

- Vurdering af regnskabs kvalitet
- Reformulering af Egenkapitalen
- Reformulering af Balancen
- Reformulering af resultat opgørelsen
- Rentabilitets analyse
- Core Drifts Overskud

Værdiansættelse:

- Estimering af WACC
- Estimering af egenkapital omkostninger.
- Værdiansættelses model (Residual indkomst modellen)

Virksomheden DLH:

Historie:

DLH er en mere end 100 år gammel virksomhed der har specialiseret sig i handel med Hårdttræ og plader. Virksomheden startede i 1908 af Harald Kjær. Senere kom Knud Dalhoff Larsen og Frees Horneman ind i firmaet og disse skulle senere overtage virksomheden. Hvor den blev omdøbt til Dalhoff Larsen og Horneman. Disse 2 nøgle personer danner sidenhen grundlag for virksomheden nuværende navn DLH

i 1986 blev DLH børsnoteret på den københavnske fondsbørs hvorefter virksomheden vækster kraftigt. I 1994 fusionere den med Walter Jessen & Co. Som var en anden stor dansk tømmerhandel. I perioden 1965 – 2000 har DLH overtaget ca. 20 tømmerhandlere. Hvilket er ca. 1 hvert andet år.

2000 – 2007 Vækst:

Forretningen tager for alvor fart med rigtig mange opkøb i denne periode bliver der lavet 15 opkøb og et enkelt frasalg. Det største af disse opkøb var opkøbet af det Sveitsiske tt Timber i 2006 for et beløb omkring 1 mia. DLH foretager også opkøb i detaildet med opkøb af flere tømmerhandlere i Danmark som er koncernens hovedmarked. Disse bliver dog solgt samlet som en kæde til det franske selskab Saint Gobain om i dag markedsfører dem under navnet Optimera. Salget bliver foretaget for at skabe kapital til opkøbet af tt timber

Aktie kursen stiger også kraftigt i denne periode få et niveau fra omkring 20 til over 110 i en periode.

2008 nedgang, Finans krise og kredit klemme:

DLH havde udvidet forretningen ganske kraftigt gennem de seneste år med mange opkøb både horizontal og vertikal. Herved er gældsandelen i virksomheden også øget betydeligt. Dette bevirker at DLH er afhængig af at kunne skaffe lånekapital.

DLH bliver nu ramt på 2 fronter. Først går verdens markederne ned for handel med hårdt træ og værdien af varelagerne falder. Dette går hårdt ud over DLHs omsætning og deres varelager som

må kraftigt nedskrives. For det andet bryder finansmarkederne sammen og det er pludseligt enten umuligt at låne penge eller også det meget dyrt. Dette skyldes usikkerhed på virksomhedernes reelle værdier verden over.

Dette betyder at DLHs forretnings model ikke længere hænger sammen og de må inkassere et kæmpe tab på ca. dkr. 700 mio. i 2008 og det er klart at der skal gøres noget hurtigt, da der ikke er udsigt til hverken forbedret afsætnings muligheder eller forbedret lånemuligheder.

2009 "Back to Black":

Som respons på katastrofe regnskabet i 2009 skiftede DLH direktør i september 2009. Hvor Kent Arentoft kom ind som adm. Direktør.

Kort efter sin indtræden kom DLH med en ny strategi, hvor forretningsmodellen for DLH blev væsentligt ændret. Som navnet antyder, var målet kort og præcist at der skulle sorte (positive) til tilbage i regnskabet. Det skulle ske noget drastisk hurtigt. DLH kunne ikke leve med tab i størrelsesordenen dkr. 700 mio., som i 2009. Specielt da DLH havde finansieret sine seneste ekspansioner og opkøb med lånefinansieret kapital. Af de skøreste opkøb var uden tvivl købet af det Sveitsiske tt Timer for op imod dkr. 1.000 mio.¹

Det primære i Back To Black var at DLH skulle tilbage til Core forretningen og væk fra f. eks. skovdrift, som blev introduceret med købet af tt Timber, der ejede store skov koncentrationer i blandt andet Congo. Derudover skulle der også effektiviseres i forretningsgangene.

"Back To Black" blev lanceret som en 3 års plan (2010 – 2012) men allerede i slutningen af 2010 kunne DLH konkludere at mange af målene var nået og de kunne præsentere et lille overskud på dkr. 4. mio. Dette overskud var dog hjulpet af frasalg af ikke core aktiver.

Go To Market:

Efter succes med "Back To Black" planen allerede i 2010 havde DLH brug for en ny strategi som vil bringe DLH tilbage på sporet med en mere fremtids sikret strategi. "Go To Market" var en naturlig efterfølgende strategi på "Back To Black" der strækker sig over en 4-årig periode. Strategien er primært en fortsættelse af "Back To Black" og med nogle mere specifikke mål. Af hoved emnerne i strategien skal nævnes frasalg af ikke vore drift områder, sammenlægning af forretnings enheder

¹ DLH årsrapport 2009

og en generel slankning af virksomheden. Der er desuden specificeret nogle finansielle mål for DLH, som forventes opfyldt i 2014.

Årlig organisk vækst:	4-6 %
EBIT-margin:	> 4%
NWC / omsætning:	< 25%
ROIC:	> 12%

DLH i dag:

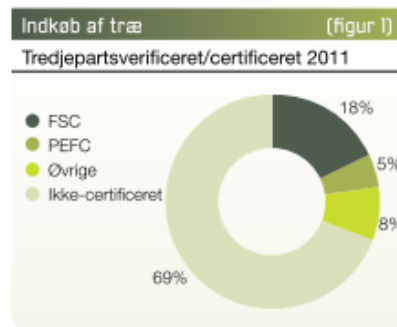
DLH har i 2011 aflleveret et regnskab hvor resultatet er tæt på 0 tilsvarende 2010 regnskabet. I årsrapporten beskriver de situationen som at de er på rette vej med udviklingen. Der er dog flere udfordringer som der vil blive arbejdet med i 2012. En stor del af aktiverne er solgt fra som led i rekonstrueringen af virksomheden.

Ejerforhold:

DLH har 2 store investorer med over 5% af aktierne Fragaria GmbH med 6,55 af aktierne og DLH-Fonden med 21,9% af aktierne. Disse tal stammer fra efter aktieemissionen 2011². Tidligere har DLH fonden været i besiddelse af A aktier som har givet dem 10 gange så meget stemme ret som de resterende B aktier. Denne A/B aktier forskel blev ophævet i forbindelse med Aktie emissionen 2011. Dette har været til væsentligt fordel for aktionærene i form at deres aktier er blevet mere attraktiv. Det var endvidere at krav fra kapital grundlaget bestående primært at bankerne at denne A/B aktie forskel blev ophævet.

Certificering af træ:

Andelen af certificeret træ på markedet kendes desværre ikke. Men hvis der tages udgangspunkt³ i DLH var 23% af deres træindkøb certificeret under de 2 største globale anerkendte



Kilde: DLH Årsrapport 2011

² DLH Årsrapport 2011 s. 31

³ DLH Årsrapport 2011 s. 28

certificerings ordninger henholdsvis FSC og PEFC. Endvidere vare 8% certificeret under andre ordninger. Dette giver en samlet markeds andel på 31% for certificeret træ. Da vi ikke har andre kilder betragter vi ovenstående som repræsentativ for markedet, da de eksakte tal ikke være ændrer billedet.

Certificeret træs markeds andel er voksende som det fremgår af grafen til højre. Dette betragtes også at ærende rimelig repræsentativt da udviklingen følger den generelle dagsorden i samfundet.

Da det ofte er forbundet med en del omkostninger at blive certificeret efter de kendte ordninger er der mange leverandører der ikke har den mulighed. Leverandøren er ofte fra mindre udviklede fattigere lande og har ikke de økonomiske midler til at oparbejde en kendt certificering.

For at kunne tilfredsstille markeds efterspørgslen på certificeret træ har DLH udarbejdet sit eget certificerings program. Dette øger den mængde af certificeret træ DLH kan levere og da ordningen er DLHs bevirker det at omkostningerne vil være langt lavere for leverandørerne. I 2011 var 99% af alt DLHs indkøb fra risikolande certificeret under DLH Good Supplier Programme (GSP).



Kilde: DLH Årsrapport 2011

Aktier:



Kilde: www.wood-supply.dk

DLH aktien er registeret på København Fondsbørs OMX og optaget i "Small Cap" aktie indexet. På ovenstående graf ses DLH aktiekurs over de sidste 3 år. Kursen har i store dele af perioden ligget på omkring kurs 20 med enkelte perioder har over kurs 30. I April 2011 foretog DLH en aktie emission, dette ses kan ses på grafen i april 2011 her falder kursen fra ca. 24 til ca. 14. tegnings kursen ved aktie emissionen var to eksisterende aktionere 7,75 med en tegnings ret på 1:2. endvidere blev den nominelle værdi sat ned fra kr. 10,-pr. aktie til dk. 5,- pr. aktie. Ligeledes blev den tidligere aktie deling mellem A og B aktier ophævet.

Siden Aktie emissionen er kursen faldet yderligere og ved Årsrapporten 2011 skæringsdato var den kr. 6,40 Her har den tilsyneladende stagneret de første 3 måneder af 2012.

Segmentering og organisation:

DLH 2 hoved segmenter i forretningen. Plade afdelingen samt hårdtræ afdelingen. Disse 2 afdelinger har kørt uafhængig af hinanden, men er blevet lagt sammen under en omstrukturering i 2009. Til trods for at det er 2 forskellige områder er der mange ligheder i handelsmønstrene.

DLH har ligeledes omorganiseret deres salgsorganisation i forbindelse med strategi ændringerne "Back to Black" og "Go to market" Der nedlangt mange lande specifikke salgs organisationer og oprettet. I årrapporten 2011 er der på det givne tidspunkt 6 salgs regioner, fordelt på følgende: Norden, Vesteuropa, Øst & Centraleuropa, USA, Rusland og Global Sales. Der er siden hen reduceret yderlige i disse således at Rusland er langt und under Øst & Central Europa. Dette betyder ikke at Rusland er blevet mindre vigtig men blot at organisationen er blevet slankere og lettere at gennemskue.

Det oplyses ligeledes at $\frac{3}{4}$ af omsætningen stammer fra hovedmarkederne som dækker over Europa, USA samt Rusland. Det vigtigste enkelte marked for DLH er Europa.

Grunden til denne organisations ændring er både at lave en mere gennemskuelig forretning og høste nogle væsentlige stordrifts fordele. DLH har også som følge af denne omstrukturering allerede hentet væsentlige effektiviserings gevinster på omkostningssiden ⁴.

⁴ DLH Årsrapport 2011 s. 9

Begrænsninger:

Segmentering:

I denne opgave vil plade og hårdttræs afdelingen blive behandlet på samme måde. Dette skyldes at lighederne mellem de 2 segmenter er så store at der ikke vil gøre nogen væsentlig forskel på opgaven. Endvidere er der ikke tilstrækkelig information til rådighed til at kunne behandle disse 2 segmenter hver for sig. DLHs sammenlægning af disse segmenter viser også at de godt kan betragtes samlet.

Tidshorisont, tilbage:

Grundet DLH fundamentale omstruktureringer siden 2010 vil regnskabs analyserne baseret på historiske tal være begrænset til det seneste årsregnskab 2011. Dette skyldes at der vil være væsentlige ændringer i DLHs forretning og struktur, dette bevirker at historiske tal før 2010 vil være udarbejdet ud fra et helt andet forretnings grundlag. Og det vil derfor ikke give meningsfyldt viden om fremtiden at analysere på denne. Dette giver en begrænsning i trend analyser, som i flere tilfælde ikke vil blive gennemført grundet det manglende brugbare datamateriale.

Tidshorisont, Fremtid:

Den fremtidige tidshorisont i denne opgave vil strække sig til 2014 målsætningen i "Go To Market" strategien. Det kunne være ønskværdigt at have en længere tidshorisont, men grundet de forandringer og omstruktureringer DLH er midt i vil usikkerheden i at analysere længere frem være væsentlig og derved ikke kunne bruges at skabe et realistisk billede af DLH.

Branche definition:

Branchen defineres som en groshandel med hårdttræ (kævler, savet og høvlet) samt træbaseret pladeprodukter (spånplader, MDF, træfiber OSB.) Der er andre mindre produkt grupper som er næst beslægtede med disse 2 hovedgrupper og de vil derfor ikke blive behandlet særskilt. Her tænkes på komposit produkter og et tilbehørs program til f. eks. terrassebrædder.

Datamateriale:

begrænsninger i data grundlaget er beskrevet tidligere under undersøgelsesmetode.

Markedssituation:

Til at vurdere DLHs markedssituation benyttes forskellige analyser. Markedsanalyse deles op i 2 dele, først en omverdens analyse, dernæst en virksomheds analyse. Disse 2 analyser sammenfattes til sidst i en SWOT analyse.

Omverdensanalysen består af 2 modeller "PEST" og "Porters Five Forces"

PEST analysen.

PEST modellen bruges til at give en vurderingen af hvilke udefra kommende faktorer der kan påvirke branchen, hvor i virksomheden befinder sig.

PEST analysen består af følgende 4 faktorer (P) Politisk, (E) Økonomisk, (S) Sociokulturelle og (T) teknologiske.

Det kan diskuteres og er blevet det igennem litteraturen om PEST analysen skal udvides til En PESTLE analyse hvor man tilføjer (E) miljø og (L) Lovgivningsmæssig. Det er dog min klare opfattelse at man uden problemer kan inddrage disse 2 punkter i den oprindelige PEST analyse uden problemer. Normalt vil Lovgivning drages ind under politiske faktorer da de ofte er politisk motiverede. Miljø vil tages ind under Politisk samt Sociokulturelle, da det er politisk samt forbruger motiverede.

Porters Five Forces.

Den bruger vi til at anskueliggøre den interne rivalisering i branchen. De 5 kræfter som porter omtaler, er: leverandør, kunder, potentielle indtrængere, substituerende produkter samt den interne rivalisering. Alle disse 4 eksterne kræfter vurderes efter deres indflydelse på branchen. Dette giver et overblik over rivaliseringen i branchen.

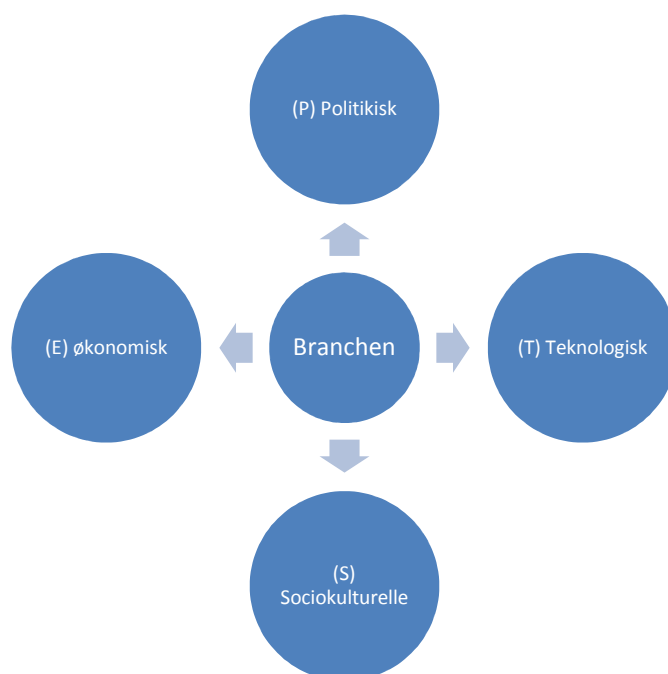
Disse 2 analyser giver et overblik over hvad der er af muligheder og trusler i branchen. Det er normalt ikke analyser hvor virksomhederne selv har den store indflydelse, men det er vigtigt at virksomhederne tilpasser sig markedet og konkurrence vilkårene.

Key Succes Factor Skema

Til at vurderer truslerne fra både PEST analysen og Porters 5 forces bruges at Key Succes Factor

(KSF) til at prioritere vigtigheden og indflydelsen på virksomheden. Dette giver et overblik over hvilke faktorer der er vigtigst for DLH at arbejde med i en prioriterede skala med værdierne 0-4 hvor 4 vil være den vigtigste og mest indflydelses rige. Vægtningen sker ud fra hvor stor volumen det har på virksomheden. Og ud fra den økonomiske indflydelse det har for virksomheden. KSF er en subjektiv bedømmelse som har til formål at prioritere de fundne faktorer på en ensartet måde og derved gøre dem så objektive som mulige. Dette er for at sikre at kun de vigtigste faktorer bliver bedømt i SWOT analysen.

PEST



Politiske trusler:

- Handel med træ foregår ofte i mange forskellige lande, her i blandt en del 3. verdens lande. Der er en væsentlig risiko for pludselige og uforudsete politiske ændringer i 3. verdens lande. Opstår der politiske uroligheder i disse lande, hvilket kan påvirke forsyningen af vare⁵. Disse pludselige politiske ændringer kan af deres natur være uforudselige. Dette kan medføre at vise vare ikke kan leveres i kortere eller længere perioder fra bestemte lande.
- Miljø er efterhånden på den politiske dagsorden. Det er blandt andet i Norge nu forbudt for

⁵ Årsrapport 2010, s. 8

offentligt byggeri at bruge tropisk træ⁶. Dette kan bevirke at efterspørgslen ændre sig som følge af lovgivningen. Det kan også betyde at en råvare pludselig bliver utilgængelig. Dette er blandt andet set med Burma teak som er blevet forbudt at importere i EU samt USA. Der er endvidere i EU vedtaget en træforordning⁷ som træder i kraft marts 2013. Denne forordning siger kort fortalt at der ikke må handles med ulovligt fældet træ og dette medfører at alt træ skal være sporbart. Da DLH primært arbejder inden for EU og har hovedsæde i Danmark vil dette betyde at denne forordning skal kunne efterleves. Dette kan skabe ulige konkurrence fra konkurrerende træleverandører uden for EU, på markeder uden for EU.

