

Regnskabsanalyse og værdiansættelse af Siemens Wind Power A/S



HD(R) Afgangprojekt Maj 2014

Lars Slot

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	6
2. Problemformulering.....	7
3. Metode og opgavestruktur	8
3.1. Definitioner og afgræsning	8
3.3. Metodevalg	8
3.3.1. Strategisk analyse	9
3.3.2. Regnskabsanalyse	11
3.3.3. Budgettering	12
3.3.4. Værdiansættelse.....	12
3.4. Opgavestruktur.....	13
4. Præsentation af Siemens Wind Power	14
4.1. Historie	15
4.2. Organisation	15
4.3. Økonomisk udvikling	16
4.5. Markedet	19
5. Strategisk analyse.....	20
5.1. PEST (Omverdensanalyse).....	20
5.1.1. Politiske faktorer (Political)	20
5.1.1.1. Kyoto aftalen	20
5.1.1.2. COP topmøderne	21
5.1.1.3. EU 30 % vedvarende energi i 2030	21
5.1.1.4. PTC ordning (USA)	21
5.1.2 Økonomiske faktorer (Economic)	22
5.1.2.1. Finanskrisen	22
5.1.2.2. USA.....	22
5.1.2.3. Syd Europa	22
5.1.2.4. Kina	22
5.1.2.5. Forecast på det globale marked for Vind Energi.....	23
5.1.3. Sociokulturelle faktorer (Social)	23
5.1.3.1. Slutbrugere.....	23
5.1.3.2. Demografisk udvikling	24
5.1.4. Teknologiske faktorer (Technological).....	24
5.1.4.1 Offshore vindmøller.....	24

5.1.4.2. Lagring af vindenergi.....	25
5.1.4.3. Andre alternative energikilder	26
5.1.5. Opsamling på PEST analyse.....	26
5.2. Porters 5 forces (Brancheanalyse).....	27
5.2.1. Konkurrence intensitet i branchen	27
5.2.2. Adgangsbarrierer – Truslen fra nye konkurrenter	30
5.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke	30
5.2.4. Substituerende produkter	31
5.2.4.1. Biobrændsel og affald	32
5.2.4.2. Atomkraft.....	33
5.2.4.3. Hydro.....	33
5.2.4.4. Solenergi	34
5.2.5. Kundernes forhandlingsstyrke	34
5.2.5. Opsamling på porters 5 forces.....	35
5.3. Værdikæde analyse	36
5.3.1. Primære aktiviteter.....	36
5.3.1.1. Indgående logistik	36
5.3.1.2. Produktion	36
5.3.1.3. Udgående logistik.....	37
5.3.1.4. Marketing og salg.....	37
5.3.1.5. Service	37
5.3.2. Støtteaktiviteter	37
5.3.2.1. Virksomhedens infrastruktur	37
5.3.2.2. Menneskelige ressourcer	38
5.3.2.3. Teknologisk udvikling	38
5.3.2.4. Indkøb til værdikæden.....	38
5.3.3. Opsamling på værdikæden.....	38
5.4. PLC kurve.....	39
5.4.1. Beskrivelse af produktportefølje.....	39
5.4.2. Placering i PLC kurve.....	40
5.4.3. Opsamling på PLC kurve	41
5.5. SWOT.....	42
5.5.1. Styrker (S).....	42
5.5.2. Svagheder (W).....	43

5.5.3. Muligheder (O)	43
5.5.4. Trusler (T)	43
6. Regnskabsanalyse.....	45
6.1. Ændring af regnskabspraksis	45
6.2. Reformulering.....	45
6.2.1. Reformulering af egenkapitalen	45
6.2.2. Reformulering af balancen	45
6.2.3. Reformulering af resultatopgørelsen	45
6.3. Den udvidede Dupont model	46
6.3. Rentabilitetsanalyse	46
6.3.1. ROE – Return on equity.....	46
6.3.2. Niveau 1.....	47
6.3.2.1. ROIC – Return on invested capital.....	47
6.3.2.2. Finansiell gearing.....	48
6.3.3. Niveau 2.....	48
6.3.3.1. OG – Overskudgrad	49
6.3.3.2. AOH – Aktivernes omsætningshastighed	49
6.3.4. Niveau 3.....	50
6.4. Opsamling på regnskabsanalyse	51
7. Budgettering.....	52
7.1. Budgetperiodens længde	52
7.2. Budgettering af salgsvækst	53
7.3. Budgettering af AOH	54
7.4. Budgettering af OG og driftsoverskud.	55
7.5. Opsamling på budgettering	56
8. Værdiansættelse	57
8.1. WACC	57
8.1.1. Kapitalstruktur	58
8.1.2. Estimering af finansielle forpligtelser afkastkrav	58
8.1.4. Egenkapital omkostninger	59
8.2. Værdiansættelse af SWP	62
8.3. Følsomhedsanalyse	63
8.3.1. WACC og vækst i terminalperioden.....	63
8.3.2. AOH og OG	64

8.4. Multipelanalyse.....	65
8.5. Opsamling på værdiansættelse.....	68
9. Konklusion	69
10. Kildeliste.....	71
10.1. Litteratur	71
10.2. Artikler	71
10.3. Hjemmesider	72
10.4. Årsrapporter	72
11. Bilag	73

1. Indledning

Vi lever i en tid, hvor de naturlige ressourcer bliver færre og hvor den globale opvarmning truer. Den globale udledning af CO2 forventes på verdensplan at stige med 2,6 pct. i år., det er over 50 pct. højere i dag end i 1990.¹

Derfor er der i højere grad, end tidligere brug for nye og rene energikilder. En af disse kilder er vindmøller. På baggrund af ovenstående er der meget stor fokus på dette område. I Danmark er den mest kendte virksomhed i denne branche uden tvivl den danske virksomhed Vestas, som er en af de helt store spillere på det globale marked for vindenergi. Vestas er desuden en af de største danske virksomheder på nuværende tidspunkt. Kombinationen af dette gør naturligvis, at der er stor bevågenhed omkring netop denne virksomhed i Danmark.

Men faktisk ligger der endnu en stor vindmølleproducent i Danmark. Nemlig Siemens Wind Power som er en del af den tyske koncern Siemens AG.

Vestas har været igennem en svær periode i den seneste tid, hvorimod Siemens Wind Power har klaret sig en del bedre i samme periode.

Jeg vil i denne opgave lave en værdiansættelse af Siemens Wind Power, samt sammenligne den fundne værdi med Vestas og de øvrige konkurrenter på markedet.

Grunden til at jeg netop vælger at tage udgangspunkt i Siemens Wind Power, er for det første, at jeg er ansat i Siemens A/S (søster selskab til Siemens Wind Power) og derfor finder det interessant at skrive om en virksomhed, der er en del af Siemens koncernen.

Samtidig er det et marked, hvor der er rigtig meget fokus lige i øjeblikket. Måske i endnu højere grad i Danmark pga. af Vestas. Der er tale om virksomheder, som måske på længere sigt kan være med til at løse nogle af de udfordringer som verden står overfor. Derfor er det særligt interessant at kigge på sådan en virksomhed og sammenligne den med de øvrige virksomheder i markedet.

¹ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html#ixzz2tfbVFIFA

2. Problemformulering

Den danske vindmølleproducent Vestas, har på det seneste gennemgået en svær periode med et stort fald i markedsværdien. Siemens Wind Power er kommet en del bedre gennem samme periode og har på nuværende tidspunkt en stærk position på markedet.

På baggrund af dette er det derfor interessant at undersøge hvad der gør at Siemens Wind Power har formået at klare sig bedre på markedet end Vestas og de øvrige konkurrenter, samt hvordan markedsværdien på Siemens Wind Power er, set i forhold til resten af markedet.

Da Siemens Wind Power er en del af Siemens AG koncernen, som omfatter mange andre forretningsområder end vindenergi, kan der ikke tages udgangspunkt i kursen på Siemens AG aktien. Derfor er der behov for en analyse af markedsværdien alene for Siemens Wind Power.

Problemformuleringen er som følger:

Hvad er Siemens Wind Power's teoretiske markedsværdi og hvordan er den sammenlignet med konkurrenterne? Og hvad er baggrunden for at dette er tilfældet?

Det ønskes belyst gennem følgende underspørgsmål:

- Hvordan er Siemens Wind Powers position ud fra en strategisk analyse?
- Hvordan er den økonomiske position i Siemens Wind Power og hvordan har den udviklet sig over de seneste 4 år?
- Hvordan forventes den økonomiske position at udvikle sig?
- Hvordan er den teoretiske markedsværdi af Siemens Wind Power sammenlignet med konkurrenterne på markedet for vindenergi?

3. Metode og opgavestruktur

I dette afsnit defineres de afgrænsninger og definitioner, som der er lagt for opgaven. Herefter gennemgås de metoder som vil danne grundlag for opgaven. Desuden vil fravalgte metoder blive beskrevet sammen en begrundelse for fravalget.

3.1. Definitioner og afgræsning

Siemens Wind Power vil i opgaven blive benævnt som SWP og dette inkludere kun Siemens Wind Power A/S, ikke øvrige dele af Wind divisionen i Siemens AG. Øvrige Siemens selskaber vil blive benævnt ved deres fulde navn. F.eks. Siemens AG.