Økonomiske:

- samfunds økonomien. Træ bliver ofte brugt i møbel og bygnings industrien. Disse industrier er sårbare over for samfunds økonomien, da slutprodukterne ofte betragtes som luksus vare og der ikke er meget nybyggeri i nedgangs tider.

- Priserne på træ og globalt styret og er følsomme på efterspørgslen i hele verden. Da EU i øjeblikket er i økonomiske problemer vil efterspørgslen på træ ikke være så kraftig her og dette medfører at salgs priser vil blive lavere. Asien er i økonomisk fremgang i øjeblikket og derved vil de efterspørge træ og presse indkøbspriserne i leverandørlandene op. Dette bevirker at en virksomhed med primært fokus på EU vil opleve stigende indkøbspriser og faldende salgspriser. Det er også en væsentlig valuta risiko når det gælder handel med træ. Det er meget sjældent at træ bliver solgt i samme valuta som de er indkøbt i. Og der kan ofte være måneder mellem købstidspunktet og salgs tidspunktet. Disse 2 faktorer bevirker at der let kan være væsentlige kursudsving, hvor kurs risikoen ofte vil påhvile mellemhandlerne. Det skal selvfølgelig bemærkes at kursen også kan svinge positivt og det er muligt at hedge sig ud af en risiko. Dette koster selvfølgelig også penge og vil fordyre forretningen.

Sociokulturelle:

Træ en råvare som ofte vælges ud fra det æstetiske udtryk, som kan påvirkes af trends og mode. Træ har dog vist sig som en brugbar ressource igennem mange årtier. Det kan derfor konkluderes at træ er begrænset påvirkelig over for trends. Der kan dog trends flyttes fra for eksempel certificeret træ, tropisk træ, løvtræ, mørkt træ, lyst træ og meget mere.

⁶ http://www.wood-supply.dk/article/view/15902/nordmaend_dropper_tropisk_tommer

⁷ EUTR Bilag 1

Da træ er en natur ressource er miljø et væsentligt spørgsmål i den forbindelse. Der er flere certificeringsordninger, som har med miljø, genplantning og arbejdsvilkår at gøre. Her kan af de mest kendte nævnes FSC, PEFC, MTCS

Efter som certificerings ordningerne bliver mere og mere kendte begynder slutbrugere at efterspørge disse. Træ er også en CO2 neutral ressource hvilket også kan påvirke efterspørgslen i positiv retning, da CO2 spørgsmålet globalt er blevet ganske aktuelt, specielt i EU og resten af den vestlige verden.

Det er usikkert over hvilken tidshorizont det for alvor vil slå igennem. Det har været undervejs i mange år og er blevet meget mere kendt over de sidst 10 år. Sådanne nogle trends kan også blive påvirket af økonomiske forhold, i krise tider vil der ofte være mindre efterspørgsel på forsyrende led som miljø certificering.

Teknologiske:

Træ er en natur ressource, hvor der ikke sker mange teknologiske fremspring i banchen. Der er flere processer som er tidkrævende, men det er erfaringsmæssigt svært at effektivisere dem. Hvis træ for eksempel dyrkes således at der vokser hurtigere, kan det ændre egenskaber og ikke kunne bruges til det oprindelige formål mere.

Transporten foregår primært via skibe og lastbil. En effektivisering af disse vil ofte betyde et øget brandstof forbrug, hvilket de nyeste trends går imod. Der er snare en tendens mod langsommere transport for at spare brandstof.

Tørring af træ tager normalt gerne uger til måneder. Og dette er en både energi krævende og langsommelig proces. Der er flere forsøgs projekter på at kunne tørre træ hurtigere via vakuum eller mere energi effektivt. Dette vil enten kunne føre til en hurtigere tørring og derved mindske penge bindingen i tørre perioden eller til et lavere energiforbrug og derved en billigere tørring. Endvidere vil der altid ske en effektivisering of anden forarbejdning så som opskæring eller forarbejdning til plade produkter. Dette vil specielt ske hvis råvarerne bliver dyre og man derved vil kunne høste en større gevinst ved at mindske spild.

Omverdens forhold - PEST	Mulighed / Trussel	Usikkerhed Høj – Medium – Lav	Indflydelse Høj – Medium – Lav	Volumen Høj – Medium – Lav	Profit Høj – Medium – Lav	KSF 0 - 4
Politisk						
Politik uro	T	Høj	Lav	Høj	Høj	4
Miljø	M	Medium	Medium	Medium	Medium	2
Økonomisk						
Samfunds økonomi	T	Medium	Lav	Medium	Medium	2
Variable priser	T	Medium	Lav	Høj	Høj	4
Sociokulturel						
Miljø	M	Medium	Medium	Lav	Medium	1
Mode	T	Medium	Lav	Lav	Lav	0
Teknologisk						
Tørring	M	Medium	Medium	Medium	Medium	2
Oliepriser	T	Høj	Lav	Medium	Lav	1
Forarbejdning	M	Medium	Medium	Medium	Lav	1

Delkonklusion:

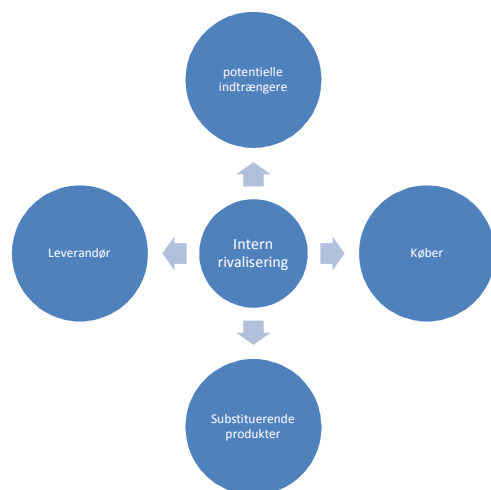
Ud fra ovenstående op summering kan de konkluderes at de vigtigste faktorer på branchen vil være risikoen for politisk uro, samt at priserne kan variere ganske meget styret af efterspørgsel i andre dele af verden.

Dernæst vil den politiske styret miljø debat, den generelle samfunds økonomi og eventuelle teknologiske fremskrift inden for tørring af træ. De øvrige nævnte faktorer har ringe indflydelse på branchen og vil derfor ikke være væsentlige muligheder eller trusler.

Generelt kan det siges at der er tale om en branche hvor der er flere udefrakommende faktorer, der kan have væsentlig indflydelse på branchen. Dette er faktorer, som de enkelte virksomheder sjældent kan gøre meget ved enkeltvis og derfor bliver nødt til at tilpasse sig markedsvilkårene,

frem for at forsøge at styre dem. Dette vil kræve omstillingsparate virksomheder og som kan spotte fremtidens trends.

Porters Five Forces:



Leverandørs forhandlings kraft:

Der er stor forskel på typen af leverandørens forhandlingsstyrke. De kan deles i 3 typer.

Leverandørerne af pladeprodukter er relativ indflydelses rige, da der er nogle store producenter på markedet⁸. Et marked med få store leverandører vil bevirke at der ikke er mange muligheder for at skifte leverandør. Og derved vil det ofte være et marked, hvor leverandøren har en stor indflydelse.

Leverandørerne af certificeret træ er også relativt indflydelses rige. Dette skyldes at der er et meget begrænset antal leverandører af certificeret træ⁹. Men tiden vil der højst sandsynligt komme flere leverandører af certificeret træ. Dette er dog, som det ser ud i øjeblikket en kompliceret, dyr og langsommelig proces. Da mange af leverandørerne er fra mindre udviklet og fattige lande, vil det ofte være en meromkostning som ikke er muligt at få finansieret på kort sigt. På langsiget vil det normalt være en bedre forretning men det kræver at kapitalen er til rådighed til at finansiere dette. Dette er ofte ikke tilfældet.

Til sidst er der de raserende leverandører af hårdttræ. Disse må anses som værende svage da der

⁸ DLH Årsrapport 2010, s. 8

⁹ DLH Årsrapport 2010, s. 8

er mange og de er små. De er ikke reguleret på samme måde som de certificeret leverandører, så det er væsentligt lettere at starte op og derved vil der være mange flere leverandører på dette marked.

Leverandørens forhandlings styrke kan også være politisk reguleret, det er ikke usædvanligt at køb af visse produkter i 3. verdens lande kan have visse restriktioner medfølgende. For eksempel kan det være påkrævet at træet skal være forarbejdet i leverandør landet, det køb af visse træsorter kan kræve at der også købes mindre attraktive træsorter. Her kan det både være en fordel at fordel at have en stor alsidig leverandør og selv at være af en vis størrelse således man kan efterleve disse restriktioner.

Set over et stykke er leverandørens forhandlingsstyrke lav-middel

Købers forhandlingsstyrke:

Det er relativt let at skifte leverandør, da træ bliver sorteret efter nogle ensartet kvaliteter. Det kan dog tage noget tid, da det bestemt ikke er alle leverandører der har et varelager. Der er også nogle store kunder på markedet¹⁰ qua deres størrelse kan de have væsentlig indflydelse på en leverandør. En stor kunde vil ofte også have muligheden for at planlægge sin produktion længere frem, hvilket de ofte også kan planlægge deres indkøb bedre. Dette bevirker at de har lettere ved at skifte leverandør eller supplere fra flere leverandører. Endvidere har store kunder normalt ikke brug for varelager, grundet den bedre styring af produktionen. Det kan for eksempel nævnes at DLHs største kunde står for ca. 6%¹¹ af DLHs omsætning. Hvilket er lige ca. 176 mio. DKR Mindre kunder er normalt mere afhængig af hvad der kan leveres fra varelager. Dette bevirker at de ikke har så mange muligheder for leverandør valg. Derved er deres forhandlings styrke noget lavere.

Det konkluderes at kundernes forhandlingsstyrke er relativ høj.

Indtrængnings barriere.

Det anses i branchen for at være meget nemt at slå sig ned som trægrossist. Det siges ofte at det ikke kræver meget mere end en fax og en telefon. Dette er selvfølgelig lidt groft anskuet, men ikke helt usandt. Specielt inden for "back to back" ordre segmentet, hvor der ikke kræves lagerplads, er det reelt let at starte op.

¹⁰ DLH Årsrapport 2010, s. 9

¹¹ DLH Årsrapport 2011 s. 19

Som lagerførende grossist er der selvfølgelig noget højere krav til kapital. Specielt da træ ofte forudbetales og der er lang leveringstid. Det kræver derfor noget større viden om kunderne ønsker for at disponere rigtigt. Træ via lager købes ofte ind før at slutkunden skal bruge dette, grundet den lange og usikre leveringstid.

Som Agent vil der ikke være de store indtrængnings barrierer. Derimod vil de være højere som lagerførende grossist da det kræver indgående viden til kundernes behov. Samt væsentligt kapital til at finansiere både lager og forudbetalingen.

Det må konkluderes at indtrængningsbarriererne er lave til middel.

Substituerende produkter.

Der er en udvikling indenfor alternativer til træ blandt andet komposit produkter. Endvidere kan nævnes at Plast kan bruges som substantiv ved f. eks. møbler og gips i bygge industrien Da træ har nogle unikke egenskaber betragtes denne udvikling som marginal.

Med hensyn til substituerende produkter vil disse ofte være forarbejdede og denne forarbejdning fordyrer mange gange alternativerne. Der er ofte også olie involveret i forarbejdning og priserne på olie har gennem de sidste mange år steget ret kraftigt i pris. Og der er ikke nogen udsigt til at den skulle falde igen. Specielt plastik bliver mindre attraktivt da dette er oliebaseret. Dette bevirker at truslen fra substituerende produkter bliver mindre.

I modsatte retning er forsynings sikkerheden af træ noget svingende og dette kan tvinge kunderne til at tænke i alternativer. Dette er dog ikke på nuværende tidspunkt et problem. Der er derfor en lav trussel fra substituerende produkter.

Delkonklusion:

Ud fra ovenstående ses det at de væsentlige faktorer for branchens attraktivitet. Kundernes forhandlings styrke er høj, dette kan delvist kædes sammen med at indtrængnings barriererne er i den lave-middel ende. De relative lette muligheder for at starte op som ny i branchen gør at der er mange muligheder for kunderne til at vænge og skifte leverandør.

Truslen fra leverandørens side er i den lavere ende hvilket skyldes det store udbud af leverandør fra massiv træ siden. Forhandlingsstyrken på pladesiden er dog lidt højere, uden dog at true branchen. Truslen fra substituerende produkter er lav da træ betragtes som et unikt produkt med nogle unikke egenskaber, endvidere er prisen på træbaserede produkter også ganske konkurrence dygtig i forhold til de eksisterende substitutter, hvilket også gør denne trussel mindre.

markeds forhold – Porters 5 forces	Mulighed / Trussel	Usikkerhed Høj – Medium – Lav	Indflydelse Høj – Medium – Lav	Volumen Høj – Medium – Lav	Profit Høj – Medium – Lav	KSF 0 - 4
Leverandør	M	Lav	Høj	Høj	Medium	3
Kunder	T	Lav	Lav	Høj	Høj	4
Indtrængere	T	Medium	medium	Medium	Medium	2
Substitutter	M	Medium	Lav	Lav	Lav	1

Markedsformen:

DLH operere i et marked med mange konkurrenter, som det også ses i Porters 5 Forcres analysen er det begrænset indtrængnings barriere på markedet. Dette bevirker at der er mange små og mindre konkurrenter på markedet. Markedet er også men en meget lille præference grad. Dette medføre at vi her taler om et marked med tæt på fuldkommen konkurrence. Den fuldkomne konkurrence medføre at priserne på markedet vil være uden for den enkelte aktørers indflydelse og den fastsættes rent efter udbud og efterspørgsel.

DLH arbejder meget med deres miljø profil og forsøger vi ad den ved at skabe en højere præferencegrad for deres produkter. Det vil bevirke at det ville kunne blive muligt for DLH at hæve prisen for deres varer grundet den højere præferencegrad. Denne differentiering er endnu ikke slået igennem for DLH.

Virksomhedsanalysen:

Ressource og kompetence. Til at skabe overblik over hvilke ressourcer og kompetencer DLH råder over laves først en analyse af disse. Denne analyse videre føres til en værdikædeanalyse af DLH. Her vil det fremgå, hvor DLH har sine styrker og svagheder.

Ressourcer og Kompetencer:

Denne analyse bruges til at anskueliggøre, hvilke ressourcer og kompetencer en virksomhed råder over. Både ressourcer og kompetencer deles i unikke og nødvendige. De nødvendige er dem der skal til for drive virksomheden. De er lette at kopiere og efter som de er nødvendige for at være på markedet vil konkurrenterne også være i besiddelse af dem. De unikke er dem hvor virksomheden skiller sig ud i forhold til konkurrenterne. Det er ligeledes dem, hvor de enkelte virksomheder får deres konkurrencefordele.

Værdikæden:

Værdikæden er en analyse af, hvor virksomheden bruger og har nogle af sine konkurrence fordele i forretningsgangen. Analysen er opbygget i 5 primære funktioner samt 4 støtte funktioner. De fem primære funktioner vil være i de fleste virksomheder. Det er dog ikke nødvendigt at de alle er der og i hvor høj grad de er repræsenteret, kan også være forskellig alt efter, hvilken virksomhed det drejer sig om.

De fire støtte funktioner er designet til at arbejde på tværs af de fem primære, som en støtte for de primære.

En virksomheds konkurrence fordele vil ofte være et sammenspil mellem funktioner. Dette sammenspil vil være svære at kopiere til dens konkurrenter. Det er de unikke der giver en virksomhed sine konkurrence fordele og de vil normalt være svære at kopiere.

Værdikæde analyse:

Infrastruktur:

DLH er bygget op med et hovedkontor i Høje Taastrup i Danmark og flere lokale salgskontorer på vigtige markeder, både indkøb og salgs kontorer. Der kan nævnes Brasilien og Asien for at illustrere deres store geografiske spredning.

Den generelle strategiske koordinering sker fra Danmark for at sikre en ensartet profil. DLH

benytter også at sende dansk arbejdskraft ud til de lokale kontorer. Dette er med henblik på at forståelsen for forretningen er ensartet og derved minimere eventuelle kulturelle konflikter og misforståelser. Det skaber også en vis viden internt i virksomheden da DLH har medarbejdere i de steder, hvor udviklingen sker. Dette er dog en dyrere måde at binde forretningen sammen på, da dansk arbejdskraft oftest er dyrere end udenlandsk.

DLH har dog igennem sin "Go To market" Strategi omstruktureret forretningen og i den forbindelse er mange lokale kontorer lagt sammen i større regioner. Dette minimere de omkostninger der er forbundet med disse.