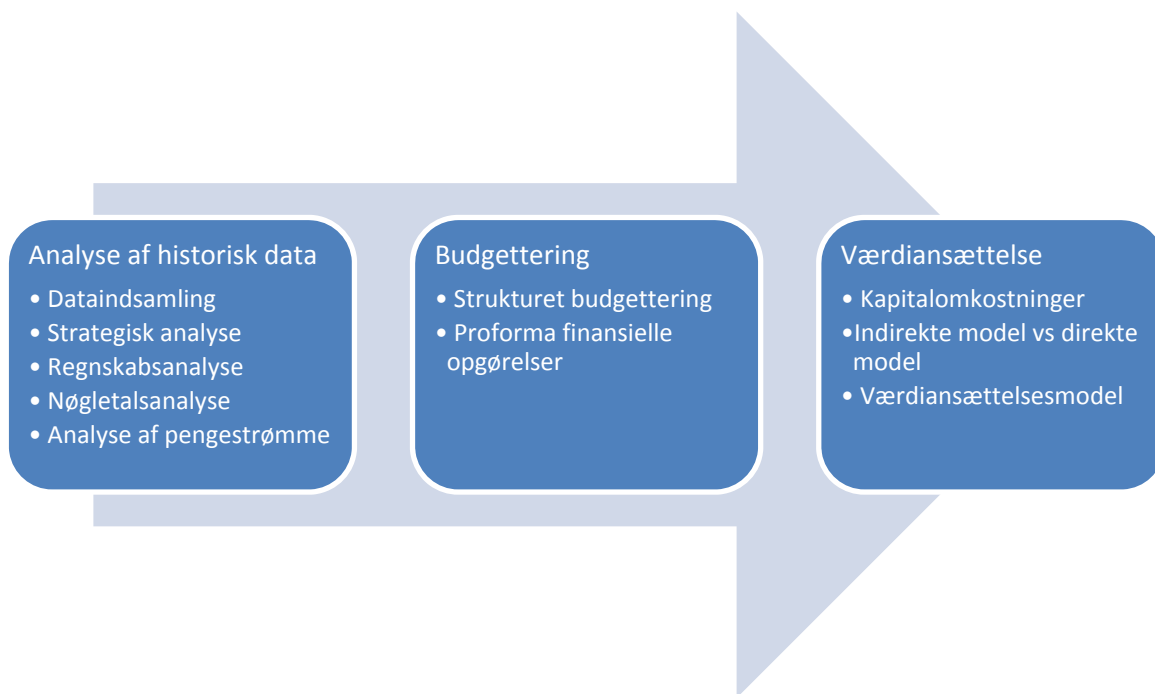
For at få et ordentligt billede af udviklingen i virksomhedens økonomi, vil det være optimalt at have historiske data så langt tilbage i tiden som muligt. På grund af ændring i regnskabspraksis i 2010/11 har det desværre ikke været muligt at få sammenlignelige regnskabstal længere tilbage end 2009/10. Derfor er der i opgaven taget udgangspunkt i de seneste 4 års historiske data.

Siemens har regnskabsår der løber fra 01.10 til 30.09 og derfor tages der udgangspunkt i regnskabsåret 2012/13 som blev afsluttet 30.09-2013 og de forgange tre regnskabsår 2009/10, 2010/11 og 2011/12. For at få sammenlignelige nøgletal fra analysen, er der brugt ultimoværdier for balancetal, i stedet for gennemsnitsværdier som er det man normalt bruger.

3.3. Metodevalg

Opgaven vil tage udgangspunkt i gængse modeller som normalt benyttes til værdiansættelse af en virksomhed og følge den struktur som der er i bogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" af Ole Sørensen.

En værdiansættelse kan nedbrydes i tre faser:



Figur 3.1 – Værdiansættelse struktur²

Først kræves der en analyse af de historiske data, herunder bl.a. strategisk analyse og regnskabsanalyse. På baggrund af disse analyser vil man derefter være i stand til at opstille struktureret budgettering og proforma opgørelser. Til sidst vil man i tredje fase skulle estimere kapitalomkostninger for derefter at lave en værdiansættelse ud fra en direkte eller indirekte model.³

Nedenfor beskrives de modeller og teorier som er valgt til denne opgave, i forbindelse med værdiansættelsen af SWP.

3.3.1. Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at klarlægge de ikke-finansielle værdidrivere og forstå den forretningsmodel, der er valgt, samt vurdere om den er i stand til at skabe værdi for virksomheden. For at gøre dette, er der valgt nedenstående modeller til at analysere virksomhedens position i samfundet, branchen og internt, samt dens konkurrencestrategi.

² Egen tilvirkning

³ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"

Porters 5 forces

For at analysere virksomhedens position i branchen, benyttes Porters 5 forces. Denne model viser, hvor værdiskabende branchen kan være for den enkelte virksomhed, set ud fra påvirkningen fra de fem markedskræfter: Rivaliseringen mellem eksisterende konkurrenter, truslen fra nye konkurrenter, konkurrence fra substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke og leverandørernes forhandlingsstyrke. Det er relevant at have viden omkring, når man ønsker at vurdere virksomhedens muligheder og trusler fremadrettet.

Nogle kritikpunkter af denne model går ud på, at det er en statisk model, som ikke tager højde for at et marked konstant er i udvikling. Samt at modellen ser kunder og leverandører som modstandere man skal være stærkere end, i stedet for at se på dem som samarbejdspartnere.

PEST analyse

PEST analysen giver et indblik i virksomhedens omverden på samfundsmæssigt niveau og hvordan virksomheden bliver påvirket af fire faktorer i samfundet, samt hvilke muligheder dette giver for at skabe værdi. For en virksomhed som SWP er der mange faktorer i omverdenen, som kan spille ind. Derfor er det relevant at se på nogle af disse. Der kigges på: Politiske, Økonomiske, Sociale, og Teknologiske faktorer.

Ulempen ved denne model er, at den kun identificerer de punkter, som er relevante indenfor de forskellige områder. Den hjælper ikke til, hvordan disse skal håndteres. Der findes en udvidet version af denne model, som inkluderer miljømæssige og lovgivningsmæssige faktorer. Modellen hedder PESTEL. Denne er dog fravalgt, da det forventes at elementerne i PEST analysen er tilstrækkelige til at give et godt indblik i virksomhedens omverden.

Porters værdikæde

Porters værdikæde bruges til den interne analyse af virksomheden. Værdikæden ser på hvilke processer, som er værdiskabende for virksomheden. På denne måde inddrages og redegøres der for interne aktiviteter i en kæde af primære aktiviteter, samt en række støttefunktioner. Det er vigtigt at have indblik i, hvor der skabes værdi internt i virksomheden, da det er noget af det, som kan gøre at den er konkurrencedygtig både på nuværende tidspunkt og i fremtiden.

Kritikpunkter er som med flere af de øvrige modeller, at det er en statisk model, som ikke fokuserer på nye muligheder i de forskellige elementer af analysen. Samtidig er modellen primært lavet til produktionsvirksomheder. Men eftersom SWP er en produktionsvirksomhed er dette ikke et problem. Et alternativ kunne være funktionsanalysen som undersøger samspillet mellem de forskellige

ressourcer i virksomheden og definerer hvilke kernekompetencer, der eksisterer til at skabe en konkurrencefordel. Denne model er fravalgt, da det vurderes, at værdikæden giver et bedre overblik over de interne ressourcer.

PLC kurve

PLC kurven beskriver et bestemt produkts forløb gennem dets levetid, som er bestående af fire faser: Introduktion, vækst, modning og nedgang. Modellen benyttes til at vurdere, hvor produktet er p.t. på denne kurve, således at man kan få et billede af, om der er et potentiale for mere indtjening eller evt. produktudvikling af nye produkter, alt afhængig af hvor det befinder sig på kurven. Det er interessant at vide dette for SWP, da det vil give et indblik i, hvor deres produkter ligger, med henblik på at vurdere fremtiden. Desuden vil det være med til at kunne give et estimat på, hvor lang budgetperioden skal være i budgetteringsfasen.

Kritikpunkter er bl.a. at det kan være svært at estimere et produkts præcise levetid, samt at der kan være lidt uklarhed omkring definition og hermed adskillelse af de enkelte faser. Et alternativ til denne model kunne være en boston matrix, men det vurderes stadig, at en PLC kurve vil være mere egnet til denne virksomhed, da den kun har et kerneprodukt, og det er relevant at se det over tid, hvilket man ikke gør på samme måde med bostonmatrixen.

SWOT

En SWOT bruges til at skabe et overblik over stærke og svage sider, samt muligheder og trusler. Den vil blive brugt til at samle op og skabe et overblik over det som der findes frem til i de øvrige analyser.

3.3.2. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen benyttes til at finde de finansielle værdidrivere, som har været en del af den historiske værdiskabelse. For at kunne få et ordentligt billede af de finansielle opgørelser, som man kan benytte til analyse, er man nødt til at lave en reformulering af disse opgørelser.

Dupont pyramiden

Efter reformuleringen af de finansielle opgørelser vil man være i stand til at lave en rentabilitetsanalyse til at fastsætte niveauet for de enkelte værdidrivere bag egenkapitalens forrentning. Til dette benytter man Dupont pyramiden som deler egenkapitalens forrentning op i drift og finansieringsdelen. Efterfølgende dekomponerer den disse yderligere ned igennem tre niveauer.

3.3.3. Budgettering

Til brug for værdiansættelsen laves budgettering ved at opstille proforma finansielle opgørelser. Disse udledes af den strategiske og regnskabsmæssige analyse (nøgletal). Resultat af de to analyser udtrykker forventningerne til virksomhedens evne til at skabe værdi på forskellige økonomiske områder, -f.eks. omsætning.

3.3.4. Værdiansættelse

DCF model

Til værdiansættelsen er valgt DCF-modellen (Diskonterede Cash Flow), som bruges til beregne egenkapitalværdien i den valgte budgetperiode ved det frie cashflow.

Fordele ved DCF-modellen er, at pengestrømmene er reelle, og ikke påvirkes af hvilke regnskabsmetoder der benyttes.

Ulempen ved DCF-modellen er, at det frie cashflow reduceres med de investeringer, som måtte blive foretaget, på trods af at de er med til at skabe værdi. Herved kommer investeringer til at optræde som et tab af værdi i modellen. På denne måde ser modellen positivt på passivitet i investeringer.

En alternativ værdiansættelsesmetode er residualindkomst-modellen. I residualindkomst-modellen er fordelene, at terminalværdien udgør et mindre beløb end i andre modeller, da denne model bygger på disponible regnskabsdata. Den kan desuden anvendes af virksomheder, der ikke betaler dividende eller ikke har positivt cashflow. Modellen kan også anvendes i virksomheder, hvor det er svært at forudsige det frie cashflow.

Ulempen ved modellen er, at den bygger på diffuse regnskabskonventioner og kan være utroværdig på grund af eventuel regnskabsmanipulation.

DCF modellen er valgt frem for residualindkomst-modellen, da denne er den mest anvendte model og umiddelbart er den letteste at gå til. Da begge værdiansættelsesmodeller i sidste ende giver samme værdi, er der som udgangspunkt ikke nogen forskel på at benytte de to modeller.

Kapital omkostninger (WACC)

For at kunne lave værdiansættelsen skal der beregnes WACC for at kunne tilbagediskontere de budgetterede frie cashflow. For at beregne WACC har man behov for viden om bl.a. kapitalstrukturen i virksomheden samt afkastkrav fra finansiering og afkastkravet fra driften.

Terminalværdien som er den værdi, der ligger ud over budgetperioden, beregnes ved hjælp af Gordons vækstformel.

3.4. Opgavestruktur

Nedenfor en grafisk illustration af opgavens struktur:



Figur 3.2 – Opgavestruktur⁴

⁴ Egen tilvirkning

4. Præsentation af Siemens Wind Power

SWP er en del af den tyske elektronik og teknologigigant Siemens AG, som har hovedsæde i München. På verdensplan beskæftiger virksomheden omkring 370.000 medarbejdere fordelt på 190 lande.

I den brede befolkning er Siemens nok mest kendt for sine hvidevarer, men i virkeligheden er dette kun en lille del af, hvad Siemens laver (Desuden er det et samarbejde med Bosch).

Siemens arbejder med 3 kerneværdier:

- **Responsible** - Vi forpligter os til etiske og ansvarlige handlinger.
- **Excellent** - Vi leverer resultater og kvalitet.
- **Innovative** - Vi udvikler innovative løsninger, der skaber værdi for kunderne.

Derudover arbejder virksomheden ud fra en strategi, der tager udgangspunkt i fire globale mega trends:

- Urbanisering
- Globalisering
- Demografiske ændringer
- Klimaforandringer

Virksomheden er herigennem en af pionererne inden for bl.a. energieffektivitet, Industriel produktivitet, sundhedsløsninger og intelligente infrastrukturløsninger. De har en meget bred produktportefølje som bl.a. inkluderer MR scannere, brandalarmer og vindmøller.⁵

SWP er en del af Energy sektoren i Siemens koncernen og beskæftiger sig primært med produktion, salg, installation og efterfølgende service af vindmøller, samt vindmølleparker i MW klassen til både on- og offshore.

SWP har mere end 30 års erfaring med vindmøllebranchen. Tidligere hed virksomheden Bonus Energy A/S men blev i 2004 opkøbt af Siemens koncernen og har siden da eksisteret som Siemens Wind Power A/S.

Selskabet er beliggende med hovedkvarter samt nacellefabrik, i Brande. Herfra foretages produktudvikling, kvalitetsstyring og service. Produktion og udvikling af vinger varetages i Aalborg og Engesvang. Nav-produktionen sker i Ølgod.⁶

⁵ www.siemens.dk

4.1. Historie

Siemens blev grundlagt i 1847 af Werner von Siemens og Johann Georg Halske. Siden da har virksomheden udviklet sig til at blive en af sværvægterne i industrien inden for bl.a. de tidligere nævnte områder.

I 1893 etableres Siemens i Danmark. Men allerede inden da havde virksomheden leveret produkter og ydelser til landet, herunder det første elektricitetsværk i København og lys på et af flådens skibe.

I 1956 blev Siemens aktiviteter samlet i ét selskab, Siemens A/S. Herfra begyndte udviklingen af Siemens i Danmark for alvor at tage fart. I 2004 opkøbte Siemens koncernen den danske vindmølle producent Bonus Energy A/S og blev herefter til Siemens Wind Power A/S. Siden da har virksomheden udviklet sig til at blive en af de helt store spillere på markedet for vindenergi.

4.2. Organisation

Siemens AG er organiseret i fire overordnede sektorer, som hver især hjælper med at finde løsninger på de udfordringer, der skabes af de fire megatrends:

- Industry
- Healthcare
- Infrastructure and Cities
- Energy

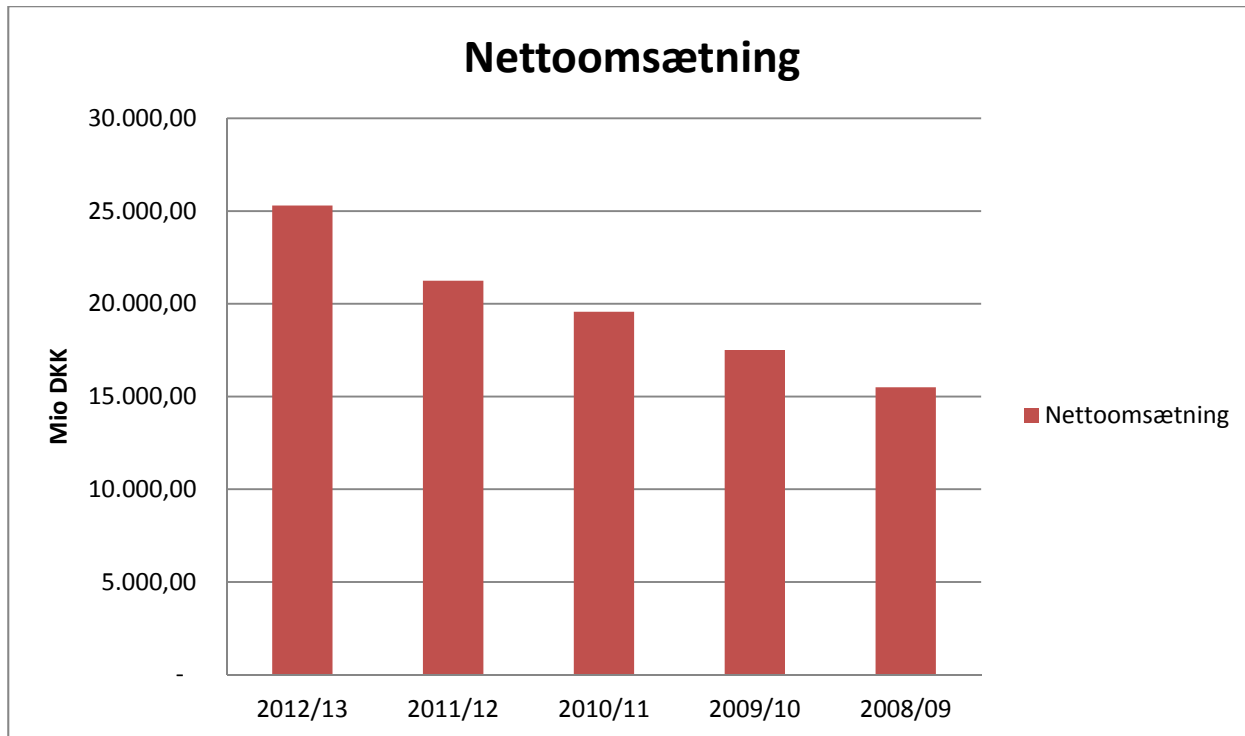
Disse sektorer er delt op i forskellige forretningsområder eller divisioner. SWP er en del af division E W⁷.

Selve SWP er organiseret i en on- og offshore afdeling samt en række centrale funktioner som indkøb, regnskab mv. Alle refererer på øverste niveau til direktionen som består af CEO Jan Kjærsgaard og CFO Gerlinde Sturm.

⁶ Siemens Wind Power årsrapport 2012/2013

⁷ Energy Sector, Wind Division

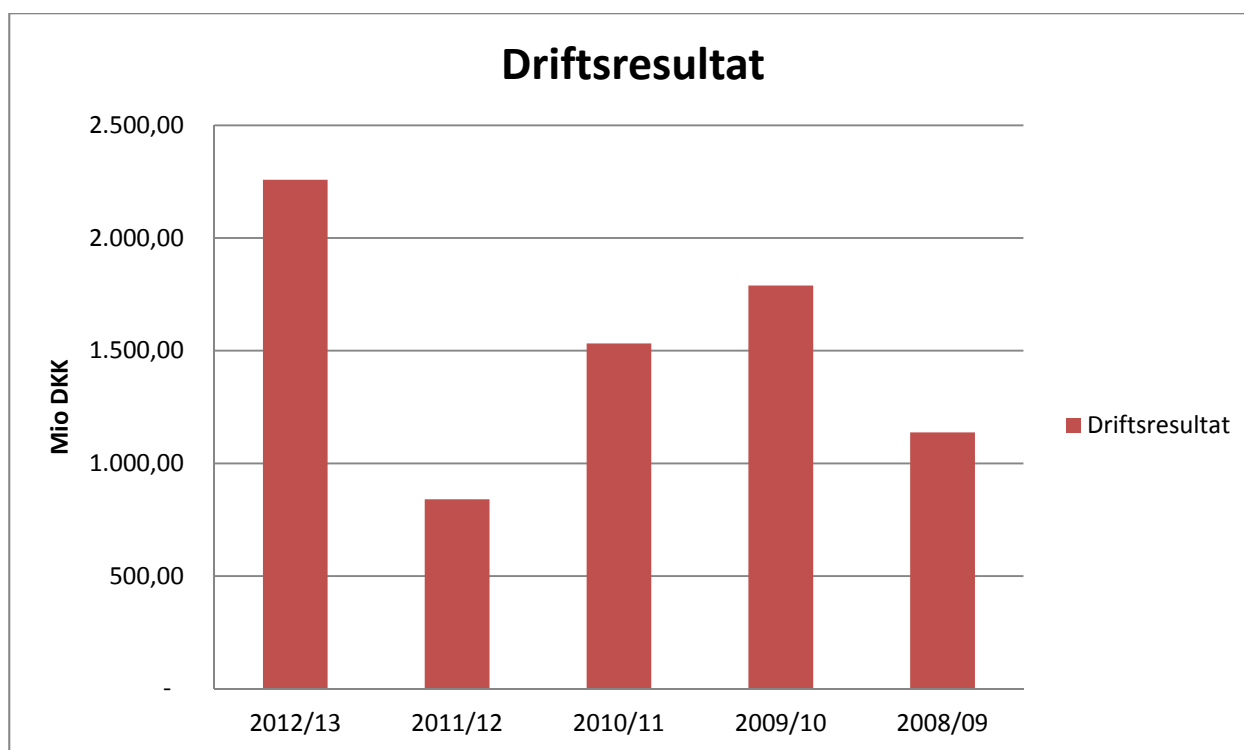
4.3. Økonomisk udvikling



Figur 4.1 - Nettoomsætning⁸

Hvis man kigger på nettoomsætningen gennem de seneste har 5 år, har den udviklet sig ganske positivt over hele perioden. Fra cirka 15.500 mio. DKK i 2008/09 til 25.300 mio. DKK i 2012/13. Som det ses på modellen ovenfor, har der været tale om en ganske stabil stigning over alle årene. Alt i alt handler det om en stigning på næsten 10 mia. DKK i omsætningen over denne femårige periode.