Menneskelige ressourcer:

DLH bruger mange ressourcer på at uddanne sit personale. Specielt inden for Miljø området. De har også uddannelses programmer for medarbejder der ønsker at videre uddanne sig uden for virksomheden. Dette giver en mere veluddannet arbejdskraft. Det kan generelt siges at en veluddannet medarbejder stab vil give nogle kompetencer til virksomheden og derved nogle konkurrencefordele, i forhold til virksomheder med en mindre veluddannet medarbejder stab. DLH har også igennem sin størrelse mulighed for at udstationere medarbejdere i udlandet og derved give dem nogle unikke kompetencer og viden om den region de er udsendt til. Denne viden vil de kunne benytte under udstationeringen og når de er hjemme igen.

Flere af disse muligheder for personale pleje giver DLH et grundlag for at tiltrække og fastholde kvalificeret arbejdskraft.

Produkt udvikling:

Den primære produktudvikling sker hos leverandøren. DLH har dog stadig en rolle i at markedsføre og formidle disse produkter. DLHs rolle er derfor igennem sit store leverandørnetværk og lokale kontorer, at kunne spotte nye produkter rundt omkring i verden. Dette sker både ved at DLH har lokale indkøbs kontorer og lokale salgs kontorer. Og igennem samlingen og koordineringen af viden i Danmark, bliver disse bundet sammen og DLH får en ekstra kompetence inden for produktudviklingen ved hurtigere at kunne tilpasse og introducere sortiment til markedet. Denne evne vil blive bedre med den nye organisations struktur som følge af "Go To Market" her bliver den organisatoriske vej kortere i DLH.

Indkøb:

Indkøbs afdelingen i DLH af meget vigtig. Det er her en af grundstene til virksomhedens eksistens ligger. DLH har igennem sit store netværk af kontakter og lokale handels stationer et rigtigt godt udgangspunkt. Til trods for at flere af de lokale kontorer er lukket ned, grundet den nylig implementeret strategi, vil den lokale kontakt stadig være skabt. Dette lokalkendskab kan DLH udnytte til at sikre at leverandøren overholder kontrakter der bliver indgået, og sikre at DLH får de rigtige vare til tiden. Det betyder også at DLH har en god og opdaterede viden om hvad der sker i de enkelte regioner. Dette er vigtigt at det ikke er usædvanligt at der sker pludselige politiske forandringer i 3. verdens lande som ofte er leverandør landene. Indkøbs funktionen har også via sin forbindelse til leverandørerne en vigtig viden og funktion til at informere salgs afdelingen og kunderne om den aktuelle leveringssituation på råvarerne.

Indkøbs funktionen er også specielt vigtig på et marked, hvor der er fuldkommen konkurrence¹². Ekstra profit kan ikke skabes ved at hæve prisen kun ved at holde omkostningerne lave og sikre gode indkøbspriser

Indgående logistik:

Den indgående logistik består i at få varerne ud af landene, dette kan være en stor udfordring i 3. verdenslande. Her kan et lokal kendskab derfor være en stor hjælp, da transport og papir vejen ikke altid er som i vestlige lande. Disse kompetencer kræver et godt kendskab til branchen, som DLH besidder da de har opereret på markedet i mange år.

Den indgående logistik er specielt vigtig i "back to back" ordre hvor der er store krav til at varerne kommer fra leverandøren i rette tid således slutkunden kan modtage den i rette tid. Der er ikke noget mellemlager til at optage eventuelle tidsforskydninger.

Det er ikke usædvanligt at vare kan strandes i adskillige måneder i fremmede lande, hvis der skulle opstå uoverensstemmelser med leverandør, myndigheder eller lignende.

Produktion:

Da der er tale om en handels virksomhed er der ingen produktion. Tidligere har DLH haft både skovdrift blandt andet i Congo, samt tørrestuer i Holland. Som led i deres "Go To Market" strategi er eller skal disse frasælges. Og derved ophører DLHs produktion.

¹² Se under markedsform analysen side 14

Udgående logistik:

DLH har 2 slags udgående logistik. Først er der den fra lager som er relativt ukompliceret, da den ofte foregår med lokal transport i den mere udviklede verden så som Europa, Amerika og Rusland. Endvidere har DLH også de direkte leverancer, hvor den udgående logistik kobles sammen med den indgående. Dette sætter store krav til logistikken fra afsendelseslandet. Som tidligere nævnt i den indgående logistik og indkøbs funktionen. Den udgående logistik i de direkte leverancer er meget afhængig af de informationer der kommer fra indkøbs funktionen.

Marketing & salg:

DLH har en stærk miljø profil og gør meget ud af dette arbejde. De har blandt andet deres eget miljø program sideløbende med de mere anerkendte og officielle som FSC og PEFC. Dette bevirker at de kan levere certificeret og dokumenteret via deres "Good Supplier Programme" fra leverandører hvor konkurrenter ikke har samme muligheder. Ligeledes betyder det at DLH har en fordel ved levering af træ til offentlige projekter, da det er blevet mere almindeligt at offentlige projekter kræver certificeret eller oprindelses dokumenteret træ.

Der er en høj grad af tillid indblandet når der er tale om handel med træ. Dette bevirker at det er vigtigt at have et godt image og en høj grad af troværdighed.

DLH har også mulighed for at dele sine erfaringer fra kunder fra andre lande og verdens dele. Dette kan bruges til at dele viden internationalt, en mulighed mange virksomheder ikke direkte har.

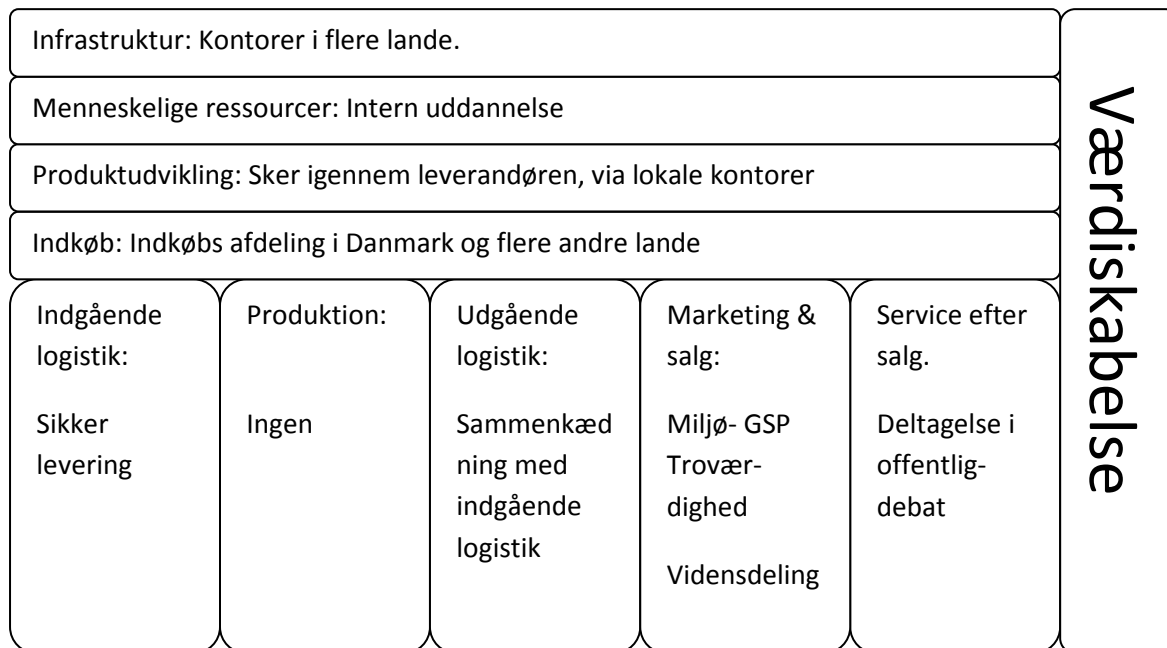
Service efter salg:

Service efter salg hænger meget sammen med selve salget. DLH udgiver også nyhedsbreve. Og er ofte indblandet i offentligheden når træ og miljø er på emnelisten i den offentlige debat. Dette gør at kunder ofte kan føle sig sikre på deres træes oprindelse og derved sikre at de ikke kommer i negativt søgelys i offentligheden. DLH stiller også materiale til rådighed for kunder om træets oprindelse, således de er godt rustet i deres miljø profil.

DLH stiller også sin store viden om træ til rådighed til kunderne. Gennem sin interne uddannelse og sine mange år i branchen har DLH en stor viden om træ. Dette er ikke en viden som passivt bliver stillet til rådighed, men skal tilbydes eller opsøges af kunden. Det har både den fordel at der kan skabes relationer mellem DLH og kunde. Men det kan også have den effekt at der slet ikke

skabes kontakt.

Nedenstående skema skal ses som en opsummering af værdikæde analysen. En visualisering af DLHs unikke kompetencer



Ressourcer og Kompetancer:

Da der er tale om handels virksomhed er der begrænset antal ressourcer der er nødvendige for at drive forretningen. Værdi skabelsen i forretningen ligger primært i kompetencerne. Det er derfor vigtigt at have nogle unikke kompetencer for at kunne skille sig ud fra konkurrenterne.

At de få nødvendige kompetencer er brandet eller navnet. For at skabe troværdigheden er et brand nødvendigt for at operere på markedet. Der er en tale måde i branchen, hvor det siges at der ikke kræves andet en fax of en telefon for at starte op. Dette er selvfølgelig en overfortolkning, men det sætter ikke store krav til de fysiske ressourcer at starte op, da det ikke er behov for lager eller fabrikker for at operere på markedet. Det kræver dog en vis startkapital da det er normale handelsbetingelser i branchen at forudbetale eller stille en bank garanti.

Af de unikke kompetencer råder DLH over et kendskab til markedet og handel med hårdttræ som

ikke mange har. Dette er opbygget igennem de mere end 100 år de har handlet med træ. DLH har også igennem sine mange år på markedet et omfattende leverandør netværk.

DLH har igennem mange år fokuseret på miljø og har sideløbende med de kendte miljø mærker som FSC og PEFC udarbejdet et GSP (Good supplier Programme) som har tilmål at dokumentere at alle DLHs leverandører er kontrolleret til en vis minimums standard. Det er specielt fokuseret på leverancer fra 3. verdens lande. Dette bevirker at DLH har flere muligheder for at levere legalt og dokumenteret træ. DLH har qua sin størrelse i branchen en vis mulighed for at sætte emner på den politiske dagsorden, og mulighed for at optræde i den offentlige debat.

DLH har også qua sin størrelse også gode muligheder for at uddanne sine egne folk og tilbyde videre uddannelse og derved opbygge kompetencerne internt i virksomheden. Det findes ikke nogen specifik uddannelse inden for handel med træ, det er derfor nødvendigt selv at uddanne sine medarbejdere, hvis man ønsker en uddannet medarbejder base.

DLH har ligeledes udarbejdet et avanceret EDB system til at styre leverancerne. Det ses ud fra balancen at der er brugt et anseligt beløb på dette. 0,8 mio. dkr i 2011 og 0,5 mio. kr. i 2010 det vil sige at værdien er steget med dkr. 0,3 mio.

Som en kort summering af ovenstående ses nedenstående skema

	Ressourcer	Kompetencer
Unikke	Avanceret EDB system Omfattende leverandør netværk	Dybt kendskab til markedet Miljø profil Uddannelses program
Nødvendige	Meget få krav. Start kapital	Brand.

Konklusion:

Ser man på hvilke faktorer der er de primære værdiskabere i forhold til værdikæden. Kan man komme frem til at der er 2 primære grupperinger der skaber værdi hos DLH. Den første gruppering vil være sammenspillet mellem indkøb, produktudvikling og logistikken. Denne gruppering muliggøres af nogle af DLH unikke ressourcer. Der ud over kan specielt nævnes deres EDB system samt deres omfattende leverandør netværk. Som også bidrager til dette samspil.

Et andet fokus område vil være sammenspillet mellem marketing & Salg og Service efter salg. Dette sammenspil understøttes specielt af nogle af de unikke kompetencer DLH besidder som deres omfattende kendskab til markedet, interne uddannelser og deres miljø profil.

Det kan med andre ord konkluderes at der er et godt sammenspil mellem DLHs ressourcer og kompetencer og værdiskabelsen i værdikæden.

Interne forhold – Værdikæde og Ressource/ kompetence	Mulighed / Trussel	Usikkerhed Høj – Medium – Lav	Indflydelse Høj – Medium – Lav	Volumen Høj – Medium – Lav	Profit Høj – Medium – Lav	KSF 0 - 4
Unikke kompetencer						
Miljø profil	M	Lav	Høj	Høj	Medium	3
Markeds kendskab	M	Lav	Lav	Høj	Høj	4
Uddannelse	M	Medium	medium	Medium	Medium	2
Unikke Ressourcer						
EDB	M	Lav	Høj	Medium	Lav	1
Lev. Netværk.	M	Medium	Høj	Høj	Medium	3
Nødvendige Kompetencer						
Brand	M	Medium	Medium	Høj	Høj	4

Nødvendige Ressourcer						
Få krav	T	Lav	Lav	Medium	Medium	2
Kapital	T	Medium	Lav	Høj	Medium	3

Ud fra vurderingen af ovenstående KSF skema ses det at der er flere områder, hvor det er vigtigt at DLH har fokus. På de områder med den højeste KSF værdi. DLH har generelt godt fokus på sine ressourcer og kompetencer. Der er 2 som er klassificeret som kan være en trussel det ene er at der er få krav til at starte i branchen, dette er desværre ikke noget DLH kan gøre noget ved, men dog alligevel vigtigt at DLH holder sig orienteret om eventuelle nye konkurrenter, da dette kan have indflydelse på forretningen. Kapital området er også i øjeblikket et trussels moment for DLH. DLH har været nødt til at omstrukturere forretningen, hvor frasalg af aktiviteter med tab har været nødvendige for at minimere de finansielle udgifter specielt i forholdet til indtægten fra driftsaktivet.

Vækst strategi:

DLH har med deres "Back to Black" og "Go to Market" strategi tilpasset deres vækst strategi. Tidligere har de haft en bredere vækst strategi hvor de har forsøgt at ekspandere både på nye markeder samt med nye produkter. Dette har de gjort ved blandt andet ved opkøb både vertikalt af konkurrenter for at komme hurtigt ind på nye markeder, og horisontalt ved opkøb af leverandører, dette har været for at styrke produkt udviklingen og leverings sikkerheden. Med strategi ændringen har DLH ændret fokus fra nye markeder til allerede eksisterende markeder, her tænkes blandt andet specielt på Europa som må betegnes som deres hjemme marked. Samt en konsolidering på det Russiske marked hvor DLH også har et godt fodfæste.

Ekspansions strategier		Produkter	
		Eksisterende	Nye
Markeder	Eksisterende	Markeds vækst	Produkt udvikling
	Nye	Nye markeder	Diversifikation

Den tidligere strategi har været meget kapital krævende, da man ved opkøb ofte betaler en høj pris for Goodwill. Specielt i opgangs tider, hvor DLH har ekspanderet kraftigt betaler man ekstra for Goodwill. Modsat gør det sig gældende at når der skal sælges aktiver i recessions tider har goodwill ikke en speciel høj markeds værdi, da der er færre købere på markedet.

Da DLH kom i kapital problemer pga. kredit krisen er DLH blevet nødsaget til at sælge aktiver for at skabe likvider til at tilfredsstille kreditorerne.

DLH har altså bevæget sig fra en tidligere Diversifikations/ekspansions strategi, hvor der har været meget fokus på nye markeder til en konsoliderende strategi, hvor der er mere fokus på de allerede eksisterende markeder. Derved forsøger de at sikre den fremtidig indtjening med nogle mere sikre markeder og få grundlaget i virksomhedens indtjening sikret.

SWOT analysen.

SWOT analysen er et strategisk værktøj, hvor både virksomhedsanalysen samt markeds analysen, sammenfattes. Den giver et overblik over virksomheden og markeds situation.

Styrker og svagheder er interne ressourcer som virksomheden selv har styring over. Muligheder og trusler er eksterne og her har virksomheden ingen eller begrænset mulighed for at styre udviklingen.

På baggrund af de foregående analyser samles disse i SWOT analysen. Endvidere prioriteres vigtigheden af faktorerne i SWOT analysen, dette gøres efter vurderingen af KSF værdien 0-4 hvor 4 er de mest indflydelses rige.

Styrker (S):

DLHs miljø profil, brand er nogle vigtige faktorer, disse faktorer bliver understøttet af de kompetencer DLH har. DLH brandet er ikke i sig selv unik, men kødet sammen med miljø profilen giver det DLH en unik position på markedet. Hvor de er trend sættende inden for miljø området når det gælder træ. Det er dog et usikkerheds moment at der ikke er nogen tidshorisont for den ekstra indtægt der kan skabes som følge af miljø strategien.

Endvidere besidder DLH et meget dybt kendskab til markedet igennem sine mange år i branchen dette skaber også en fordel, specielt i forhold til potentielle nyindtrængere.

DLH har også nogle fordele på EDB området. Grundet virksomhedens størrelse er det økonomisk og ressource muligt at udvikle EDB software tilpasset virksomheden og branchen. Dette kan medvirke til en styringsfordel i forretnings og informations gangen.

DLH bruger og en del ressourcer på at uddanne sine medarbejdere. Dette skulle gerne give medarbejdere mulighed for at udvikle sig og derved få dygtigere medarbejdere samt at holde kvalificeret arbejds kraft i virksomheden.