⁸ Egen tilvirkning



Figur 4.2 - Driftsresultat⁹

Ses der på driftsresultatet (før skat og renter), er billedet en smule anderledes end omsætningen. Resultatet har været lidt mere svingende end omsætningen. Hvor det er steget fra 2008/09 til 2009/10 er det så faldet markant årene efter til 840,90 Mio. DKK i 2011/12. Så der har været noget i denne periode, som har gjort, at man ikke har formået at få det samme ud af omsætningen, da denne ellers har været stigende i alle årene jf. ovenfor. Årsagerne hertil kan være mange f.eks. ændringer i omkostningsstruktur eller uforudsete nedskrivninger. Her ser man dog så til gengæld, at virksomheden i det seneste regnskabsår er kommet på fode igen og præsterer det bedste resultat i de seneste fem år, med en stigning på næsten 1.500 Mio. DKK fra året før. Så de seneste fem år må siges at have været ganske ustabile, hvad resultatet angår, især når man sammenligner med omsætning. Men man har formået at skabe et virkelig flot resultat i det seneste år 2012/13.

⁹ Egen tilvirkning



Figur 4.3 - Pengestrømme¹⁰

Den samlede pengestrøm i virksomheden er generelt ikke voldsomt positiv. Den har ligget og svinget mellem +/- 500 mio. DKK de første tre år. De sidste to år falder den så ret drastisk til -1.400 Mio. DKK i 2011/12 og en lille stigning til -1.200 Mio. DKK i seneste regnskabsår. Grunden til dette er en kombination af et fald i pengestrømmen fra finansiering og et fald i pengestrømme fra driften. Pengestrømme fra finansiering falder i 2011/12 fra 0 til -2.200 Mio. DKK og kombineret med at pengestrømme fra driften falder med 500 Mio. DKK, så har det en meget negativ effekt på den samlede pengestrøm, som falder med 2.000 Mio. til -1.400 Mio. DKK. I det seneste regnskabsår er der som nævnt en lille stigning, men det er stadig meget negativt. Dette skyldes primært et stort fald i pengestrømme fra driften som falder til 400 Mio. DKK fra 1.900 Mio. DKK året før. Så der er stadig en meget negativ pengestrøm i det seneste år, endda på trods af, at man har forbedret pengestrømmene fra finansiering væsentligt.

¹⁰ Egen tilvirkning

4.5. Markedet

SWP opererer på det globale marked for vindenergi. De er dog umiddelbart mest aktive på det marked som de selv definerer som EMEA¹¹.

I årsregnskabet er der opgivet segmentoplysninger, som viser fordelingen af omsætningen imellem disse. Ud fra denne note er der udarbejdet følgende oversigt.

Omsætning fordelt på segment	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
EMEA	22.235.994	16.144.945	12.648.219	11.515.649
Vækst	38%	28%	10%	-
North America	711.276	3.627.476	6.687.666	5.529.242
Vækst	-80%	-46%	21%	-
Rest	2.351.378	1.473.378	233.547	468.438
Vækst	60%	531%	-50%	-
Total	25.298.648	21.245.799	19.569.432	17.513.329

Figur 4.4 – Omsætning fordelt på segment¹²

Ud fra denne oversigt kan man se, at EMEA markedet er langt det største for SWP. Man har oplevet ganske store vækstrater på både EMEA og Rest som primært består af det kinesiske marked. På det Nord Amerikanske marked har der til gengæld været en forholdsvis stor nedgang i omsætningen.

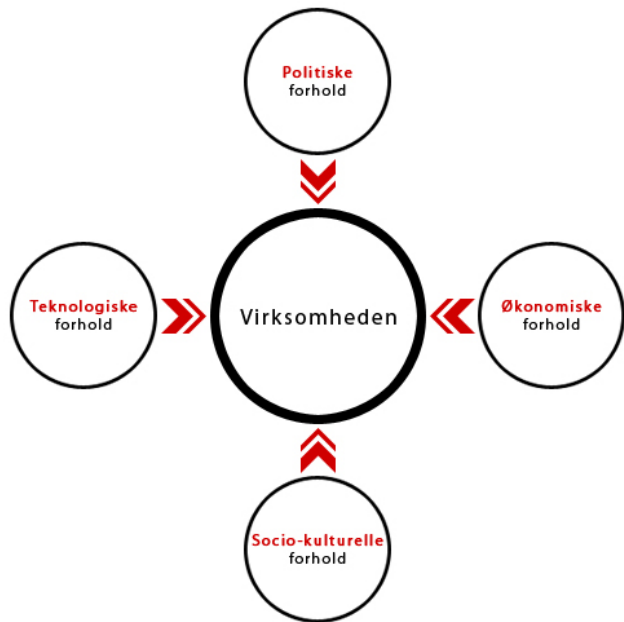
¹¹ Europe, Middle East and Africa

¹² Egen tilvirkning

5. Strategisk analyse

5.1. PEST (Omverdensanalyse)

Til at analysere virksomhedens omverden benyttes en PEST analyse, som ser på de forhold i omverdenen der er relevante for SWP.



Figur 5.1 – PEST analyse¹³

5.1.1. Politiske faktorer (Political)

5.1.1.1. Kyoto aftalen

Kyoto aftalen fra 1997 omhandler i korte træk, at verdens industrialiserede lande forpligtiger sig til at nedsætte deres forbrug af drivhusgasser. Ved det årlige COP topmøde i 2012 (COP18) besluttede man at forlænge denne aftale frem til 2020. Denne aftale er den eneste juridisk bindende klimaplan som er live i øjeblikket. Desværre omfatter aftalen ikke alle lande, store miljøforurenere som USA, Kina og Rusland er bl.a. ikke en del af aftalen.

¹³ <http://betabox.dk/onewebmedia/PEST.jpg>

Men der stadig en del lande, som er med i aftalen, herunder alle lande i EU. Disse lande har forpligtiget sig til at skære ned på deres forbrug af drivhusgasser. Dette gør, at disse lande er nødt til at finde alternative energi kilder, herunder vindmøller.¹⁴

5.1.1.2. COP topmøderne

FN's årlige klimatopmøde COP19 blev i 2013 afholdt i Warszawa i Polen og havde deltagere fra 194 lande. Her arbejder man bl.a. med en ny global klimaaftale fra 2015 som bl.a. skal inkludere Kina, Indien mv., samt klimastøtte til ulandene. De rige lande lovede i 2009 at give 550 mia. DKK årligt i klimastøtte til ulandene, fra år 2020. Selvom der er lidt uenighed omkring definitionerne på et uland i denne sammenhæng, så er det et positivt tegn om, at man vil hjælpe disse lande med at få styr på deres udledning af CO².

Man ikke fik voldsomt meget ud af dette topmøde i Warszawa, ud over at hvert enkelt land skal indrapportere deres målsætning for reduktion af CO², dog uden at det er en forpligtelse. Men det lover alligevel godt for fremtiden, med en ny klimaaftale og en støtteordning. Mange af de penge fra støtteordningen vil sandsynligvis komme vindmølleindustrien til gode. En ny klimaaftale vil forstærke den effekt som der er fra Kyoto aftalen, hvor landene er nødt til at tænke i alternative energikilder og den vil inkludere store lande som Kina og Indien hvilket åbner endnu mere for disse markeder.¹⁵

5.1.1.3. EU 30 % vedvarende energi i 2030

EU-parlamentet har for nyligt støttet et forslag, om at have nationale bindende mål for hver enkelt stat i EU, som resulterer i 30 % vedvarende energi i EU i 2030. Dette gør, at de enkelte lande bliver tvunget til at fokusere yderligere på dette og derved skabes et øget behov for disse energikilder.¹⁶

5.1.1.4. PTC ordning (USA)

PTC ordningen (Production Tax Credit) er et vigtigt fradrag for vindmølleindustrien i USA. Denne er ikke forlænget endnu. Men da den er ændret i forhold til tidligere, således at en vindmøllepark blot skal være påbegyndt, for at man kvalificeres til støtten, vil man først se effekten i 2015, når nuværende projekter er færdige. Men såfremt denne ordning ikke forlænges, vil det sandsynligvis betyde et dramatisk fald på det amerikanske marked i fremtiden.¹⁷

¹⁴ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html

¹⁵ <http://politiken.dk/klima/ECE2141232/cop19-klimaforhandlinger-slutter-uden-ordet-forpligtelser/>

¹⁶ http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2014/europa-parlamentet_sender_staerkt_signal_med_beslutning_om_30_pct_vedvarende_energi_i_2030.html

¹⁷ http://www.energy-supply.dk/article/view/119686/nu_spoger_ptcordningen_igen_i_usa

5.1.2. Økonomiske faktorer (Economic)

5.1.2.1. Finanskrisen

Siden 2008 har der været global finanskrisen i verden. Det har selvfølgelig skabt en masse uro og ustabilitet på de forskellige markeder. Vindmølleindustrien har heller ikke været undtaget og det har gjort det sværere at operere på markedet. Både kunder og leverandører har været pressede og det har været langt sværere at skaffe ny kapital til investeringer og lign. På trods af dette lader det til at SWP har klaret sig udmærket igennem krisen indtil videre, hvis man ser på omsætning og driftsresultat. Dette kan bl.a. være fordi at SWP er finansieret af Siemens AG koncernen.

Det lader til at det værste er ved at være overstået i forhold til krisen. Så fremadrettet ser det måske lysere ud, end det har gjort tidligere. Ud fra Deloittes årlige analyse af leverandører til vindindustrien, ser det også ud til, at det går den rigtige vej. Ud fra denne analyse ser det bl.a. ud til at leverandørerne har nemmere ved at skaffe lånekapital, end tidligere og at der forventes en stigning i omsætning på 6 % i Danmark og 9 % internationalt.¹⁸

5.1.2.2. USA

USA har gennem den seneste tid haft det rigtig svært økonomisk. Men noget tyder på at verdens største økonomi er på vej tilbage ifølge en analyse fra PFA. Bilsalget er bl.a. det højeste siden 2007 og der er færre insolvente boligejere.¹⁹ Som sagt er den amerikanske økonomi verdens største og måske vigtigste. Derfor er det naturligvis positivt, hvis den amerikanske økonomi er på vej ud af krisen, da det vil skabe en øget efterspørgsel.

5.1.2.3. Syd Europa

Syd Europa er nok et af de steder, hvor krisen har slået hårdtest. I lande som Grækenland, Spanien og Portugal oplever man stor arbejdsløshed og ingen vækst. Forhåbentlig smitter de positive tendenser fra andre områder af her, men det vil tage tid, før man igen er på helt på fode. Det betyder, at dette marked er ganske svagt og vil nok også være det i den nærmeste fremtid. Så man er nødt til at se mod andre markeder.

5.1.2.4. Kina

Det kinesiske marked har ikke på samme måde været ramt af finanskrisen og den kinesiske økonomi kører bare der ud af, med en vækst på 7,7 % i de første ni måneder af 2013. Kina er nu verdens næststørste økonomi og dette er et marked, hvor der i grad er mange muligheder.²⁰

¹⁸ http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2013/leverandoerer_er_paa_vej_ud_af_krisen.html

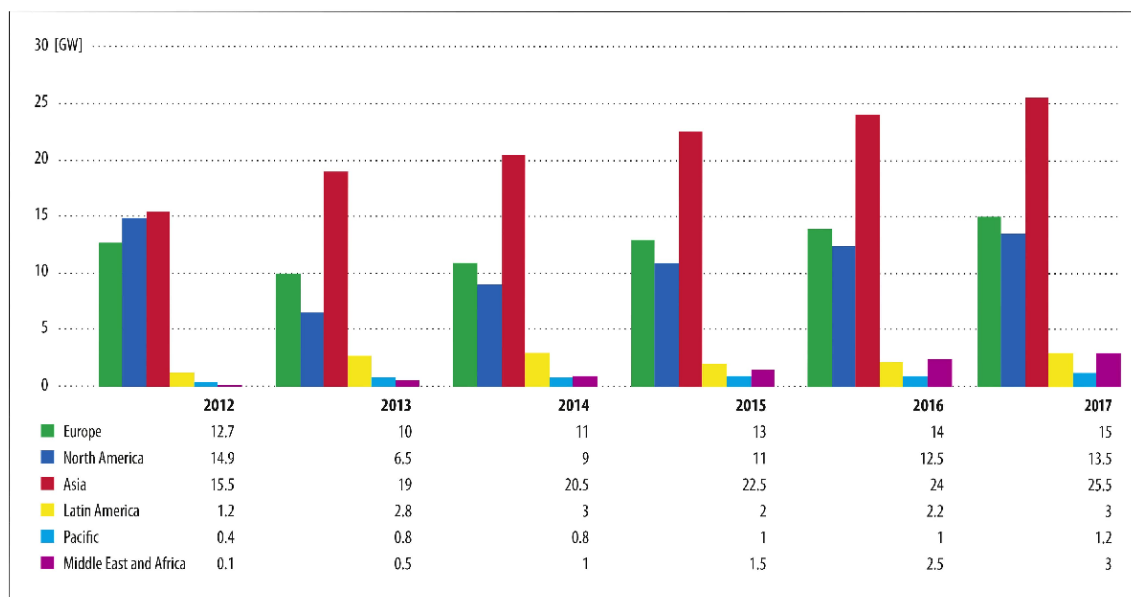
¹⁹ http://investor.borsen.dk/artikel/1/273603/pfa_ser_usa_som_vaekstmotor_i_2014.html

²⁰ <http://politiken.dk/oekonomi/gloekonomi/ECE2106701/vaeksten-i-kina-er-tilbage-paa-sporet/>

5.1.2.5. Forecast på det globale marked for Vind Energi

GWEC²¹ har lavet et forecast på, hvordan de forventer, at markedet udvikler sig på de forskellige regioner, målt i hvor mange GW der installeres. Her kan man se, at der forventes generelt stigning i alle regioner. Især det asiatiske marked, som i forvejen er det største, forventes at stige ganske meget. Men også de to andre store markeder USA og Europa forventes at stige frem til 2017.

Annual Market Forecast by Region 2012-2017



Source: GWEC

Figur 5.2 – Forecast på vækst i vindmøllebranchen²²

Hvis man sammenligner forecast for 2013 med de aktuelle tal som også er opgjort af GWEC, vil man se at de ligger forholdsvis tæt på hinanden. Dog med en ganske stor afvigelse på det – nordamerikanske marked, hvor det aktuelle tal er 3,3 GW. Det fortæller også lidt om, at man godt kan regne med, at dette forecast er forholdsvis præcist, selvfølgelig med forbehold for uventede begivenheder.²³

5.1.3. Sociokulturelle faktorer (Social)

5.1.3.1. Slutbrugere

Slutbrugeren er jo den almindelige person, som bruger energi i deres dagligdag til alt fra PC'er, lys vaskemaskiner osv. Der er generelt i befolkningen en øget fokus på miljøet og hvad vi kan gøre for at passe bedre på dette. Det betyder, at folk er mere tilbøjelige til at købe produkter, som er miljøvenlige eller kommer fra en miljøvenlig kilde. Dette gør sig også gældende for energi og der er i højere grad

²¹ Global Wind Energy Council

²² <http://www.gwec.net/global-figures/market-forecast-2012-2016/>

²³ http://www.gwec.net/wp-content/uploads/2012/06/01_glob-inst-wp-cap-reg-dist.jpg

efterspørgsel efter energi som kan spores tilbage til en vedvarende energikilde. Dette tvinger udbydere af energi til at benytte kilder som lever op til kundernes behov. Det gør ultimativt, at der kommer en større efterspørgsel efter f.eks. vindmøller.

5.1.3.2. Demografisk udvikling

I år 2010 var der 6,9 mia. mennesker på jorden. Med Kina, Indien og USA som de tre mest folkerige nationer. Den årlige vækstrate i befolkningen er iflg. FN estimeret til at være 1,15 % frem til 2015 og fra 2015 til 2020 1,04 %.²⁴

Så vi bliver altså flere og flere mennesker på jorden, det betyder også at der bliver en øget efterspørgsel efter energi generelt. Herunder vil der også blive skabt en efterspørgsel på vedvarende energi. Sandsynligvis vil der i højere grad være efterspørgsel efter disse typer af energi, da de konventionelle energiformer begynder at løbe ud.

Ud over dette kan man også se på at levestandarden i nogle af de mindre udviklede lande begynder at stige. Det kan f.eks. være BRIC landene, som i forvejen har en høj befolkning. Når disse mennesker får en bedre levestandard, vil de også få et øget behov for energi. Derved er udbyderne også her presset til at finde alternative energikilder.

5.1.4. Teknologiske faktorer (Technological)

5.1.4.1 Offshore vindmøller

Der er et øget fokus på markedet for offshore vindmøller, da der her er bedre mulighed for at lave større vindmøller som giver flere MW og ikke giver befolkningen lydmæssige gener. Der har i Danmark været flere eksempler på folk som protesterede imod opsætning af møller tæt på deres hjem, netop på grund af lyden. Desuden er størstedelen af verdens store byer placeret ud mod vandet og det er derfor en oplagt mulighed at gøre brug af offshore møller til at generere noget af byens energibehov, som selvsagt er ganske stort.

Der er hele tiden fokus på at gøre møllerne større og mere effektive i forhold til, hvor meget energi de kan producere. Det sætter selvfølgelig også nogle krav til den omkringliggende teknologi og dennes udvikling. Her har SWP en fordel, da den er del af Siemens koncernen, som i deres Energy sector bl.a. arbejder med smart grids²⁵ og optimering af el-nettet. Men det sætter også krav til udviklingen af selve møllerne, så der er behov for meget fokus på dette i virksomhederne.

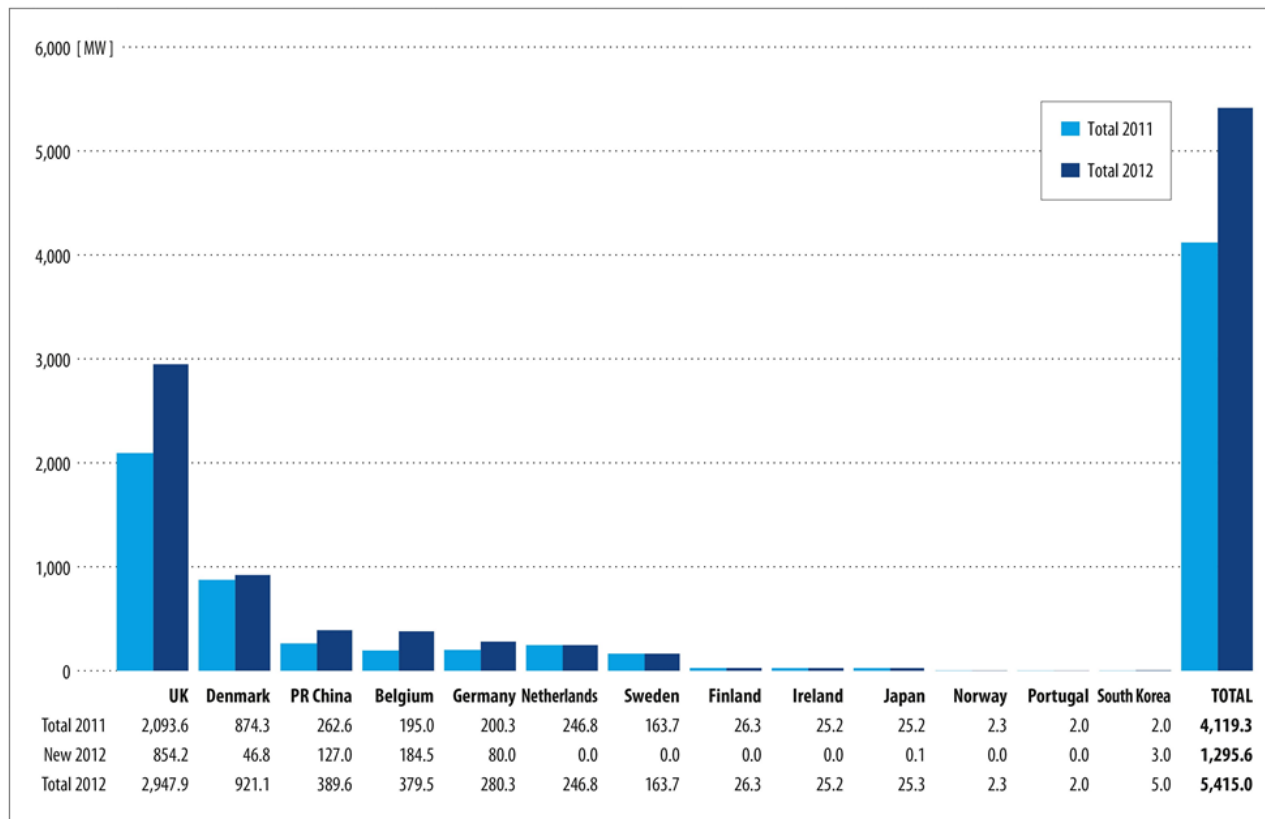
²⁴ <http://data.un.org/Explorer.aspx?d=POP>

²⁵ Et intelligent netværk, som overvåger forbrugere og leverandører i el-nettet og herigennem effektiviserer fordelingen af strømmen.