Svagheder (W):

DLH er i øjeblikket økonomisk trængt, hvilket gør at ekspansions muligheder er begrænset, da kapitalen ikke er til rådighed. Der har også været frasalg af flere aktiver de sidste par år, disse frasalg kan have været af strategisk betydning, men er sandsynligvis blevet solgt for at få kapital til virksomheden.

Tidligere har DLH været en kompliceret virksomhed med mange enkelte autonome afdelinger både i Danmark og rundt omkring i verden. Dette kan bevirke at megen information går tabt og arbejdes gangene bliver ineffektive. Dette skulle som følge af de nye strategiimplementeringer være minimeret og ikke længere en trussel for DLHs forretning.

Muligheder (O):

DLH har igennem sit store arbejde inden for miljøområdet en unik mulighed for at positionere sig. Området er klassificeret som 2 hvilket er middel. DLH GSP program giver DLH nogle ekstra leveringsmuligheder for at levere certificeret træ frem for eventuelle konkurrenter. Miljø tildensen ses også flere steder blandt andet er de sociokulturelle trends også gående mod mere miljø certificering. Endvidere er den politiske dagsorden også rettet mod miljø og dermed også certificeret træ.

Trusler (T):

DLH er meget afhængig af verdensøkonomien. Her er det både samfunds økonomien og den afledte effekt af dette priser på handelsvarerne. Det er ikke noget DLH kan gøre meget ved, så til trods for de at er klassificeret som at værende vigtig i KSF skemaet er det generelle trusler for branchen og ikke DLH som virksomhed.

Politisk uro er også i høj grad en trussel for DLH. Leverandøren er ofte tredje verdenslande, hvilket kan betyde pludselige politiske forandringer. Dette kan bevirke at leverancerne ikke komme rettidigt til kunderne. Og derved tabt indtjening. Der er flere måder at minimere denne trussel på. En måde er at have flere leverandører af samme vare placeret forskellige geografiske steder. DLH har omkring 900¹³ leverandører fordelt med ca. 400 i Europa og Rusland. De resterende er spredt rundt omkring i verden. Dette giver en rimelig god diversifikation af leverandører og derved minimeres eventuelle risiko for politiske uroligheders indflydelse på DLH. En anden mulighed for at minimere denne politiske risiko er at være lagerførende og købe ind i tider hvor der er muligt. Dette gør at man altid vil være leveringsdygtig i de forespurgte varer. Dette er dog en dyr måde at løse problemet på, Da der er både penge bundet i varer og lager faciliteter.

SWOT		
Intern	Styrker (S)	Svagheder (W)
	Brand (4) Markeds kendskab (4) Miljø profil (3) Uddannelse (2) EDB (1)	Kapital situation (3) Få krav i Branchen (2)
Ekstern	Muligheder (O)	Trusler (T)
	Leverandør forbindelser (3) Miljø politik (2) Forbedret tørring af træ (2) Forbedret forarbejdning (1) Substituerende produkter (1) Miljø trends (1)	Kunde relationer (4) Politisk uro (4) Globalt varierende priser (4) Samfunds økonomi (2) Potentielle nye konkurrenter (2) Olie priser (1) Mode (0)

Værdien i parentes repræsenterer den fundne KSF værdi

¹³ DLH Årsrapport 2011 s. 17

Samlet set er de punkter med værdierne 3 og 4 dem der har størst indflydelse på DLH som virksomhed og branchen den befinder sig i. For at kunne danne sig et billede at DLH er det vigtigt at vide om DLH udnytter de muligheder de har eller sikre sig mod de trusler der er vist i SWOT analysen.

Kunderne har også en høj klassificering i KSF på 4, det betyder at kunderne både har høj indflydelse på virksomheden og profitten. Det er derfor vigtigt at DLH har fokus på at dette. Dette forsøger DLH at løse blandt andet ved at have en skarp miljø profil. De agerer i et marked hvor der er begrænset muligheder for at differentiere sig fra konkurrenterne. Det er derfor en god mulighed for at differentiere sig fra konkurrenterne ved hjælp at miljø profilen.

Miljø profilen og så nævnt flere steder med en KDF værdi på 2 og 4. Dette vider at der er gode muligheder for en fremtidig ekstra profit såfremt miljø dagsordne fortsat vil være på banen, dette er der en klar forventning om at den vil være i henhold til PEST analysen. Hvis dette kædes sammen med brandet med en KSF værdi på 4 har DLH nogle gode kort på hånden til fremtidens marked. I henhold til Værdikæde analysen er der allerede fokus på denne mulighed hos DLH.

Leverandørerne har en KDF værdi på 3 og er klassificeret som en mulighed. Der er gode muligheder for DLH at fortsætte det gode sammenarbejde med leverandørne, selv om de har slanket virksomheden med lukning af lokale kontorer til følge. Hvis DLH kombinere deres store markeds kendskab KDF 4 med de nuværende leverandør forbindelse har de nogle gode muligheder for at agere i markedet. Specielt i forhold til mindre konkurrenter.

Af svagheder fundet i SWOT analysen kan nævnes capitalsituationen. Med en KSF faktor på 3 er den ganske vigtig for DLH. DLH er dog i fuldt gang med at gøre noget ved denne situation ved hjælp af "Back To Black" og "Go To Market" strategierne. Det er dog stadig på nuværende tidspunkt en væsentlig trussel mod DLH.

Kunde relationer er også klassificeret med en SKF faktor på 4 og under trusler dette skyldes at de selvfølgelig har stor indflydelse på virksomheden. At de er klassificeret som en trussel skyldes den relative store indflydelse de har over for DLH. Det er vigtigt at de er tilfredse, da det er et konkurrence præget marked, hvor kunderne er relativt nemt ved at skifte leverandør.

Sidst er Den globale prisvariation en vigtig faktor og potentiel trussel mod DLH. På nuværende tidspunkt er der recession i Europa og fremgang i Asien. Dette mindsker profitmarginen i Europa

og øger den i Asien. Det kan være et problem for DLH da deres hoved markeder ikke indbefatter Asien. Det kan dog modvirkes ved en øget globalisering af DLH. Hvilket også antydes at de er i gang med ved at de flytter deres trading afdeling til Hong Kong.

Konklusion:

DLH besidder en god position på et konkurrencepræget marked. De har en klar kunde fokuseret strategi og forsøger at maksimere profitten blandt andet ved hjælp af en skarp miljø profil. Endvidere har de nogle gode muligheder for at have et godt samarbejde med deres leverandører. DLH har gode muligheder for at øge deres indtjening på langt sigt med deres miljø strategi. Det er dog uvist hvilken tidshorizont der er tale om. Dette kan være et problem, grundet den nuværende økonomiske situation.

DLH har dog nogle væsentlige økonomiske udfordringer, som følge af deres tidligere ekspansion strategi. Dette har øget deres gældsætning væsentligt. Deres nye strategi med mere fokus på Core forretningen har betydet frasag af tidligere erhvervelser og desværre ikke til samme priser som de er købt til. Grundet den globale finanskriser, er priserne på virksomheder generelt faldet.

Der er også god sammenhæng mellem vækst strategien og DLH muligheder og udfordringer. En øget fokusering på Core driften harmonerer godt sammen med en trussel fra kapital siden. Endvidere vil en øget fokus på core driften også medføre en øget fokus på kunderne, hvilket harmonerer godt med kompetencerne fra de sidste led i værdikæden.

Regnskabs analyse:

For at kunne analysere regnskabet på en sammenlignelig og objektive måde omformulere de finansielle rapporter til analyse brug. Regnskaberne er i forvejen revideret af et stort a velrenommeret revisionsfirma som sikre at det er udarbejdet efter gældende regler. Endvidere har DLH benyttede sammen revisions selskab igennem en længere årrække. Dette sikre endvidere at regnskaberne har en ensformig kvalitet. Yderligere er DLH registeret på Københavns fondsbørs som sætter yderligere krav til informationstilgangen for offentligheden. Dette er separate regler ud over regnskabsloven, som selskaber skal følge for at kunne være registeret på Københavns fondsbørs. De minimerer også problemet med asymmetrisk information som gør sig gældende i selskaber, hvor ledelsen og ejerne ikke er de samme.

Reformuleringen af regnskaberne muliggøre at regnskaber lavet efter ovenstående bliver rensat for lovlige, men forstyrrende regnskabsmæssig føring. Set ud fra et analyse-mæssig synspunkt.

Reformulering af Egenkapital opgørelsen:

Formålet med at reformulere egenkapital opgørelsen er at adskille transaktioner med ejerne fra totalindkomsten samt fjerne direkte justeringer på egenkapitalen, de såkaldte "dirty surplus". Disse justeringer omfatter oftest op og nedskrivninger på aktiver samt urealiseret tab, resultat udlodninger og gevinster.

Reformulering af balancen:

Formålet med reformuleringen af balancen er at opdele balancen således det er muligt at adskille driften fra den finansielle del. Drifts aktiver/forpligtelser og finansielle aktiver/forpligtelser. Dette gøres for at se hvor værdierne i virksomheden ligger, om det er driften eller finansdelen af virksomheden der besidder værdierne.

Reformulering af resultat opgørelsen:

Resultat opgørelsen opdeles i driftsaktivet og det finansielle aktiv. Dette gøres med henblik på at anskueliggøre hvor værdien i virksomheden skabes. Værdien kan enten skabes i driftsaktivet eller fra finansaktivet. Den reelle værdi et en virksomhed skal helst skabes i driftsaktivet, da dette er virksomhedens hovedformål. Værdi skabt i finansaktivet kan være mere usikker at regne med i fremtiden, da den heller ikke er en del af core driften.

Som led i DLHs plan om at frasælge ikke kerne drift aktiver er flere af aktiverne opført som ophørende aktiviteter. Disse er i reklassificeringerne taget ud, da de ikke vil bidrage til den fremtidige indtægt. Reklassificeringen sker for at adskille indtægter fra driftsaktivet fra finansieringsaktivet. Dette gøres da det er indtægterne fra driftsaktivitet der udgør den reelle værdiskabelse i virksomheden.

Der er kun valgt at reformulere 2 år tilbage grundet DLH har omstruktureret sin forretning ganske omfattende, data før omstruktureringen vil derfor ikke kunne bruges til at danne sig et billede af den fremtidig virksomhed. Det vil være for stor forskel i forretningsmodellen.

Balancen¹⁴:

Det ses i balancen at DLH allerede har været igennem en kraftig oprydning på et tidligere tidspunkt heriblandt efter den nye strategi. Det er ganske få non-core drifts aktiver.

Yderligere har DLH opgjort regnskaberne for fortsættende aktiviteter og derved udskilt de aktiviteter der er ophørende. Det ses dog ud fra Balancen at de ophørende aktiviteter har bidraget med et underskud på dkr. -9,2 mio. i 2011.

Af poster der kræver særlig opmærksomhed i balancen er der følgende:

Likviditeten:

Det kan diskuteres om likviditet er driftskapital eller en finansiel opbevaring af likvider. Der er en ofte anvendt metode som hedder at ca. ½-1 procent af omsætningen er acceptabel som driftskapital¹⁵ DLH har i 2011 en omsætning på 2936,6 mio. DKK og hvilket giver et interval på 14,7 – 29,4 mio. DKK. Da deres likvider er på 45,5 mio. DKK altså en andel på 1,5% dette er noget over den ovennævnte regel. Alligevel acceptere jeg likviditeten som driftskapital, da specielt handel med hårdtræ kan være kapital krævende og da DLH er i en omstillings periode, hvor de har en forventning om en større omsætning i fremtiden.

Andre kapitaldele og værdipapirer:

Disse omfatter en andel i et selskab som driver en teak skovdrift i Brasilien. Da de ikke er optegnet

¹⁴ Reformuleret Balance, Bilag 18

¹⁵ Ole Sørensen - Regnskab og værdiansættelse s.184

som en del af de aktiver er der betegnet som værende til salg, antages dette at de har en strategisk betydning for DLH. Dette kan være både at handels og miljø profil årsager, dette vides ikke ud fra de oplysning der er at finde fra DLHs side. Dette betyder at de klassificeres som Kerne driftsaktiver.

Øvrigt langfristede tilgodehavende:

Der er desværre ikke yderligere information om denne post, men det antages at disse er en del af kerne driften, da de ikke er betegnet som værende til salg. Yderligere er posten ikke særlig stor, hvilket gør at det er af mindre betydning om den evt. fejl klassificeres.

Aktiver bestemt for salg:

Disse poster har tidligere været en del af DLHs kerne drift, men qua den nye strategi der blev lanceret, som følge af kredit krisen er de blevet omklassificeret, som Non-core drifts aktiver og herefter sat til salg. Det er vigtigt at disse ikke tages med i regnskabsanalysen, da de ikke vil bidrage til den fremtidige værdiskabelse.

Resultat opgørelsen¹⁶:

Skat:

Som det ses ud fra resultat opgørelsen har DLH ikke betalt skat i 2011. Dette skyldes at de både i 2010 og 2009 har haft underskud og derved oparbejdet et skatteaktiv. Dette ses ud af balancen og mere specifikt note 16 i regnskabet.

Dirty Surplus:

Der er dirty surplus poster i indregnet i den officielle egenkapital opgørelse¹⁷ for i alt dkr. -4,6 mio. kr for 2011 og dkr. -8,9 mio. i 2010. Disse poster er i 2011 omklassificeret med dkr. -7,8 mio. til Core driftsaktiv og dkr. 3,2 mio. til det finansielle aktiv. I 2010 var beløbne henholdsvis dkr. 12,3 og 3,4 mio. Man kan se efter omklassificering et resultatere i både 2010 og 2011 ændre sig fra et lille plus til et minus.

Det vil sige at målene i "Back to Blak" strategien ikke er opfyldt efter reformuleringen.

¹⁶ Reformuleret Resultat Opgørelse, I Bilag 17

¹⁷ Dirty surplus opgørelse Bilag 2

Aktiver bestemt for salg:

Da disse ikke betegnes som være en del af Core forretningen behandles de særskilt i den reformulerede resultat opgørelse. Da det forventes at disse aktiver vil blive solgt i løbet af regnskabs året 2012 og derved ikke være med til at skabe fremtidig værdi i virksomheden. Det ses også at posten er faldet fra dkr. 414,1 mio. i 2010 til 119,3 mio. i 2011 Dette skyldes at en stor del af non core aktiverne er blevet frasolgt og der kun er aktiver for 119,3 mio. tilbageværende.

Andre drifts poster:

Disse dækker over gevinster og salg ved salg af materielle aktiver. Der er desuden nogle diverse poster indregnet i denne post. Disse er ikke er nærmere udspecificeret, men det antages at det dækker over en masse mindre poster, som har med kerne driften at gøre og vil være vedvarende i de kommende år. I 2011 var diverse poster¹⁸ netto dkr. 6,0 mio og i 2010 netto dkr. 5,3 mio.

Andre eksterne omkostninger:

Disse omkostninger omhandler omkostninger forbundet med salg så som kredit og tab, distributions omkostninger og en væsentlig administrations omkostning. Alle disse poster vedrør driften af kerne forretningen og vil være poster der også er fremover. Det kan dog forventes at administrationsomkostningen vil blive mindre grundet frasalg af væsentlige aktiver. Dog må det formodes at den største besparelse på disse poster er hentet da frasalg af de væsentligste aktiver er gennemført. Dette er også indikeret ved at medarbejder stabene reduceret¹⁹ fra 2123 medarbejdere i 2010 til 691 medarbejdere i 2011 begge tal er gennemsnit for hele året.

Personale omkostninger:

Her gør det sig ligeledes gældende at den væsentligste reduktion vil være hentet grundet frasalg af aktiviteter året før. Alle omkostningerne vedrøre core driften. Der er dog stadig aktiver bestemt til frasalg disse poster udgøre ca. 4% af personale omkostningerne, men disse omkostninger er allerede fratrukket resultat opgørelsen of vil derfor ikke spille ind på fremtidige analyser.

Egenkapitalen²⁰:

Det ses ud fra i egenkapital opgørelsen at der er nogle dirty surplus poster indregnet i DLHs egenkapital opgørelse. Dette er værdireguleringer som er indregnet direkte på egenkapitalen i

¹⁸ DLH årsrapport 2011 s. 61

¹⁹ DLH årsrapport 2011 note 7 s. 61

²⁰ Reformuleret Egenkapital opgørelse Bilag 16

stedet for i resultat opgørelsen. Dette bevirker at årets resultat vi se større ud en det i virkeligheden er. Derfor er disse poster flyttet fra egenkapital opgørelse til resultat opførelsen. Det er ikke noget regnskabs teknisk forkert, ifølge IAS, i at disse poster bliver udgiftsført direkte på egenkapitalen. Det giver dog et forkert billede af virksomheden drift. Og for at vi kan lave et godt, troværdigt og standardiseret billede af virksomheden drift flyttes disse poster.

Der er poster for dkr.4,6 mio.²¹ der er omklassificeret fra egenkapital opgørelse til resultat opgørelsen. Der er tillagt et plus på dkr. 3,2 mio. til de finansielle omkostninger og en negativt resultat på dkr. -7,8 mio. under core dirftsftiver.

Core Dirfts Overskud:

Til at vurdere virksomhedens rentabilitet vil der først og fremmest være fokus på core drift overskuddet. Virksomhedens indtægter deles i forskellige dele. Core Dirftoverskudet, non-core dirftoverskudet, andre poster samt den finansielle del. Det er vigtigt at så adskilt de forskellige dele for at se om virksomhedens indtægter stammer fra selve core drifteten eller om virksomheden tjener sine penge fra sideløbende aktiviteter.