Der er et enormt potentiale i offshore markedet, som vil være i stand til at opfylde Europas energi behov syv gange og USA's behov fire gange. Markedet er forholdsvis nyt og derfor vil der på længere sigt være reduktion i omkostninger og øget udvikling jf. ovenfor.

P.t. er over 90 % af alle offshore vindmølleparker placeret i Nordeuropa og er det en vigtig del af EU's planer omkring grøn energi. Samtidig viser dette, at der er stort potentiale på nogle af de andre store markeder som Kina og USA, hvor der stort set intet offshore er i øjeblikket.

Global Cumulative Offshore Installed Capacity in 2012



Source: GWEC

Figur 5.3 – Fordeling af offshore installation²⁶

I 2012 var det kun 2 % af den samlede globale kapacitet som kom fra offshore. Men GWEC har en forventning om, at det i 2020 vil være cirka 10 % af den globale kapacitet, som kommer fra offshore.

5.1.4.2. Lagring af vindenergi

En af udfordringerne som vindenergi har i forhold til konventionelle typer af energi, er muligheden for at lagre den. Energien fra vindmøller kommer, når det blæser og det kan man jo ikke styre. Derfor er der behov for at kunne lagre den energi, som kommer fra vindmøller på tidspunkter, hvor man ikke har et så stort behov f.eks. om natten. Dette er en af de store fordele ved fossil energi ift. vindenergi.

²⁶ <http://www.gwec.net/global-figures/global-offshore/>

Der arbejdes på forskellige metoder til at lagre energi fra vind. F.eks. i særlige batterier eller som brint. Men det er endnu ikke færdigudviklet på et stadie, hvor det vil kunne bruges som en erstatning for fossile kilder.²⁷

5.1.4.3. Andre alternative energikilder

Der er også andre alternativer end vindenergi, til de nuværende fossile kilder. Det er f.eks. solenergi, vandenergi og atomkraft. Disse bliver selvfølgelig også udviklet i takt med at efterspørgslen stiger efter vedvarende energi og det kan være en trussel mod vindenergien, hvis der kommer et gennembrud på en af disse fronter. Dette vil desuden blive behandlet yderligere under substituerende produkter i porters 5 forces.

5.1.5. Opsamling på PEST analyse

Der er generelt en høj grad af positivitet omkring vedvarende energi kilder på den politiske scene, bl.a. i EU, hvor man har nogle bestemte målsætninger på dette område. Der er også en forholdsvis stor velvillighed til at investere i disse energikilder overalt i verden. Dog har der været en del nedgang på det amerikanske marked, hvor man ligeledes er ganske afhængig af politiske tiltag. Den finansielle krise har naturligvis også haft en effekt på vindbranchen, men der ses generelt positive tendenser. Det bør også nævnes, at der et stort potentiale på markedet for offshore møller.

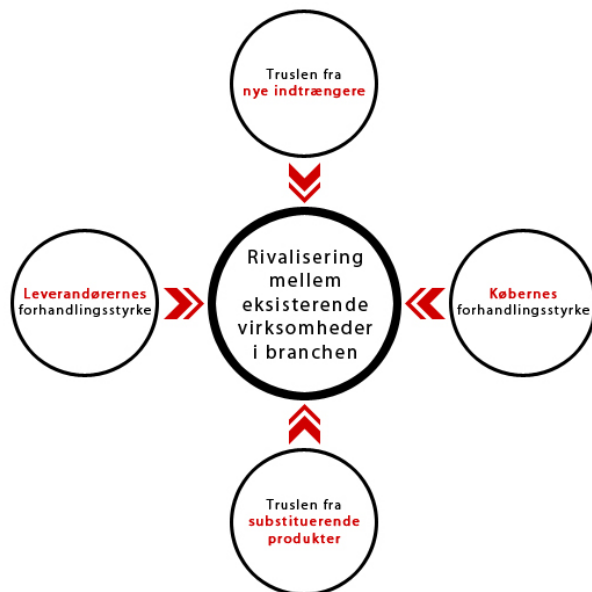
Vi bliver flere og flere mennesker på jorden og det stiller nogle øgede krav til energi, samt nogle overvejelser over hvor energien kommer fra. Dette er også noget som de private slutbrugere er ganske opmærksomme på og det påvirker udbyderne i retning af vedvarende energikilder som vind.

Vindenergi har dog nogle udfordringer bl.a. hvordan man kan lagre energien, hvilket er en udfordring, som endnu ikke er løst. Samtidig er der en række alternativer som kan true vindmølleindustrien: Solenergi, hydro, biobrændsel og atomkraft..

²⁷ <https://www.energinet.dk/SiteCollectionDocuments/Danske%20dokumenter/Forskning%20-%20PSO-projekter/Lagring%20af%20energi.pdf>

5.2. Porters 5 forces (Brancheanalyse)

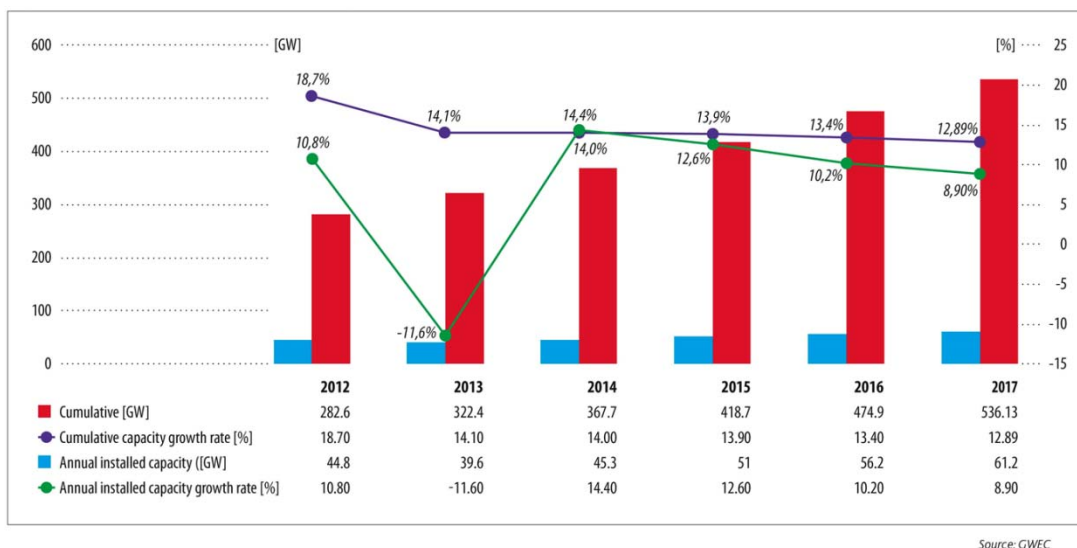
For at analysere SWP's position i vindmøllebranchen benyttes porters 5 forces, som kigger på 5 faktorer i branchen.



5.4. – Porters 5 forces²⁸

5.2.1. Konkurrence intensitet i branchen

Hvis der tages udgangspunkt i GWEC's forecast for vindmøllebranchen, som også er blevet behandlet under PEST analysen kan man i nedenstående model se de samme tal samlet pr. år.



Figur 5.5 – Samlet forecast af vækst i vindmøllebranchen²⁹

²⁸ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-five-forces.html>

Iflg. ovenstående model forventes der en stigning på 14 % fra 2013 til 2014 og med forsat positive vækstrater frem til 2017 om end de er faldende igennem perioden. Dette vidner om en branche med høj konkurrenceintensitet.

Der er en lang række konkurrenter på markedet for vindenergi, hvoraf mange af dem er fra Kina. Nedenfor er en opgørelse baseret på tal fra MAKE consulting, som viser de 15 største producenter på markedet og deres individuelle markedsandele pr. 2013:

Global top 15 rankings in 2013:

1. Vestas - 13.2%
2. Goldwind - 10.3%
3. Enercon - 10.1%
4. Siemens - 8.0%
5. Suzlon Group - 6.3%
6. GE - 4.9%
7. Gamesa - 4.6%
8. United Power - 3.9%
9. Mingyang - 3.7%
10. Nordex - 3.4%
11. XEMC - 3.2%
12. Envision - 3.1%
13. DEC - 2.3%
14. Sinovel - 2.3%
15. Sewind - 2.2%

Figur 5.6 – Globale markedsandele vindmøllebranchen 2013³⁰

Af ovenstående opgørelse kan man se, at der er ret jævn fordeling mellem de største producenter. Iflg. analyse er baggrunden for dette billede, at man i Danmark (som er nr.1 og 4) er i stand til at levere en vare, som er ganske efterspurgt. Der er i højere grad fokus på produkter som yder mere i forhold til prisen (CoE³¹) samt øget driftssikkerhed. Tidligere har de kinesiske producenter været højere oppe på listen på baggrund af væksten på det kinesiske marked, men som følge af nedgangen på dette marked ser man, at de falder ned på listen.³² Dette vidner om et marked, som har en ganske høj konkurrenceintensitet, hvor især store markeder som det kinesiske har en stor indflydelse på markedsandele.

Det er værd at nævne, at SWP er nr. 4 på listen over de største producenter på det samlede marked for vindenergi.

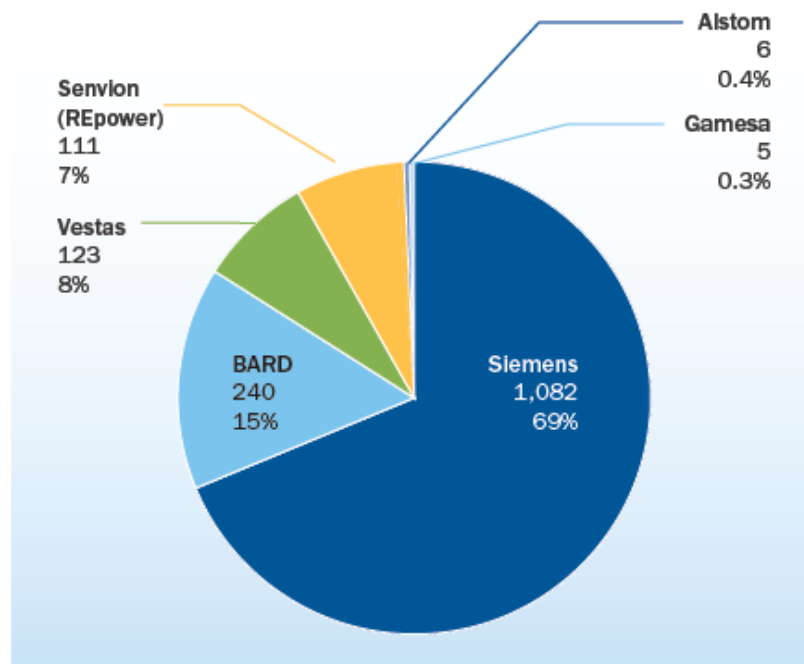
²⁹ <http://www.gwec.net/global-figures/market-forecast-2012-2016/>

³⁰ http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2014/danske_vindmoelleproducenter_sidder_fortsat_tungt_paa_verdensmarkedet.html

³¹ Cost of Energy

³² http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2013/danmark_sidder_paa_det_globale_marked.html

Hvis man kun ser på offshore ligger SWP som en klar nr. 1 med 69 % af det europæiske marked jf. nedenstående opgørelse fra EWEA.



The European offshore wind industry - key trends and statistics 2013

Figur 5.6 – Markedsandele offshore markedet³³

SWP har en ganske stor fordel i konkurrencesituationen, da de er en del af en koncern, som er kendt over det meste af verden. De fleste steder er Siemens generelt forbundet med høj kvalitet, hvilket kan have en positivt afsmittende effekt på SWP's muligheder på markedet. Især i Tyskland er Siemens en meget stor og kendt virksomhed, derfor er de positive effekter i særdeleshed tilstede her og i nabolandene.

Et andet punkt som man skal vurdere, er om der er store faste omkostninger, hvilket der må siges at være i denne branche, da man har store fabrikker og mange ansatte til at producere vindmøllerne. Det gør det meget vigtigt at have markedsandele, og derfor er det med til at øge konkurrenceintensiteten.

Ud over dette er der også høje udgangsbarrierer i branchen, da det som nævnt under "truslen fra nye konkurrenter" nedenfor, er meget omkostningstungt at etablere sig, ligesom der er et behov for et vist niveau af teknologisk knowhow. Det gør det også svært at komme ud af branchen igen og dermed øger dette også konkurrenceintensiteten.

³³ http://www.ewea.org/fileadmin/files/library/publications/statistics/European_offshore_statistics_2013.pdf

5.2.2. Adgangsbarrierer – Truslen fra nye konkurrenter

En af truslerne i branchen er den fra nye konkurrenter. Derfor kigger man på, hvor nemt det er for nye konkurrenter at etablere sig i branchen. Her kigger man bl.a. på stordriftsfordele. Med vindmøller er der tale om et ganske stort produktionsapparat, som vil være meget bekosteligt, hvis man kun skal producere en enkelt om året eller lign. Derfor vil der være nogle ganske klare stordriftsfordele ved denne branche. Det leder hen på et af de øvrige punkter i analysen, nemlig kapitalkravet. Da der stilles store krav til produktionsfaciliteter, infrastruktur mv. er det noget som vil kræve en ret stor startkapital hvis man vil ind på markedet.

Et andet punkt man ser på, er teknologisk knowhow. Da der hele tiden er fokus på at udvikle møllerne således, at de bliver større og mere effektive, er der en høj grad af teknologisk knowhow i denne branche. Det ses bl.a. også ved, at det er en af SWP's målsætninger hele tiden at have den nyeste viden indenfor vindteknologien og rekruttere samt fastholde et højt uddannelsesniveau. Man har også produktudvikling to forskellige steder i landet i sammenhæng med produktionen.³⁴ Hvilket er en fordel da man har udviklingen produktet samme sted, som det produceres hvilket kan skabe positive synergi effekter.

Man ser også på muligheden for eksklusiv adgang til distributionskanaler. Da der ofte er tale om store projekter som for det meste er i udbud. Derfor er det svært at opnå en status som foretrukken leverandør med eksklusiv adgang på et marked.

Ud fra dette må man konkludere, at der er temmelig store adgangsbarrierer i branchen, så truslen fra nye konkurrenter er forholdsvis lille.

5.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke

Der er generelt to typer af produkter, som benyttes i vindmølleindustrien. Det første er standardprodukter som transport, stål mv. for denne type produkter er leverandørernes forhandlingsstyrke lav, da de nemt kan erstattes. Den anden type er de mere specialiserede produkter som f.eks. gearkasser. Her har leverandørerne en langt større forhandlingsstyrke. SWP har dog en klar fordel på dette område, da mange af disse komponenter leveres af Siemens' øvrige forretningsområder. Derfor er forhandlingsstyrken på dette punkt irrelevant.

Tidligere har leverandørerne været pressede pga. krisen, hvilket har gjort deres forhandlingsstyrke mindre, men iflg. en ny rapport fra Deloitte ser det ud til, at denne industri er i bedring hvilket vil være med til at forbedre deres forhandlingsstyrke.³⁵

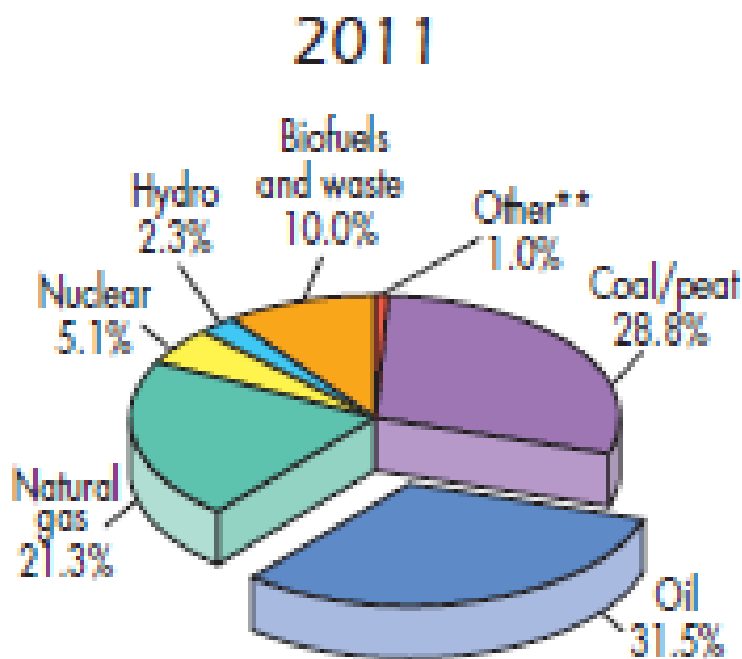
³⁴ Siemens Wind Power A/S årsrapport 2012/13

³⁵ <http://ipaper.ipapercms.dk/Windpower/Analyseafleverandertilvindindustrien2014/>

Der bør nævnes et særligt punkt vedr. nogle særligt sjældne jordarter som benyttes til at producere permanente magneter til vindmøllegeneratorer. Tidligere har Kina haft monopol lignende tilstand på markedet for disse jordarter og har også forsøgt at presse prisen op på denne baggrund.³⁶ Dog er der for nyligt blevet fundet store mængder af disse jordarter ud for Japans kyst, hvilket kan ødelægge Kina's monopol på markedet.³⁷ Dette betyder, at forhandlingsstyrken bliver svækket en smule, men den er stadig høj på dette område, da der er tale om sjældne ressourcer, som stadig kun har få udbydere.

5.2.4. Substituerende produkter

En anden trussel kan være substituerende produkter. Det vil sige en anden type af produkt, som opfylder det samme behov. Der er altså tale om andre former for energi i dette tilfælde. Nedenfor vises en opgørelse fra IEA³⁸ som viser, hvor stor en del af den samlede energi forsyning, der kommer fra de forskellige energi kilder i 2011, samt hvordan det har udviklet sig over de seneste 40 år.



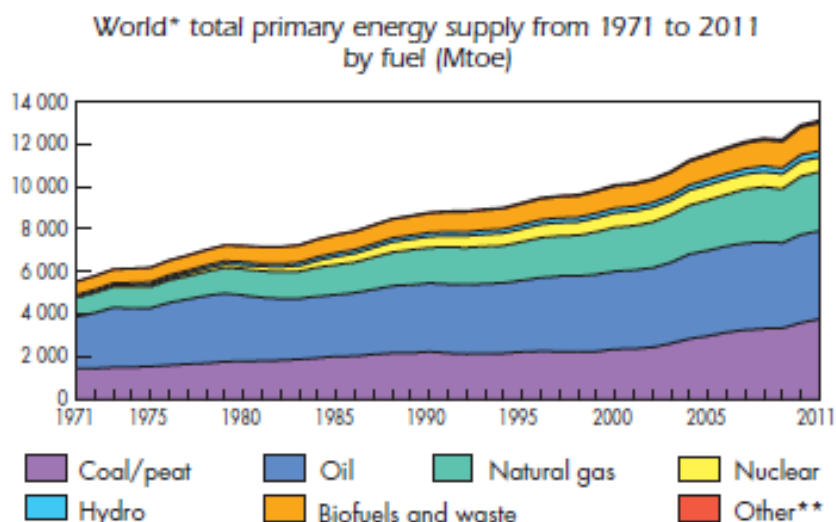
Figur 5.7 – Fordeling af energikilder 2011³⁹

³⁶ <http://ing.dk/artikel/kina-stopper-leverancer-af-sjaeldne-jordarter-presse-priserne-i-vejret-123336>

³⁷ <http://ing.dk/artikel/havbunden-ud-japan-er-fuld-af-sjaeldne-jordartsmetaller-157474>

³⁸ International Energy Agency

³⁹ <http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/KeyWorld2013.pdf>



Figur 5.8 – Udvikling i energikilder fra 1971 til 2011⁴⁰

Her kan man først og fremmest se, at forsyningen er steget med omkring 100 % over perioden.

Jf. opgørelsen så kommer langt størstedelen af verdens energi forsyning stadig fra de fossile brændstoffer kul og olie som det har været tilfældet gennem hele perioden. Der er dog en stigning i de øvrige kilder, især naturgas er vokset igennem perioden. Det skal bemærkes at vindenergi hører under "other" sammen med bl.a. solenergi og andre typer. Denne gruppe udgør i 2011 kun 1 % af den samlede forsyning. Det må altså betyde, at der umiddelbart er en stor trussel fra substituerende produkter. I denne opgave er følgende produkter ikke kategoriseret som direkte substituerende produkter; kul, olie og naturgas, da det ikke er vedvarende energikilder og de – ikke er forureningsfri.

Hvis man skal se på de produkter, som kan være en trussel imod SWP, skal man derfor kigge på biobrændsel, atomkraft, hydro og solenergi, der også ligger under "other".