DLH har ikke mange indtægter fra non-core aktiviteter. Det er nævnt nogle enkelte aktiviteter som at klassificeret som værende til salg. Disse aktiviteter bliver beregnet som at værende non-core. Det ses ud fra den reformuleret balance at i 2011 bidraget disse med et negativt resultat på dkr. - 9,2 mio. I 2010 havde de en positiv indflydelse på dkr. 24,4 mio. Begge beløb er før en evt. skattefordel.

De finansielle indtægter og omkostninger er også af væsentlig betydning for DLH. I 2011 på dkr. - 50,6 mio. og i 2010 på dkr. 64,7 mio. Det ses at det er primært omkostningerne der er reduceret. Dette vil primært skyldes at DLH har realiseret væsentlige dele af deres non-core aktiviteter. Der kan specielt nævnes salget af tt Timber, som har bidraget til en væsentlig gælds reduktion og som følge heraf en omkostnings reduktion på gælden.

Core-driftoverskuddet ligger på dkr. 71,8 mio. i 2011 og dkr. 60,3 mio. Dette overskud stammer kun fra core driften. Dette er den del af virksomheden som skal skabe værdien fremover. Det er

²¹ Dirty surplus opgørelse Bilag 2

her man kan regne med en vedvarende indtægt. Hvis man se på core DO i forhold til omsætningen er den også blevet forbedret fra 2010 til 2011.

2010 - Core DO / Oms. $60,3/3124,7 = 1,9 \%$

2011 - Core DO / Oms. $71,8/2936,6 = 2,4 \%$

Rentabilitets analyse:

Med udgangs punkt i de reformulerede opgørelser skal virksomhedens værdiskabelse analyseres. Dette gøres ved hjælp af "Dupont modellen"²².

Modellen er tilrettelagt for at skabe et overblik over, hvilke nøgletal og dele der bidrager til virksomhedens drift. Modellen arbejder sig ned fra niveau 1 til niveau 3. Hvor niveau 3 er den mest detaljeret forklaringsgrad til virksomheden overskud.

Først vurderes Egenkapitalen forrentning (ROE).

ROE = Overskud til aktionærene / gennemsnitlige egenkapital

Matematisk beskrevet ved hjælp af følgende:

ROE består af Afkastningsgraden (ROIC) multipliceret med den finansielle gearing ($F_{\text{gear}} = \text{FLEV} \times \text{SPREAD}$)

ROE er udtrykt ved følgende formel.

$\text{ROE} = \text{ROIC} \times [\text{FLEV} \times \text{SPREAD}]$

Ved at splitte ROE op i ROIC og F_{gear} kan man få anskueligt gjort hvor over- /underskuddet stammer fra. Om det er fra selve driften eller om det skyldes den finansielle gearing. Det er målet at overskuddet skal stamme fra driften, da det er den der berettiger virksomheden eksistens.

ROIC og F_{gear} leder videre til Niveau 1 i Dupont pyramiden, hvor ROIC splittes op i omsætning stammende fra selve driften CORE DO, Andet driftsoverskud og usædvanlige poster. De 2 sidste poster skal ikke medtages i analysen af virksomhedens kerne drift, da det normalt ikke er poster der har en vedvarende værdi.

F_{gear} deles i SPREAD som er låneomkostningerne og FLEV som er gearingsandelen.

²² "Økonomisk virksomheds beskrivelse", s.70

Niveau 2 i analysen består primært af en analyse af ROIC som deles i Kerne overskudsgraden (Core DO) og aktivernes omsætnings hastighed (ATO) Her bliver det nu anskueligt gjort om overskuddet kommer fra en høj omsætningshastighed eller om det kommet fra en høj profit margin.

Niveau 3 i analysen er en nøgletals analyse. Det kan udregnes et utal af nøgletal alt efter hvad man ønsker at belyser. I denne analyse af DLH vil der kun i begrænset omfang blive arbejdet med Niveau 3 nøgletal, grundet manglende præcis information og sammenlignings grundlag fro disse.

CORE nøgletal:

Flere af nøgle tallene er lavet som Core tal hvilket vil sige at jeg har rensset frem for den del der stammer fra de aktiver der er bestemt for salg og forventes solgt i nærmeste fremtid. Det vil derfor ikke give mening at medtage disse værdier i en analyse af den fremtidige værdi af DLH.

Niveau 1:

Analyse af Egenkapital forrentningen

Egenkapitalens forrentning er beskrevet ved følgende formel:

$$ROE = ROIC \times [FLEV \times SPREAD]$$

ROE: 0,35 %

ROE core: 0,81%

Ud over at ROE er meget lav ses det at det er en fornuftig beslutning at fokusere på Core driften. Resultatet fra Core ROE er 0,5% point højere end ROE. Til at finde årsagen til det utilfredsstillende ROE videre føres analysen til Niveau 2, hvor der analysere på ROIC og den finansielle gearing.

Niveau 2 - ROIC:

Analyse af afkastningsgraden.

Beskrevet du fra følgende matematiske formel.

$$ROIC = PM \times ATO \times gearing$$

ROIC: 2,15%

Core ROIC: 2,62%

Med en fundet ROIC og Core ROIC ses det at de ligger i den lave ende. Ifølge Blomberg²³ burde den

²³ Blomberg bilag 3 og 4 vedr. afkast krav.

være væsentligt højere på værdier nærmere 16 %.

DLH har i sin egne "Go to Market" strategi oplyst at de har en ROIC på 5,8% hvilket er væsentligt højere end de fundne værdier. Der er derfor længere end DLH selv oplyser for at de opnår deres 2014 målsætning.

Det er derfor strækt utilfredsstillende for DLHs at de ligger så lavt. Både ud fra egne oplysninger, målsætning og hvis man sammenligner dem med, hvad man burde kunne forvente ifølge Blomberg.

For at finde hvori den lave ROIC stammer analyseres den videre og deles i Profit margin (PM) og Aktiverens omsætnings hastighed (ATO) samt gearing. Den lave ROIC kan stamme fra flere områder.

Profitmargin:

PM: 2,15%

Core PM: 2,62%

Aktiverens omsætnings hastighed.

ATO: 1,99

1/ATO: 0,50

Igen har vi kigget på både PM og PM-Core. Samt ATO og den reciproke ATO værdi.

Ser man på profit marginen bliver den forbedret af DLHs planlagte frasalg med ca. 21%, så det er i det lys en god disposition at frasælge det planlange aktiv. Selv om denne stigning kan virke ganske positiv dækker den dog kun over stigning procent point på ca. 0,5 %. Hvilket er marginalt, men dog positivt.

Der er desværre ikke yderligere meget positivt, at sige om værdien på Profit marginen. Den er meget lav.

Aktiverens omsætnings hastighed ligger på et mere acceptabelt niveau. Dette er ud fra en antagelse om at det er en branche der er præget af lange leveringstider og derved penge bindinger.

Ud fra ovenstående ses, at der primære problemer med at skabe en acceptabel profit margin. En Core Profit margin på ca. 2,6% er langt under hvad man burde kunne acceptere. Ifølge

Blombergs²⁴ markeds overvågning burde ROIC være på ca. 16%

En omsætnings hastighed på ca. 2 betragtes som at være acceptabel. Som tidligere nævnt i "Porters 5 Forces" analysen er det en branche, hvor der kan være store penge bindinger og lange leveringstider. Dette kan medvirke til at Aktivernes omsætnings hastighed ikke bliver meget høj.

Den finansielle gearing (F_{gear}) ligger på 0,91 for et gennemsnit for 2011 og har tidligere være væsentligt højere. Den tidlige høje gearings andel har været en væsentlig årsag til DLH problemer. Det ses at ultimo 2010 var den på 2,00 og i ultimo 2011 var den nede på 0,77. Gennemsnittet er beregnet med en 50/50 deling, da gearingsgradens forløb hen over året ikke kendes.

Dette tyder på store frasalg for at kunne nedbringe gæld. Dette stemmer også overens med DLHs salg af tt Timbers skovkoncessioner i Congo.

Fgear:	0,91
NBC:	4,58 %
Spread:	-1,96 %

Den splittes op i et Spread samt en gearings andel. Speadet er rentespændet mellem NBC og ROIC. Det ses at Spreadet er negativt, hvilket betyder at der ikke tjenes penge på at på gearingen. Så som følge af dette er det en meget fornuftig disposition af DLH at sænke gearingen mest muligt. Dette er gjort ved at frasælge driftsaktiver og bruge kapitalen til at sænke gearingsandelen, hvilket også er meget tydeligt ud fra at Fgear er faldet fra 2,0 ultimo 2010 til 0,8 Ultimo 2011. Dette er ganske fornuftigt specielt, hvis der ikke er en væsentlig ændring af profit marginen i sigte i løbet af kort sigt. Det vil også være den hurtigste måde at få sænket gearingen på og derved effekten af det negative Spread.

²⁴ Bloomberg bilag 3 og 4 vedr. afkast krav.

Niveau 3:

PM-drivers

	2011	2010
Netto oms	100,0%	100,0%
Vareforbrug	-84,7%	-84,2%
Andre eksterne omk.	-6,0%	-6,7%
Personale omk.	-6,6%	-6,8%
Andre drift ind./omk.	0,1%	0,2%
sum	3,0%	2,4%
Af og nedskrivninger	-1,1%	-1,2%
sum	1,8%	1,2%

Som base er benyttet netto omsætningen. Analysen er fokuseret på core driften og nøgle talene er udregnet på grundlag af de reformulere balance.

Som det ofte ses hos handels virksomheder udgøre vareforbruget en væsentlig del af omkostningerne. Vareforbruget er i 2011 84,7 % af omsætningen. En mindre stigning på 0,6 % fra 2010. Det kunne tyde på at indkøbs priserne er steget eller salgs priserne er faldet. Der indgår ikke meget forarbejdning i handel med træ. Den primære forarbejdning vil være tørring af træ. Dette er også indregnet i vareforbruget. Det er dog en mindre del af varerne, som DLH selv får tørret og specielt efter at DLH har frasolgt i-Dry tørre faciliteterne i Vlissingen, Holland

Andre eksterne omkostninger og personale omkostninger er begge faldet fra 2010 til 2011 med henholdsvis 10,4 % og 3,0 % Det kunne tyde på at DLH allerede høstet væsentlige rationaliserings gevinster, i forbindelse med deres omstrukturering.

Andre drifts indtægter/omkostninger har bidraget til det positive resultat på 0,1% i 2011 og 0,2% i 2010. Disse værdier er så små at der ses bort fra dem og de betragtes som at ligge på et stabilt niveau

Samlet set ses det at profit marginen steget med 0,6% point en stigning på 25% fra 2010 til 2011. den primære grund til denne stigning er en omkostnings reduktion på Andre eksterne omkostninger og personale omkostninger.

ATO-Drivers

Da der her er tale om balance værdier er værdierne regnet ud som et gennemsnit fra 2010 og 2011. Dette betyder at der ikke er værdier fra tidligere da der som nævnt i afgrænsningen ikke vil blive arbejdet med talmateriale fra før 2009 grundet de store omvæltninger i DLH. Der er dog ikke nogen tvivl om at de vil være faldet væsentligt, som følge af frasalg af væsentlige dele af aktivbeholdningen.

Den inverse værdi viser hvor meget kapital der skal investeres for at genere en kroners overskud

Det ses ud fra nedenstående at de mest kapital tunge drivere for ATO er Handelsvarer og tilgodehavende.

	2011 (gns)	Inverse
Handelsvarer og forarbejdede varer	4,16	0,241
Tilgodehavende fra salg	8,65	0,116
ATO Core DA	1,85	0,539

For handels varer er forholdet 45% i forhold til ATO og for tilgodehavende 21% Disse 2 poster er uden tvivl de væsentligste drivere for ATO. At handels varer er så høj vil være naturligt i en handels virksomhed. Tilgodehavende fra salg er også høj, dette kan ønskes lavere. Det medfører både en kredit risiko samt en penge binding, som også koster penge. Dette er specielt vigtigt nu hvor DLH har et negativt Spread. DLH har endvidere til mål at nedsætte deres NWC/omsætnings nøgletal²⁵ fra de nuværende 32,2% til under 14%. Dette vil kunne gøres ved for eksempel at forsøge at nedsætte deres tilgodehavende fra salg.

Konklusion:

DLH har ifølge rentabilitetsanalysen primært problemer med deres Profit margin. De har som følge af "Back to Black" strategien nedbragt gearingen. Denne nedbringelse skyldes at det

²⁵ Finansielle Målsætninger for 2014 ("Go To market") Bilag 5

tilsyneladende har været den hurtigste mulighed for at minimere den tab der har været som følge af at spreadet har været negativt. Ud fra den bank aftale²⁶ DLH har lavet antages det at den har sænket NBC. Der er dog stadig problemer med indtjeningen. Primært med profit marginen.

Det kan formodes at "Back to Black" primært har været en strategi, som har haft til formål at på kortsigt sikre DLHs forretning. "Go To Market" er mere en strategi til at sikre den langsigtet forretning. Her er mere fokus på de primære problemer med at DLH har en ROE langt lavere end det måtte forventes at kunne være vedvarende.

Budgettering:

Formålet med budgetteringen er at skabe et realistisk billede af den fremtidige indtægt.

Budgetteringen bør ske så langt frem i tiden som muligt i princippet uendeligt. Dette er dog i praksis en umulig opgave at gøre troværdigt. Da der er mange udefrakommende faktorer der kan have indflydelse på virksomheden. Her tænkes specielt på faktorer der er belyst i SWOT analysen tidligere. Og mere specifikt forholdene under den eksterne del af SWOT analysen, PEST og Porters 5 Forces analyserne.

Derfor budgetter man normalt i kortere perioder 3-5-10 år alt efter hvilken branche og hvilken data der er tilgængelig. Budgetteringen er også en løbende proces, efter som forudsætningerne hele tiden ændre sig vil budgetterne derfor også skulle revideres løbende. Denne revidering af budgetter kan for eksempel foregå på månedsbasis, kvartals basis eller års basis. Alt efter hvilket mulighed virksomheden har for at gøre dette og efter hvor ofte der er mulighed for at følge op. Generelt kan det siges at jo oftere der følges op jo mere retvisende vil et budget være. Dette skyldes også at virksomheden grundet opfølgningerne vil have mere føling på hvad der sker i virksomheden og på markederne den agere på.

Hyppe opfølgninger har den fordel at der ville kunne få virksomheden til, at reagere hurtigt på eventuelle afvigelser.

Til at budgettere de fremtidige regnskabs tal bruges DLH "Go To Market" målsætning²⁷. Her beskrives hvilke mål DLH forventer at opnå i 2014. Dette er en budgetperiode på 3 år. Da DLH er en virksomhed der er midt i store forandringer vil det være forbundet med stor usikkerhed at

²⁶ DLH årsrapport 2011 s. 19

²⁷ "Go To Market" finansielle målsætninger Bilag XXX

budgettere længere frem. I år 2015 antages det at DLH rammer "steady state", det betyder at de i år 2015 angivne måltal vil blive brugt til at beregne terminalværdien for DLH.

Der er ligeledes i budgetteringen arbejdet videre med forudsætningerne ud fra nøgletallene fundet under rentabilitetsanalysen. Ud fra disse 2 kilder er følgende brugt lavet for DLH frem til 2014. Der er ingen informationer om DLHs målsætning efter 2014. Det må også formodes, at der skal en strategisk tilpasning til når "Go to market" udløber.

Dog kan det forventes at væksten vil primært ske organisk. Dette skyldes at DLH i gennem 00'erne har foretaget mange opkøb af virksomheder og dette er sket ved hjælp at låne kapital. Således har bevirket at gearingen af DLH har været ganske høj i forhold til det nuværende niveau. Og efter som omkostningerne ved lånekapitalen har været højere end ROIC med et negativt Spread på ca. - 2,0% har dette bevirket at DLH ikke har kunne tjene låne omkostningerne hjem på investeringerne og derved har gearingen kostet dem penge.

Da DLH ikke har kapital til at foretage eventuelle opkøb både på nuværende tidspunkt og i nærmeste fremtid. Endvidere omhandler "Go To Market" strategien også en fokus på core driften og en samling og simplificering af virksomheden. Dette bevirker også at eventuelle opkøb vil være strategiske ulogiske.

"Go To Market" målsætning

	2011	2014
Årlig organisk vækst:	-6,0%	4-6 %
EBIT-margin:	2,1%	> 4%
NWC / omsætning:	32,2%	< 25%
ROIC:	5,8%	> 12%

Som udgangs punkt forventer jeg at DLH har nået bunden i deres nedtur og der fremover vil gå fremad. Det betyder at budgetteringen tager udgangspunkt i at DLH vækster linært ind til 2014 og derefter med mindste værdierne fra målsætningen, dog med undtagelse af den organisatoriske vækst hvor jeg regner med et gennemsnit på 5% i alle årene.

Normalt vil det være den bedste mulighed at budgettere ud fra nøgle tallene fra rentabilitetsanalysen. Dette er dog ikke praktisk muligt i denne case, da der ikke er konkret viden

om DLHs forventninger til de enkelte nøgle tal. Derimod er DLHs egne målsætning oplyst og den kan omsættes til en mere præcis budgettering end mine budgetestimeringer ud fra nøgle tallene. Ligeledes er DLHs egne målsætning ganske realistisk ud fra rentabilitets analysen. Det vil dog være rimeligt at antage ud fra rentabilitets analysen, at DLH må forvente at øge deres Profit margin, som den primære driver til et bedre resultat og mål opfyldelse i henhold til "Go To Market" Deres kapital omkostninger er allerede sænket væsentligt og derved forventes det ikke at der vil være yderligere at hente inden for den givne budget periode.

Årlig organisatorisk vækst:

Det forventes ikke at den organiske vækst skal falde yderligere. Dette skyldes at der har været ganske store frasag og ændringer i organisationen i 2010 og 2011 specielt i 2011. Der er stadig aktiver for dkr. 119 mio. klassificeret som værende aktier til salg/non-core. Disse er dog allerede pillet ud af regnskabet og vil derfor ikke skulle medregnes i den fremtidige budgettering. Og grundet dette budgettere jeg med en organisk vækst i alle årene på 5% som er et gennemsnit af målsætningen for 2014. I Scenarie analysen senere vil effekterne af en højere og lavere effekt af en organisk vækst blive gennemgået. 5% procent organisk vækst betragtes heller ikke som heller ikke som en urimelig forudsætning.

EBIT margin:

Jeg forventer at EBIT vokser lineært med 0,7 procent point i 2012 og 0,7 procent point i 2013. I 2014 forventer jeg at den ligger på 4,1% og at den vil være stabil på denne værdi. Den voksende EBIT er taget ud fra "Go to Market" målsætningen. Endvidere Passer den voksende EBIT også sammen med målet om, at nedsætte omkostningerne. Dette forventes at blive realiseret med en slankere organisation og derved færre administrations omkostninger.

NWC / omsætning:

NWC står for Net Working Capital. Der er her tale om forholdet mellem forholdet mellem den arbejdende netto kapital og omsætningen. Altså penge bundet i varelager og debitorer fratrukket kredit givet af leverandører. Dette betyder at man kan finansiere kundernes kredit med leverandør kredit og slipper for at finansiere det med rentebærende bank kredit.

Ved en bedre lagerstyring vil dette forhold også blive nedbragt. Det vil sige mindre lagere, højere

omsætnings hastighed og flere direkte ordrer fra leverandør til kunde. DLH har stadig aktiver klassificeret som værende til salg. Dette vil yderligere bidrage til en positiv udvikling af dette nøgletal.

Flere andre større virksomheder som Dong og Carlsberg har gennem de seneste år med succes, givet kunderne kortere kredit og tvunget leverandørerne til at give længere kredit. Og det er derfor naturligt at DLH forsøger det samme. Da det også er en god måde at få dine omkostninger ned på.

Dette forhold bruges ikke i budgetteringen men tages med i helhedsbetragtningen af virksomheden.

ROIC:

DLHs målsætning på 12 % må siges at være i den lave ende specielt, hvis det sammenlignes med Blombergs data for afkastkrav i Danmark²⁸, hvor det oplyses at forventet afkast vil være på 16,1% bestående af en risikofri rente på 1,8% samt et risikotillæg på 14,3%

De realiseret afkast i 2010 og 2011 er langt under det acceptable, så det er korrekt at DLH skal have deres ROIC op. Det kan derfor diskuteres om et mål på 12% er i den lave ende når det generelle afkastkrav i Danmark er 16,1%

Under rentabilitets analyser bliver der endvidere fundet en noget lavere ROIC end den DLH selv har oplyst. Den fundne værdi er for Core driften på 2,62²⁹ % altså ca. 3 procent point fra den der er udgangs punktet ifølge DLH. Dette bevirker at der er længere i mål end de anskueliggøre i deres oplyste "Go to market" status 2011.

Ud fra de oplyste forudsætninger er jeg kommet frem til vedlagte budget³⁰

Det ses at ROIC i budgetterne er lavere end målsætningen fra "Go To Market" dette skyldes at DLH stadig har en vis formodning om at reducere Netto driftsaktiverne. Dette kan ske ved hjælp af flere værktøjer, som f. eks. frasalg, lager reduktion, mere effektiv levering af direkte leverancer. Dette er der ikke taget højde for i budgetteringen da det ikke kan siges hvor i NDA reduktionerne vil

²⁸ Blomberg bilag 3 og 4 vedr. afkast krav.

²⁹ Core Nøgletal, Niveau 2

³⁰ Budget egen tilvikling, bilag 6

findes. Det kan dog nævnes igen at de væsentligste frasalg allerede har fundet sted, således der næsten kun er kerne drift aktiviteter tilbage.

Netto omsætning:

Der er budgetteret med om omsætnings vækst på 5% dette er ud fra en middelværdi for den organiske vækst fra "Go To Market" det vil også være her at jeg vil forvente at der frem over vil være fokus. Den øget omsætning forventes blandt andet at komme fra salget af certificeret træ, dette underbygges af Ressource og Kompetence analysen tidligere . Det er endvidere vist i rentabilitetsanalysen at profit marginen (PM) er i den lave ende med en core PM på 1,3%. Det vil sige at der skal mere fokus på at få hævet priserne, og dette vil kunne lade sig gøre såfremt der sælges nye produkter med en større profit margin, grundet der er fuldkommen konkurrence på markedet for ikke certificeret træ. Aktivernes omsætnings hastig på ca. 2 bliver betragtet som værende rimelig qua den lange leveringstid på varerne.

DLH har endvidere ikke mulighed for at hæve deres salgspriser i henhold til markedsform analysen, da salgspriserne er markedsbestemt. Markedsandelen af certificeret træ med en forventet højere markedspris er stadig forholdsvis lav.

Vareforbrug:

Dette er budgetteret lidt lavere end netto omsætningen, med en værdi på 4,3%. Denne værdi er lavere end den budgetterede netto omsætning. Dette skyldes at der jævnfør rentabilitets analysen vil skulle være øget fokus på profit marginen. Det kan med rimelighed antages, at det er muligt at øge profitmarginen såfremt det lykkedes at øge fokus og salget af certificeret træ. Dette skulle være muligt grundet DLH store fokus på dette, som tidligere fundet i SWOT analysen.

Andre omkostninger, personale omkostninger, andre indtægter og omkostninger:

Disse værdier er ligeledes med vareforbruget budgetterede med 4,3% til og med 2014 og derefter med 5%. Det forventes ikke at omkostningerne vil stige i same takt, som omsætningen og den ønsket organiske vækst de første år, da DLH har haft meget fokus på omkostningerne grundet strategi ændringerne. Efter 2015 vil den stige i samme takt som den organiske vækst på 5%

Og ud fra en antagelse om at der er meget fokus på omkostningerne, dette ses ud fra en væsentlig reduktion i omkostningerne fra 2010 til 2011. Det er dog normalt det lavt hængende frugter, der

høstes først. Hvilket vil sige, at de væsentligste omkostnings forbedringer vil ligge her. Der er derfor ikke yderligere fald i omkostningerne. Men dog en lavere vækst end omsætningen de første 3 budgetteret år.

Afskrivninger:

Der er stadig aktiver tilegnet for salg, det forventes at de vil blive solgt i løbet af ganske få år. Dette bevirker at afkrævningerne ikke stiger de første 3 år. Derefter vil de ligeledes stige med den organiske vækst på 5% da det må forventes at aktivmassen vil vokse i takt med omsætningen. Det vil være et naturligt behov for aktiver til vækst og ny anskaffelser i fremtiden. Derfor vil disse følge den organisatoriske vækst.

Terminal værdien:

I terminal værdi perioden budgetteres med en 5 % årlig vækst, Svarende til et gennemsnit at DLH "Go to Market" Strategi.

EU har haft en gennemsnitlig vækst på 3,7%³¹ fra årene 2000-2008 så en "Steady State" vækst på 3-6 % vil være inde for et rimeligt niveau. Da DLH operere på et globalt marked kan den globale vækst være højere en væksten i EU. F. eks. vil BRIK³² landene have en væsentlig højere vækst end EU. Og da Rusland er et af hoved markederne for DLH vil det have indflydelse på væksten i DLH.

DLHs budget er efter min overbevisning ganske realistisk, dette er set ud fra de fundne muligheder og udfordringer i SWOT analysen, ud fra de konkrete talmæssige oplyste værdier i deres regnskab om deres "Go To Market" målsætning og til sidst ud fra en samfunds og markeds udvikling ligger målsætningen også ganske realistisk.

Der vil selvfølgelig være mange faktorer der kan ændre på forudsætningerne for budgetteringen. Nogle af disse vil blive behandlet under scenarie analysen senere.

³¹Bilag 7, 8 og 9 inflation og vækst

³² Brasilien, Rusland, Indien og Kina

Værdiansættelse:

Kapitalstruktur:

Til vurdering af kapitalstrukturen bruges markedsværdierne af både egenkapitalen og den rentebærende gæld. Denne opgaves formål er at værdiansætte DLH og derved også egenkapitalen. Dette giver et paradox i forhold vurdering af værdien af egenkapitalen. Men jeg antager at markedsværdien kan måles ud ved at tage kursen på de udestående aktier og benytte dem som indikator for markedsværdien for egenkapitalen. Det vil senere vise sig, i konklusionen af denne opgave, om denne antagelse er en god antagelse.

Værdien af fremmedkapitalen kan ses ud fra den reformulerede balance som Netto Finansielle Forpligtelser, NFO. Det må antages i mangel på bedre, at den rentebærende gæld i virksomheden allerede er opgjort til markedsværdien. Denne antagelse skyldes, at der ikke er en bedre måde tilgængelig for mig til at udregne denne.

NFO er ifølge de reformulerede balance dkr. 597,8 mio.

Oversigt over aktier:

DLH har en aktie beholdning på 53.566.497 aktier. Alle med en pålydende værdi på kr. 5,- efter seneste aktie emission. Endvidere har alle aktierne enslydende stemmeret. A og B klassificeringen er ligeledes blevet afskaffet ved seneste aktie emission. Kursen var før aktie emissionen ca. kr. 22 for en aktie med pålydende værdi på kr. 10,- ved aktie emission blev de udstedt til en favør kurs på 7,75 pr. aktie a kr. 5,- pålydende værdi.

Opgjort Ultimo 2011	Antal Aktier	Markedsværdi (kurs 6,4)
Antal udstedte aktier:	53.566.497	342.825.581
DLHs beholdning af egne aktier	182.188	1.166.003
DLHs procent del af egne aktier	0,3%	

Virksomhedens værdi består af Egenkapitalen, minoritets interesser og fremmed kapital. Efter som at der ikke er nogen minoritets interesser i DLH består virksomheden af egenkapitalen +

fremmedkapitalen (E +D). Til at finde forholdet mellem egenkapitalen og fremmedkapitalen benyttes nedenstående formel.

$$\frac{E}{E + D} + \frac{D}{E + D} = 100\%$$

E = Egenkapitalen. Markedsværdien af aktier i DLH fra trukket værdien af egne aktier.

D = Fremmedkapital. Markedsværdien af gæld. Markedsværdien betragtes som lig den bogførte værdi.

Ved hjælp af ovenstående informationer er det muligt at fordelingen mellem egenkapitalen og fremmedkapitalen, kapitalstrukturen i DLH.

Egenkapital andel:

$$\frac{E}{E + D} \Rightarrow \frac{341,6}{597,8 + 341,6} = 0,36$$

Fremmed kapital andel:

$$\frac{D}{E + D} \Rightarrow \frac{597,8}{597,8 + 341,6} = 0,64$$

Egenkapital:	36 %
Minoritetsinteresser:	0 %
<u>Fremmedkapital:</u>	<u>64 %</u>
DLH:	100 %

Fremmedkapitale omkostninger:

Til vurdering af fremmed kapital omkostningerne i en virksomhed benyttes nedenstående formel, hvor det antages at virksomheden betaler markedrenten bestående af den risikofrie rente plus et risiko tillæg. Da virksomheder kan trække renter fra med den pt. gældende skattesats korrigeres for denne. Skatte satsen er i øjeblikket 25% for danske virksomheder og det forventes ikke at den reguleres inden for nærmeste tidshorizont, da skattesatser er globalt i indbyrdes konkurrence med andre lande.

$$R = (r_f + r_r) * (1 - t)$$

R = effektiv rente på fremmedkapital.

r_f = risiko frie rente

r_r = Rente risikotillæg

t = gældende skattesats.

Den risikofrie rente specificeres under Egenkapital omkostninger som værende 1,8 %

Det er ikke oplyst noget specifik rentesats i regnskaberne, derfor vil jeg benytte følgende metode til at estimere den gennemsnitlige rentesats for NFO. Metoden benyttes da det er den måde, hvor jeg ville kunne få det mest retvisende billede af den gennemsnitlige rentesats i DLH.

Det er specificeret i regnskabet³³ at DLH har finansielle omkostninger på dkr. 55 mio. som dækker renteomkostninger, kredit institutter med mere. Det antages at al gæld er rentebærende, det er dog oplyst at den ansvarlige lånekapital vil have en rentesats³⁴ mellem 5 og 8%. Det betyder at den rentebærende er dkr. 597,8 mio.

Beløbet kan dog være påvirket at rente omkostningerne er akkumuleret i løbet af året og NFO er et øjebliksbillede af de finansielle forpligtelser. DLH har indeværende år solgt flere aktiver fra hvilket vil påvirke NFO. Betydende at den højst sandsynligt vil have været højere tidligere på året og derved vil trække flere renter.

Det vil give følgende effektive rentesats:

$$\frac{55}{597,8} * (1 - 0,25) = 6,9\%$$

Vurdering af fremmedkapital omkostningerne. Dette er ikke mange muligheder for at tjekke om fremmedkapital omkostningerne er retvisende, men det kan dog siges at de er under egenkapital omkostningerne på 14,5% hvilket de også burde være. Endvidere har DLH en Ansvarlig lånekapital i forbindelse med købet af tt Timber³⁵. Dette er lånekapital stillet til rådighed af sælger. Dette gøres også som betingelse af salget og er en billigere måde at låne finansiere købet af tt Timber på. Det oplyses at den Ansvarlig lånekapital skal forrentes med en rente på mellem 5% og 8%. Da

³³ DLH Årsrapport 2011 s. 66, Note 10

³⁴ DLH Årsrapport 2011 s. 81, Note 21

³⁵ DLH Årsrapport 2011 s. 81, Note 21

dette betegnes som en billige lånekapital vil det betyde at forrentningen af fremmed kapitalen skal ligge over dette niveau.

Den fundne fremmedkapitalforrentning gør begge dele hvilket gør at jeg antager den som værende retvisende.

Egenkapital omkostninger:

Egenkapital omkostningerne estimeres vi fra CAPM ligningen.

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

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = den risikofrie rente.

β = markedets systematiske risiko.

$E(r_m)$ = markeds renten baseret ud fra et estimat for markedsporteføljen.

Den risikofrie rente nævnes af DLH som værende 1,8 % for 2011³⁶,

Dette tal er svært at undersøge, men ifølge Bloomberg ligger den danske risikofrie rente på ca. 1,8%³⁷ Den har ligget stabilt det sidste halve år og grundet dette antages det at den vil være en god indikator for den risikofrie rente.

Der er flere der bruger danske stats obligationer som indikator for den risikofrie rente. Men renten ligger på Danske stats obligationer er på 2,8%³⁸. Det må antages at en Danske stats obligation er at regne, som en risikofri investering. Der er tilsyneladende en risikopræmie på danske stats obligationer. Dette kan skyldes den igangværende krise i Europa, hvor flere lande har problemer med de offentlige finanser. Dette vil selvfølgelig smitte af på Danske stats obligationer og tilføje dem en risiko præmie.

Derfor bruges Bloombergs tal videre i denne opgave.

³⁶ DLH Årsrapport 2011 s. 64, Note 7

³⁷ Bilag 3 Udskrift fra Bloomberg

³⁸ Danmarks Statistik bilag 10

Risiko præmien Beta (β):

Beta betegner den systematiske risiko. Risikoen deles normalt i to dele, henholdsvis den systematiske risiko og den usystematiske risiko. Den usystematiske risiko er den risiko, der kan diversificeres bort for investorer ved at holde en diversificeret portefølje. Denne risiko er normalt ikke specielt interessant i denne sammenhæng.

Mere interessant er den systematiske, som er betegnet ved beta (β). Den viser en risiko virksomheden har i forhold til markedsporteføljen.

Der er med vilje ikke tilføjet et likviditetstillæg til CAPM. Likviditetstillægget er en ekstra variabel, der kan tilføjes CAPM i tilfælde af mindre likvide aktier. Da DLH er registreret på Københavns fondsbørs under Small Cap, betragter jeg hermed aktien, som at være likvid nok til ikke at behøve denne ekstra risikopræmie.

Værdien af Beta antager normalt følgende værdier:

$\beta = 0$ Der er ingen risiko. Det vil sige en risikofri investering.

Dette er en investering, som må antages ikke at eksistere.

$0 < \beta < 1$ Såfremt beta ligger mellem værdier 0 og 1 er det tale om en investering, der har en lavere systematisk risiko end markedsporteføljen. Det vil sige at risikoen ved den givne virksomhed er lavere end markedets generelle risiko, gående mod ingen risiko.

$\beta = 1$ Virksomhedens risiko er lig med risikoen på markedsporteføljen.

$\beta > 1$ Aktivet har en større risiko end markedsporteføljen. Den systematiske risiko er større end markedsporteføljen.

Denne er meget svær at estimere, da der ikke er nogen der kender markedsporteføljen. Der findes dog flere værktøjer, som f.eks. Bloomberg som kan give nok det bedste bud på denne. Flere af de store revisorer firmaer har også undersøgelser der undersøger denne og kommer med nogle meget kvalificeret bud på denne.

Jeg har valgt i denne opgave at benytte mig af Bloomberg, da jeg betragter den, som et objektive værktøj. Bloomberg estimerer også værdierne globalt og derved minimere risikoen for at den kan overvurdere nationalt selskaber.

Blomberg oplyser at DLHs β ligger på 0,885³⁹ set over en 2 årig periode set over en 10 årig periode ligger den lidt lavere på 0,862⁴⁰. Jeg har valgt at arbejde videre med 0,885 da DLH har været meget forskelligt igennem de sidste 10 år. Og derfor mener jeg at en periode på 2 år vil give et mere retvisende billede, grundet de seneste omstruktureringer.

Jeg har valgt at lave estimationen af DLHs β ud fra det danske C20 index. Da jeg mener at de, som de 20 mest omsatte Danske aktier, repræsenterer et rimeligt grundlag. Som yderligere tjek på om C20 indexet er repræsentativt og for at have et benchmark at holde DLH op mod har jeg estimeret β for de 500 største Europæiske virksomheder inden for bygningsindustrien. Her har jeg estimeret deres β til 1,079⁴¹ for en 2-årig periode og 0,956⁴² for en 10-årig periode.

Ud fra dette konkluderer jeg at C20 og det europæiske byggeindex ligger ganske tæt og derved er et godt sammenlignings grundlag. Det viser også at DLH har en lavere systematisk risiko end markedsporteføljen og branchen.

Markedsrenten.

Med markeds renten er det rentetillæg investorer forlanger ud over den risiko frie rente. Denne rente kan også estimeres via Bloomberg og ligeledes med risikopræmien har flere af de store revisionshuse også undersøgelser der bruges til estimering af denne. Jeg benytter ligeledes Bloomberg i denne opgave således at både beta og markeds renten er estimeret ud fra de samme præmisser. Og derved har jeg ens forudsætninger og datagrundlag for de videre beregninger.

Markeds renten ($E(r_m)$) er ifølge Blomberg på ca. 16,1 % bestående af førnævnte risikofrie rente (r_f) på 1,8 % og et risiko tillæg på 14,3 % gældende for Danmark. Firmaer i mere ustabile lande vil givetvis have et højere risiko tillæg.

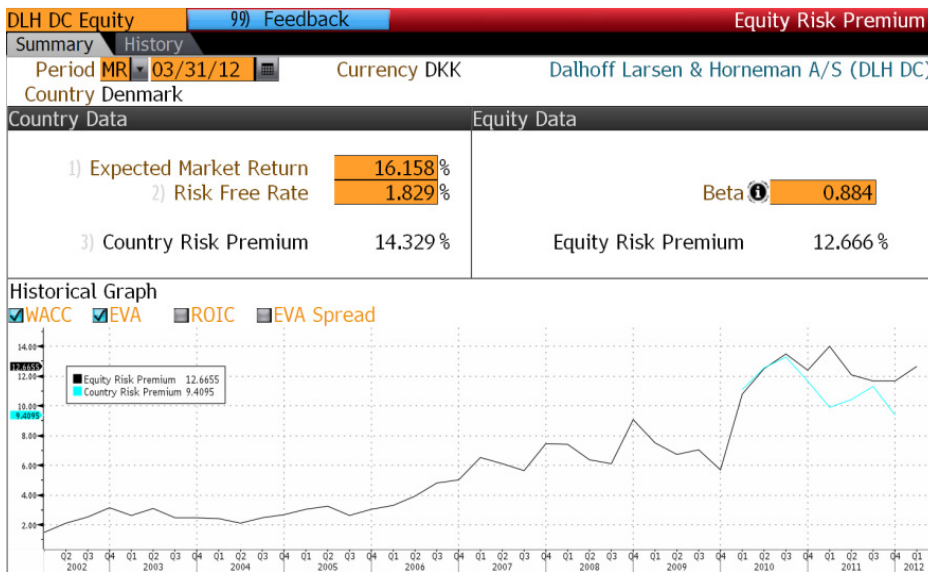
Det skal ligeledes bemærkes at både den risikofrie rente og risiko tillægget ændre sig over tid. Det ses at den er steget væsentligt i starten af 2010 og den nu de sidste 2 år har ligget på et relativt højt niveau set over en 10 årig periode.

³⁹ Udskrift fra Bloomberg Bilag 11

⁴⁰ Udskrift fra Bloomberg Bilag 12

⁴¹ Udskrift fra Bloomberg Bilag 13

⁴² Udskrift fra Bloomberg Bilag 14



Udskrift fra Bloomberg, Bilag 3

Ud fra ovenstående kan vi nu estimere ejernes afkastkrav r_e

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

$$r_e = 1,8\% + 0,885 \times (16,1\% - 1,8\%)$$

$$r_e = 14,5\%$$

Ejernes afkast krav til DLH er således 14,5 %

Gennemsnitlige kapital omkostninger (WACC)

I den tidligere gennemgåede model for værdi ansættelse RiDO skal de gennemsnitlige kapital omkostninger estimeres.

WACC består af 2 dele, som det ses ud fra nedenstående formel. Første led er ejernes afkastkrav og andet led er kreditorernes afkastkrav (renter på lån). Disse 2 vægtes indbyrdes og derved finder jeg WACC. De 2 led i WACC er indbyrdes afhængige og jo højere gearing des højere vil ejernes afkastkrav være. Dette skyldes at ejernes risiko stiger, jo højere kreditorerne andel af virksomheden er. Den højere risiko består i at i tilfælde af virksomheden ophører vil kreditorerne have første prioritet og ejernes andel vil have anden prioritet. Derved stiger risikoen for ikke at få det indskudte beløb tilbage. Denne risiko udmåler sig i en højere risiko præmie.

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

- D = Fremmedkapital
E = Egenkapital
 k_D = Fremmedkapital omkostninger
 k_E = Egenkapital omkostninger / Afkastkrav
t = Skatteprocent

Ved at indsætte de fundne værdier for Egenkapital omkostninger, fremmedkapital omkostninger samt kapitalstrukturen i nedenstående formel kommer jeg frem til følgende WACC

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

$$WACC = 14,5\% \times 0,36 + 6,9\% \times 0,64$$

$$WACC = 9,6 \%$$

Residual indkomst modellen:

Til selve værdiansættelsen bruges Residual indkomst modellen, forkortet RIDO. Denne model bygger på en teori om at værdien i en virksomhed skabes ved forskellen mellem det overskud ejerne forventer/kræver og det overskud virksomheden leverer. Fordelene ved denne model er at den fokuserer på hvad der skaber værdi og den bygger endvidere på regnskabstal. At den bygger på regnskabs tal kan også være et problem hvis de ikke er retvisende.

Der er selvfølgelig også andre modeller der kan bruges her i blandt Dividende og DCF modellen Dividendemodellen budgetterer ud fra de udbetalte dividender. Det kan være et problem, da dividender set over kort sigt ikke nødvendigvis er lig værdistigningen i virksomheden. Den kræver også lange budget perioder for at skabe en sikker terminal værdi. Endvidere det heller ikke sikkert

at virksomheden udbetaler dividende. Dette er blandt andet set hos Apple⁴³ som i periode med stærk vækst ikke har udbetalt udbytte i 17 år. Dette vanskeliggør modellen i praksis.

DCF modellen arbejder med de frie cash flows som så diskonteres til en nutidsværdi sammen med terminalværdien. Et problem med denne model er at en stor del af værdiansættelsen ligger i terminalværdien og derved er usikkerheden i modellen relativt stor. Et andet problem er virksomheder der vækster og investere har negativt cash-flow og dette kan give problemer med denne model. Dette kan teoretisk selvfølgelig ikke fortsætte med det er blandt andet set hos Coca Cola det vækst perioder kan være ganske lange, Coca Cola⁴⁴ er tilsyneladende ikke færdig med at vækste.

Ifølge RIDO modellen vil den teoretiske værdi af en virksomhed være beskrevet ved hjælp af følgende formel.

$$V_0^{NDA} = \frac{RIDO_1}{(1 + r_{WACC})^1} + \frac{RIDO_2}{(1 + r_{WACC})^2} + \frac{RIDO_t}{(1 + r_{WACC})^t} + \frac{TV}{(1 + r_{WACC})^t} - NFF_0$$

V_0^{NDA} = Værdien af netto kerne Drift Aktiverne år 0

r_{WACC} = tilbageskonterings renten, ud fra de vægtede gennemsnit kapital omkostninger

$RIDO_t$ = Residual indkomsten beregnet ud fra følgende:

$$RIDO_t = \text{Driftsoverskud}_t - (r_{WACC} \cdot \text{Core NDA}_{t-1})$$

NFF_0 = Netto finansielle forpligtelser år 0

TV= Terminal værdien, beregnet ud fra nedenstående formel

$$TV = \frac{RIDO + g}{r_{WACC} - g}$$

⁴³ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2012/03/19/apple-udbetaler-udbytte-og-starter-tilbagekoebsprogram/11931209>

⁴⁴ Financial Statment Analysis and Scurity valuation S. 144

RiDO Model

	2011	Budget Periode			Terminal periode	
		2012	2013	2014	2015	
DO		85,79	112,15	140,72	147,76	Vækst
NDA	1373,70	1406,36	1462,72	1544,87	1631,12	5,00%
ROIC %		0,06	0,08	0,10	0,10	
Afkast krav	9,6%	131,88	135,01	140,42	148,31	
RIDO		-46,09	-22,86	0,30	-0,55	
Diskonteringsfaktor	9,6%	1,10	1,20	1,32	1,44	
PV RIDO		-42,05	-19,03	0,23		
Total PV RIDO	-60,85					
Terminal værdi					-11,92	
PV Terminal Værdi	-9,05					
Værdi af virksomheden	1303,79					
NFO	597,80					
Værdi af EK	705,99					
Antal Aktier mio.	53.566.497					
Værdi pr. aktie	13,18					

Kilde: Bilag 19

Nedenfor er nogle af de vigtigste punkter i værdiansættelsen kommenteret.

Tilbage diskonteringsfaktoren:

Til at tilbage diskontere de fremtidige Cash flow benytte den tidligere funden WACC på 9,6%.

Denne benytte ud fra at omkostningerne til kapitalen må være ejernes afkast krav samt fremmedkapital omkostninger, indbyrdes vægtet.

RIDO:

Som det ses er RIDO negativt i de 2 første budgetterede år det tredje år er svagt positivt. Dette kommer af at selv om DLH levere positive resultater er disse resultater lavere end det forventede afkast, som vil være WACC på 9,6%. Det negative RIDO vil være acceptabelt, da DLH er i en omstrukturings periode og dette er ikke usædvanligt at sådanne perioder er omkostnings tunge og koster penge. Dette gælder selvfølgelig kun i en begrænset og kort periode, som det også er tilfældet hos DLH.

Terminal værdien

Et af problemerne med sådanne modeller er at en stor del af værdien ligger i terminalværdien. Det er den der er størst usikkerhed om, da den ligger længst ude i fremtiden. Og som tidligere beskrevet stiger usikkerheden jo længere frem i tiden vi budgettere.

Set ud fra et investeringsmæssigt synspunkt, vil det være økonomisk bedste, hvis DLH blev likvideret med det sammen og aktiverne kunne sælges for deres pålydende regnskabsmæssig værdi. Dette vil dog ikke være praktisk muligt da der flere ting som ikke har nogen Scrap værdi. Her tænkes for eksempel på Goodwill og it projekter for at nævne et par stykker. Dette vil blive gennemgået senere i Scenarie analysen.

Terminal værdien i analysen ligger på dkr. -12 mio. i 2015 svarende til en nutidsværdi på skr. -9 mio. Det er stærkt utilfreds stillede at terminalt værdien er negativ. Dog er terminalværdien relativ lille i forhold til netto driftsaktiverne. Der sker derfor ikke nogen væsentligt værdi forringelse af netto driftsaktiverne ved at fortsætte driften.

Terminalt værdiens værdi i forhold til netto driftsaktiverne.

$$\frac{-9}{137,7} \times 100 = 0,7\%$$

Del konklusion

Som det ses ud fra værdiansættelsen har DLH en værdi pr. aktie på 13,18 pr. aktie med en pålydende værdi på kr. 5,-

Dette er væsentligt over kursen ved regnskabet udarbejdelse på kr. 6,40 en undervurdering på 48%. Ved aktie emissionen foråret 2011 var kursen på ca. 14,- en afvigelse på kun ca. 1 %

Der er til syne landende sket hændelser i løbet af regnskabsåret 2011 som har svækket investorernes tillid til DLH. Det har dog ikke været muligt at finde enkelte hændelser der kan underbygge dette. Den primære værdi i DLH ligger, som det ses i Netto drift aktiverne og ikke i de fremtidige afkast, da de stort set alle ligger under det forventede afkast krav. Dog må aktie markedet forvente at Aktiverne er langt mindre værd end de anførte i regnskaberne eller også

forventer de væsentligt ringene afkast end DLH har sat, som målsætning i "Go To Market" strategien.

Der er til syne ladende usikkerheds momenter, som markedet forventer, vil ændre DLHs forudsætninger for den fremtidige drift. Værdien af aktien ligger i hvert fald væsentligt over hvad markedet er villig til at betale for den.

Det ændre dog ikke ved at DLH aktien er kraftigt undervurderet.

Scenarie og følsomheds analyse:

Der er flere usikkerheds momenter i værdiansættelsen af DLH. For at kunne skabe et billede over, hvad der skal til for at ændre værdien af DLH er der forsøgt at lave nogle plausible senarier. Der er primært arbejdet med usikkerhed momenter i budgetteringen. Dette skyldes en overvejelse over at der er her de største usikkerheds momenter ligger. Budget perioden er kort og der skal små variationer til at ændre billedet.

Af andre faktorer der kunne have indflydelse på værdiansættelsen af DLH kunne nævnes Beta værdien og afkast krav. Disse er og fundet på en så vidt mulig sikker og objektivsekundær kilde. Dette betyder at de vil være plausible.

Der er opstillet 4 senarier for til at illustrere hvad der skal til for ar DLH når et givent mål eller forudsætning

Scenarie 1, dårligere end forventet:

Forudsætning: Den årlige vækst vil blive i den lave ende af forventet efter 2014 Der er her taget udgangs punkt i De officielle regnskaber og DLHs egne tal fra målsætningen fra "Go to Market" strategien.

Årlig organisk vækst:	4 %
EBIT	4,1%

Ovenstående forudsætning vi føre til en aktiekurs på 12,85⁴⁵.

Den dårligere årlig vækst har kun begrænset indflydelse på værdien af DLH aktien. Dette skyldes at kun en begrænset del af værdien ligger i terminal værdien.

⁴⁵ Scenarie Værdiansættelse Bilag 20

Scenarie 2, bedre end forventet:

Forudsætning: Den årlige vækst vil blive bedre end forventet efter 2014 Der er her taget udgangs punkt i De officielle regnskaber og DLHs egne tal fra målsætningen fra "Go to Market" strategien.

Årlig organisk vækst:	7 %
EBIT	6%

Ovenstående forudsætning vi føre til en aktiekurs på 48,40⁴⁶.

Altså en væsentlig forbedring i forhold til den tidligere fundne aktie kurs. Det betyder at blot mindre ændringer i 2014 målsætningen vil føre til en væsentlig ændring i værdien for DLH. Værdi forøgelsen ligger i terminalværdien som selvfølgelig også er den mest usikre størrelse i værdiansættelsen.

Scenarie 3, hvilken vækst er lig aktiekursen?:

Forudsætning:

Hvad skal DLHs vækst være i år 2014 og fremover for at aktiekursen er lig med værdien at aktien?

Da bare værdien af Netto Drifts Aktiverne vil føre til aktie kurs på 6,80 og salg efter Scenarie 4 (b) vil føre til en bedre likvideringskurs. Er det altså ikke et spørgsmål om vækst fra 2014 og fremover der er årsagen til den lave aktie kurs.

Scenarie 4, likvidering:

Forudsætning: DLH lukker omgående og sælger virksomhedens værdier. Det antages at værdierne kan sælges til 50% eller 70% da flere af aktiverne er usælgelig og andre vil ikke kunne opnå den regnskabsmæssige værdi ved frasalg.

(a)

Ved salg til 50 % af den regnskabsmæssige værdi:

Regnskabsmæssig værdi af Netto drifts aktiverne Ultimo 2011: 1373,7 mio.

Salgsværdi af Netto drifts aktiverne Ultimo 2011: 686,9 mio.

⁴⁶ Scenarie Værdiansættelse Bilag 15

Netto finansielle forpligtigelser	597,8 mio.
Aktieværdi ved likvidering:	1,70 / aktie

(b)

Ved salg til 70 % af den regnskabsmæssige værdi:

Regnskabsmæssig værdi af Netto drifts aktiverne Ultimo 2011:	1373,7 mio.
Salgsværdi af Netto drifts aktiverne Ultimo 2011:	961,6 mio.
Netto finansielle forpligtigelser	597,8 mio.
Aktieværdi ved likvidering:	6,80 / aktie

For at en likvidering af DLH kan komme på tale vil det være en forudsætning af man ville kunne omsætte aktiverne i virksomheden til mindst 70 % af deres regnskabsmæssige værdi. Det kan også være Etske og CSR grunde til at dette ikke er en løsning. Endvidere vil ledelsen normalt heller ikke nedlægge deres egen arbejdsplads. Man saver jo ikke den gren over man sidder på.

Del konklusion:

Der er tilsyneladende noget galt med værdiansættelsen på aktiemarkedene for DLH aktien.

Scenarie 4 viser at blot ved en likvidering af selskabet med en salgsværdi på 70% vil

likvideringskursen overstige aktie kursen. Scenarie 1+2 viser at der potentielt kan være store værdier gemt i denne aktie. Det kræver dog at DLH præstere over egen forventning, hvilket på nuværende tidspunkt ikke synes at være muligt

Usikkerheder Ifølge DLH:

DLH har i sit regnskab⁴⁷ nævnt flere risici der er forbundet med driften. For at skabe overblik over hvilke trusler DLH er udsat for kan nedenstående betragtes som et sammendrag af de væsentligste risici ifølge DLH. Risiciene deles op i 2 grupper en som er risici der specifikt drejer sig om DLH og en gruppe der omhandler risici generelt for branchen.

⁴⁷ DLH årsrapport 2011 s. 18-21

DLH risici:

Varelagere værdi

Få plade leverandører

Effektiv forsyningskæde nødvendigt

Afhængig af større kunder

Media omtale pga. størrelse og tidligere erfaringer

Finansiering

Pensions forpligtelser (begrænset indflydelse)

Garantier som følge af frasalg

Igangværende retsager/skattesager (Brasilien)

Branche risici:

Adgange til transport i høj konjunkturer

Politisk uro

Kredit risiko

Katastrofer (ild, vind og vand)

Ansvar for fejl og mangler

Valuta kurs ændringer

Retssager

Branche risici er risici der generelt ikke kan gøres det store ved og risici der også vil ramme eventuelle konkurrenter. Og derved ikke ændrer ved DLHs position i markedet. Det er også risici en investere vil kunne diversificere bort med en markeds portefølje.

Mere interessant er de risici der kan ramme DLH direkte og eventuelt rykke ved DLHs position i markedet. Det er derfor meget interessant hvordan DLH behandler disse risici. Disse risici kan med fordel sammenholdes med SWOT analysen tidligere for at finde ud af, hvor DLH har ringe udfordringer og hvor DLH har dækket sig ind.

Varelagere risici:

DLH har qua sin "Go to market" strategi arbejdet med at sænke den arbejds kapital og derved øge sin likviditet. Dette gøres naturligt ved at effektivisere forretningen og mindske lagrene. Dog ses der i balancen at DLH har øget værdien af varelagrene en smule fra dkr. 738,9 til 739,7 mio. Dette

kan selvfølgelig også skyldes varierende markeds priser.

Få Plade leverandører:

Dette vil fortsat en trussel mod DLH, der er ikke noget omtalt om at øge antallet af leverandøre på pladeprodukt siden. Dette er fortsat en risiko for DLH.

Effektiv forsyningskæde:

DLH har igennem sit omfattende leverandørnetværk og dybe markedskendskab sammenhold med den øget gennemskuelig forretning en relativt effektiv forsynings kæde. Endvidere viser værdikæde analysen at DLH har en relativ god forsyningskæde.

Afhængig af større kunder:

Dette er svært at gøre noget direkte ved. En øget kunde portefølje vil minimere dette problem. Det må også antages at DLH gør, hvad der muligt for at øge kunde porteføljen og maksimere indtjeningen.

Media omtale pga. størrelse og tidligere erfaringer:

DLH har en effektiv og kommunikations afdeling og et stort engagement i branche foreningen. Endvidere gør DLH noget konkret på miljø området med deres "Good Supplier Programe". Dette vil minimere eventuelle risici og maksimere muligheden for en eventuel positiv omtale i pressen, da de agere som forgangs virksomhed på dette område.

Finansiering:

DLH er fortsat meget afhængig af deres bankaftale i forbindelse med "Go To Market" endvidere har de stadig høje finansielle omkostninger som det ses i den reformulerede balance. Dette er fortsat en væsentlig risiko for DLH. Det stiller endvidere også høje krav til at DLH få hævet deres profit margin, som nævnt i rentabilitetsanalysen.

Pensions forpligtelser (begrænset indflydelse)

DLH har afdækket hovedparten⁴⁸ af deres risici i forbindelse min pensions ordninger. Derfor betragtes det ikke, som en risiko af væsentlig betydning for DLH.

Garantier som følge af frasalg:

⁴⁸ ALH årsrapport 2011 Note 19, s. 77

Det er ofte nødvendigt at stille garantier i forbindelse med fra salg af aktiviteter. Disse vil normalt være begrænset til en bestemt periode f. eks. 3 eller 5 år. Disse garantier kan være sikkerhedsstillelse i tilfælde af politisk uro, vigende salg eller andre uforudsete eksterne hændelser. Det er derfor ikke muligt at sætte risiko på disse eller et eksakt beløb. Men de kan også være væsentligt.

Igangværende retsager/skattesager (Brasilien)

Der er fortsat usikkerhed om udfaldet af denne sag i Brasilien. Da Brasilien er et stort leverance land kan disse have stor indflydelse på økonomien fra DLH. Det er desværre ikke omtalt nogle konkrete beløb, men det forventes at de kan være store.

Konklusion:

DLH har til syne ladende dækket en stor del af de forretningsmæssige risici. I hvert fald i det omfang det er muligt. De væsentligste risici vil være i forbindelse med deres finansielle situation og deres omstrukturering af virksomheden. Endvidere og den igangværende Brasilianske skattesag også et væsentligt usikkerheds moment.

Med hensyn til de risici der er klassificeret, som branche risici vil der ikke være meget DLH kan gøre for at sikre sig. Dette gælder i øvrigt også deres konkurrenter. Det er derfor ikke risici DLH behøver at sikre sig specifikt imod. Og vil ikke have noget indflydelse på værdiansættelsen af DLH.

Konklusion:

Strategi:

DLH besidder nogle unikke muligheder på et konkurrencepræget marked. De har med deres stærke miljø profil, et godt brand som passer til markedets tendens. Der er ikke nogen tvivl om at miljø vil være en fremtidig trend og have indflydelse på DLH. Dette spiller godt sammen med DLHs skarpe og fokuseret miljø profil og deres eget certificerings program. Dette giver DLH gode muligheder for at kunne levere certificeret træ i fremtiden. Markedsandelen af certificeret træ er desværre endnu ikke den primære andel af omsætningen. Så på sigt vil DLH have gode muligheder for at kunne øge deres indtjening specielt på certificeret træ. Udfordringen er at der ikke er nogen tidshorisont for hvornår dette vil ske. Så på kort sigt vil der skabe nogle indtjenings udfordringer for DLH, men på langt sigt vil dette bidrage til en øget indtjening fra DLH.

Markedet DLH opererer i er et stærkt konkurrencepræget marked, med en fast markedets pris, som DLH kun har mindre indflydelse på, grundet der ikke er stærke præferencegrader i markedet. Dette forsøger DLH at ændre på med deres miljø strategi, det er desværre ikke en strategi der har slået igennem endnu. Så DLH har ikke mulighed for at hæve deres salgspriser. Dette kræver at virksomhederne har styr på deres omkostninger, da det er det eneste de kan regulere på. DLH har haft og har fortsat nogle store kapacitets omkostninger. Hvilket betyder at deres indtjening er lav som det også ses ud fra regnskaberne.

Regnskabsmæssig værdi:

Ud fra et regnskabsmæssigt synspunkt er DLH aktien kraftigt undervurderet, med en aktiekurs på ca. 50% af den teoretiske værdi på aktien. Den teoretiske værdi er estimeret ud fra både DLHs egne oplysninger og ud fra målsætningen i den nuværende "Go to Market" strategi. Der er mange udfordringer før DLH på sigt vil give overskud. Lykkedes de nuværende strategiske omstrukturering vil det give en aktie kurs på 13,18 uden at der tages hensyn til de strategiske usikkerheds momenter for DLH. Værdiansættelsen bygger primært på værdien af Netto Drifts Aktiverne og derved vil værdien af disse være estimeret ud fra regnskaberne, dette betyder sædvanligvis at den reelle salgsværdi er noget mindre. Der vist i Scenarie analysen at trods en kraftig nedskrivning af Netto driftsaktiverne vil det stadig medføre en undervurdering af DLH aktien

Sikkerhed:

DLH har gjort meget for at eliminere de usikkerheds og risiko momenter der er i markedet og overfor DLH. Dette kan ses ud fra analysen over DLHs usikkerheds momenter. Det er primært 3 usikkerheds momenter som kan få væsentlig indflydelse på DLH. Den igangværende skattesag i Brasilien, garantier stillet i forbindelse med frasalg af aktiviteter og deres finansierings situation. Alle disse 3 kan få væsentlig indflydelse på DLH og usikkerhederne på udfaldet af disse kendes ikke. De resterende usikkerheder som DLH kender ifølge deres regnskaber er så vidt muligt dækket ind.

Samlet

DLH har nogle store udfordringer på nogle enkelte punkter. Disse er fundamentale for DLH og kan true virksomheden. Det er primært finansieringen og DLHs profit margin der er de største trusler. DLH har gode muligheder for at kunne øge deres profit margin på længere sigt grundet deres stærke position på markedet og den stærke miljø profil. Det forventes at den øget fokus på miljø vil bidrage til en øget efterspørgsel på tropisk træ og derved på DLHs Kerne kompetence. Problemet er profitten på kort sigt. Dette er nødvendigt da DLH har nogle store Finansielle omkostninger og har haft en høj gearing. Den høje gearing er, som følge af "Back To Black" og "Go To Market" strategierne, nu sænket markant, den har dog stadig negativ indflydelse på driften af DLH. Grundlaget for DLHs finansielle situation afhænger af den tidligere omtalte bankaftale til at holde de finansielle omkostninger nede.

Med de usikkerheder der ligger i driften for DLH er det stadig overbevisningen at DLH aktien er kraftigt undervurderet. De forudsætninger der ligger som forudsætning for værdi ansættelsen er meget realistiske og bestemt opnåelige.

Det ses endvidere i scenarie analysen, at med den nuværende aktiekurs er der minimal risiko for at tabe investeringen. Der er en mere sandsynlig mulighed for en væsentlig kursstigning med der til følge kursgevinst. Blot en mindre forbedring i forhold til deres nuværende "Go To Market" vil medføre en endnu større gevinst. Dette vil lede til at det bliver til en relativ sikker investering set i forhold til den nuværende aktie kurs.

DLH aktien har en fair value på 13,18 som vist i værdiansættelsen. Dette er også taget i betragtning de udfordringer, der ligger for DLH. Det betyder at DLH aktien er kraftigt undervurderet.

Usikkerheder i værdiansættelsen af DLH:

Generelt vil usikkerheden i denne analyse være lav i forhold til mange andre værdiansættelser. Specielt når det gælder selve værdiansættelsen. Dette skyldes at en stor del af DLHs værdi i værdiansættelsen ligger i netto driftsaktiverne. Den fremtidige indtægt bidrager ikke med en særlig stor del af værdien (positivt eller negativt). I mange virksomheder ligger værdien i Terminal værdien af, hvilket er forbundet med stor usikkerhed. I denne analyse er Terminal værdien lav og derved også usikkerheden.

Usikkerheden i de strategiske analyser er lidt større da de altid vil bygge på en subjektiv vurdering af virksomheden og den branche. Dette er dog minimeret ved at bruge nogle velkendte og anerkendte modeller til at opbygge og underbygge SWOT analysen. Dette bevirker at de subjektive risiko og muligheds faktorer bliver vurderet på et objekt grundlag.

Asymmetrisk information:

Det er en kilde til usikkerhed at der altid vil være en asymmetrisk informations deling, mellem ledelsen af virksomheden og offentligheden. Ledelsen vil ikke kunne offentliggøre alle informationer af konkurrencemæssige grunde, dette bevirker at aktionærer heller ikke vil få al information. Der kan endvidere være en interesse konflikt mellem aktionærer og ledelsen med hensyn til profit maksimering på lang og kort sigt.

Strategi analysen:

Mange af de faktorer, der er vurderet i strategi analysen er fra DLHs egne informationer stillet til rådighed. Dette kan risikere at give en ensidet information. Da virksomheder sjældent er kritisk i mod sig selv. Dette er selvfølgelig forsøgt opvejet ved at drage andre faktorer ind i analysen. Mange af disse informationer er taget fra empirien og er derfor også udsat for en vis usikkerhed.

Afkast krav

Hvid der ses med et internationalt perspektiv kan det i øjeblikket være svært at finde virksomheder der kan levere så høje afkast som det eller bude være ønskeligt hvis man ser på risikoen. Såfremt Blomberg beregner risiko tillæg ud fra risikoen og ikke hvad der ellers kan fås i

markedet, kan dette resultere i at der er en forventning om nogle i øjeblikket urealistiske afkastkrav.

Det kan være et miss match mellem at der i gode tider er lav risiko og høje afkast mod at der i mindre gode tider er forhøjet risiko tillæg samt et lave afkast.

Netto drifts aktiverne:

En stor del af værdiansættelsen af DLH bygger på værdien af Netto Drifts Aktiverne. Dette bevirker at disse skal være estimeret med en relativ høj sikkerhed for at give den rigtige værdi. Dette vurderes dog at være tilfældet, da DLH er underlagt strenge lovmæssige, børsmæssige og regnskabsmæssige krav til regnskabsføringen og derved også værdiansættelsen af aktiverne. Det kan dog også være usikkerhed om værdiansættelsen af aktiverne værende klassificeret for salg. Denne vides ikke med sikkerhed da den kan variere alt efter hvilke købere der er på markedet og markedets generelle sundhed. Dette er blandt set ved det store tab på salget af tt Timber.

Budget periode:

Budget perioden er på 3 år og er relativ kort. Dette kan bevirke at usikkerheden for budgettet er stor for terminalværdien. Det havde været mere ideelt og værdiansættelsen med en længere budget periode. Dette er desværre ikke muligt i denne opgave eller for DLH. Grundet de store omstruktureringer og den derved udsiker fremtidsindtjening og situation.

Estimering af Beta:

Beta kan være svær at estimere og derved vil den også være forbundet med en vis usikkerhed. Der er ikke mange selskaber der har størrelsen til at kunne estimere den med en vis sikkerhed for danske virksomheder. Dette bevirker at den ikke har været mulig at dobbelt tjekke.

Estimering af den Risiko frie rente:

Den risiko frie rente kan defineres ud fra forskellige opfattelser af hvad en risiko fri investering er. I praksis er det ikke sikkert at en sådan investering findes. Dette ses også ud fra at renten på den danske 10 årig stats obligation er højere end den risiko frie rente ifølge Blomberg. Den risiko frie rente kan være påvirket af subjektive opfattelser af hvad sikkert er.

Estimering af den rente risikotillæg:

Risikotillægget og dets størrelse kan være svært at estimere. Det kræver stor viden og markedet og dets investorer. Jeg har benyttet Blomberg som reference. Denne er til lige med beta værdien svært at dobbelt tjekke. Og derved sikre at den er korrekt. Do gbetragtes Blomberg som en troværdig kilde.

Scenarie analysen:

Der kan opsættes mange forskellige scenarier, med mange forskellige fakturerer der skal skrues på. Der er valgt et begrænset antal som ikke vil dække alle muligheder. De valgte scenarier er dog valgt ud fra, hvad der kan betragtes interessant at afdække og hvad der kan være mulige scenarier for DLH, men DLH er en virksomhed i forandringer så scenarie mulighederne er uendelige.

Bilags oversigt:

- Bilag 1: Artikel: Due diligence der virker
- Bilag 2: Dirty surplus opgørelse
- Bilag 3: Bloomberg Screen #7
- Bilag 4: Bloomberg Screen #8
- Bilag 5: DLH Group - Målsætninger for 2014
- Bilag 6: Budget
- Bilag 7: Statistikbanken - data og tal inflation
- Bilag 8: Vækst i BNP - EU-Oplysningen
- Bilag 9: Inflation og Vækst
- Bilag 10: Effektiv rente af statsobligationer efter land - Statistikbanken - Danmark
- Bilag 11: Bloomberg Screen #1
- Bilag 12: Bloomberg Screen #3
- Bilag 13: Bloomberg Screen #5
- Bilag 14: Bloomberg Screen #4
- Bilag 15: Scenarie 2
- Bilag 16: Reformuleret Egenkapital opgørelse
- Bilag 17: Reformuleret Resultat Opgørelse
- Bilag 18: Reformuleret balance
- Bilag 19: RiDO Model
- Bilag 20: Scenarie 1

Litteratur liste:

Forfatter	Titel	Udgave	Forlag
Charlotte Stisen Flyger Ove Hedegaard Preben Melander	Økonomisk virksomheds beskrivelse	2008, 1 udgave, 1 oplag	Jurist- og Økonomforbundets Forlag
Ole Sørensen	Regnskabs analyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang	3. udgave	Gjellerup
Stephen H. Penman	Financial Statement Analysis and Security Valuation	4. edition International edition	McGraw Hill
Jens O. Elling	Finansiell Rapportering – teori og regulering	2010, 2 udgave	Gjellerup
Anthony Henry	Understandign Strategic Management	2008	Oxford
Brealey, Meyers, Allen	Principles of Corporate Finance	3. edition Global edition	McGraw Hill
Gerry Johnson Kevan Scholers Richard Whittington	Exploring Corporate Strategy	8. edition	Prentice Hall Financial Times