5.2.4.1. Biobrændsel og affald

Her er der tale om energi, som stammer fra biologisk materiale, der har levet for nyligt. Således skelnes det fra fossilenergi. Der dyrkes bl.a. majs og sojabønner, som benyttes som biobrændsel. I Europa bruger man primært rapsolie og olie fra hørfrø. Desuden kan affald fra industri, landbrug mv. benyttes.⁴¹

Biobrændsel er en CO² neutral energikilde og er derfor en trussel for vindenergi. En af fordelene ved denne type energi er at den er lettere tilgængelig og ikke så omkostningstung som vindenergi. Der er tale om noget som kan dyrkes på en mark, eller også er det affald som blot skal videre i systemet.

⁴⁰ <http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/KeyWorld2013.pdf>

⁴¹ http://da.wikipedia.org/wiki/Biobr%C3%A6ndsel_og_biobr%C3%A6ndstof

Som det fremgår af ovenstående figur, udgør denne type af energi 10 % af den samlede forsyning. På baggrund af det ovenstående vurderes det, at denne form for energi, er en forholdsvis stor trussel for vindenergi.

5.2.4.2. Atomkraft

Atomkraft står for ca. 5 % af den samlede forsyning i 2011. Der er tale om en moden teknologi, som har eksisteret i 50 år. Det er efterhånden udviklet til en sådan grad, at det er ganske sikkert. Der er tale om en ren energikilde, som har en enormt potentiale. Det er op til 4 mio. gange kraftigere end den effekt man får ved at afbrænde kul, olie eller naturgas.

Dette er endnu en af de rene energikilder. Med undtagelse af det radioaktive affald, som der skal afskaffes på en sikker måde.⁴²

Atomkraft har dog en helt klar ulempe. De historiske begivenheder som Tjernobyl og senest Fukushima værket i forbindelse med jordskælv et der ramte Japan i 2011, sætter sig dybt i befolkningens bevidsthed. Folk er generelt bange for atomkraft, fordi de har set, hvad der kan ske, hvis det går galt. Dette gør, at mange regeringer ikke tør have atomkraftværker, på trods af, at det kan være rigtig fornuftigt. Dette er helt sikkert også en af grundene til, at det kun står for 5 % af den samlede forsyning. –Bortset fra dette, så er det en forholdsvis omkostningstung energikilde set i forhold til f.eks. biobrændsel, men sammenlignet med vindenergi, er det nok nogenlunde samme niveau.

Atomkraft vurderes umiddelbart ikke som den største trussel imod vindenergi, netop fordi der er dette billede i befolkningen om, at det er meget farligt, så det er svært at få det meget udbredt. Hvis man i fremtiden vil være i stand til at overbevise befolkningen om, at det er en sikker løsning, så vil det helt klart blive en stor trussel mod vindenergi. Men dette vurderes umiddelbart ikke som realistisk i den nærmeste fremtid.

5.2.4.3. Hydro

Hydro energi er den energi som er skabt af turbiner drevet af vandet i floder. Både med og uden menneskeskabte dæmninger. Det er p.t. den største kilde til vedvarende energi og står som nævnt ovenfor for 2,3 % af den samlede forsyning.

Hydro har en stor fordel i forhold til vindenergi, da det er mere fleksibelt og derfor muligt at tilpasse forsyningen af energi med efterspørgslen. Men det har dog også sine udfordringer. Bl.a. har det sine naturlige begrænsninger i forhold til, hvor der er vand og mulighederne for at opdamme dette.

⁴² <http://www.iea.org/topics/nuclearfissionandfusion/>

Samtidig kræver det et samspil med andre områder, der benytter vand, for at sikre at man ikke får negative sociale og miljømæssige konsekvenser.⁴³

P.t. vurderes det, at hydro er en forholdsvis stor trussel pga. at det er mere udbredt og fordi det er en mere fleksibel energikilde. Dog tror vurderes det at der på lang sigt vil være plads til begge typer, da Hydro som nævnt har nogle begrænsninger.

5.2.4.4. Solenergi

Der er som udgangspunkt to typer af solenergi: PV⁴⁴ og CSP⁴⁵.

PV har været den hurtigst voksende vedvarende energikilde i perioden 2000-2011, med en samlet kapacitet i 2011 på 65 GW. CSP er ikke på samme størrelse som PV rent kapacitetsmæssigt. P.t. er det kun USA og Spanien som har anlæg på 1 GW og 500 MW, men med flere på vej.

Ifølge analyse fra IEA, vil solenergi være i stand til at levere op imod en tredjedel af verdens efterspørgsel på energi i 2060. Dette er dog under ekstreme forudsætninger.⁴⁶

En yderligere fordel ved solenergi, er at det er begyndt at være let tilgængeligt for privatpersoner. I Danmark ser vi f.eks. at det er muligt at købe solpaneler til privat brug i diverse byggemarkeder og lign. Men i denne sammenhæng er det stadig mest relevant at kigge på store anlæg, som en reel trussel mod vindenergi.

Sammenlignet med vindenergi, står solenergi dog ikke for en ligeså stor andel af den samlede kapacitet. Vindenergi stod for 238 GW i 2011.⁴⁷ Men på mange måder minder de to typer af energi om hinanden og begge står stadig for en lille del af den samlede forsyning, men har gode udviklingsmuligheder i fremtiden. På denne baggrund betegnes solenergi som en relativt stor trussel.

5.2.5. Kundernes forhandlingsstyrke

Generelt er der tale om en branche med forholdsvis få, men store kunder. Primært er der tale om energiselskaber og lign. Desuden er der som tidligere nævnt ofte tale om store projekter, som er i udbud. Når et projekt er afsluttet, er der som regel noget efterfølgende service, men derefter er der sådan set intet, som hindrer kunderne i at skifte til en konkurrent på et nyt projekt, uden at det vil have nogle særlige omkostninger for dem.

⁴³ <http://www.iea.org/topics/hydropower/>

⁴⁴ Photovoltaic – Direkte konvertering af solens stråler til elektricitet vha. en PV celle.

⁴⁵ Concentrating Solar Power – Solen stråler opvarmer en modtager til høje temperaturer, som først transformeres til mekanisk energi og efterfølgende til elektricitet.

⁴⁶ <http://www.iea.org/topics/solarpvandcsp/>

⁴⁷ <http://www.iea.org/topics/windpower/>

I og med at kunderne ofte er energiselskaber, som er interesserede i at skaffe energi på de bedste vilkår og til den bedste pris (CoE), er de ikke nødvendigvis fastlagte på en særlig type af energi. Kunderne har altså en række alternative produkter som tidligere er beskrevet under "substituerende produkter" som de kan vælge frem for vindenergi.

Der ses også på, om kunderne har mulighed for at producere selv (vertikal integration). Det er en mulighed, men da der er tale om en temmelig stor en investering jf. den tidligere diskussion omkring adgangsbarrierer, vurderes det ikke som noget kunderne umiddelbart vil gøre brug af i udpræget grad. Desuden kan kunderne drage nytte af, at der er en ganske hård konkurrence i øjeblikket, som presser producenterne til at udvikle sig hele tiden både på teknologi og pris.

Alt det ovenstående taget i betragtning, vurderes det, at kunderne har en temmelig stor forhandlingsstyrke i denne branche.

5.2.6. Opsamling på porters 5 forces

SWP befinder sig generelt på et marked, hvor der er en forholdsvis høj konkurrenceintensitet. Dette ses bl.a. ved, at der forventes høje vækstrater på markedet og at der ganske mange konkurrenter. SWP befinder sig i 2013 som nr. 4 på det globale marked og på offshore er de en klar nr. 1. SWP har en fordel i konkurrencesituationen ved, at de er en del af en velkendt koncern som er kendt for høj kvalitet, især i Tyskland.

Der er tale om et marked, hvor der er ret høje adgangsbarrierer, bl.a. pga. at det vil være meget dyrt at etablere sig på markedet, da der kræves en del store investeringer i produktion og lign. Desuden er der fokus på et højt niveau af teknologisk knowhow.

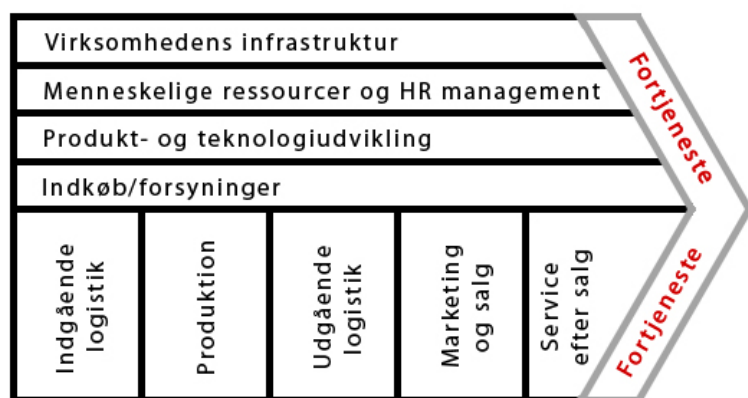
I forhold til leverandører er der to typer af produkter, hvor den ene har en meget lav forhandlingsstyrke og den anden har en højere forhandlingsstyrke. Dette er dog ikke lige så relevant for Siemens da mange af komponenterne leveres af andre forretningsenheder i koncernen. Der er dog nogle særlige jordarter som er meget sjældne og kun udbydes i Kina og Japan, hvilket gør at der er meget høj forhandlingsstyrke på netop dette produkt.

Af substituerende produkter, er der en del trusler. Det vurderes, at de største trusler kommer fra solenergi og biobrændsel. Der er dog også en trussel fra atomkraft, men denne er ikke så stor på baggrund af befolkningens tilbageholdenhed overfor denne type. Hydro er også en trussel. Men generelt er der også mulighed for en god kombination af flere af disse typer. Dog er der endnu ikke nogle af disse som er i nærheden af den andel som de fossile energikilder står for.

Til sidst vurderes kundernes forhandlingsstyrke som temmelig høj, da der generelt er tale om branche med få store kunder og projekter som ofte er i udbud. Derudover er der ikke noget særligt som fastholder kunderne til en enkelt leverandør eller for så vidt en anden energikilde på fremtidige projekter.

5.3. Værdikæde analyse

Der vil nu blive foretaget en analyse af værdikæden i SWP for at få et indblik i de interne ressourcer i virksomheden og hvilke af disse der er kerneaktiviteter, som skaber værdi for virksomheden.



Figur 5.9 - Værdikæden⁴⁸

5.3.1. Primære aktiviteter

5.3.1.1. Indgående logistik

Indgående logistik foregår både med interne og eksterne fragtmænd. SWP har en del forskellige leverandører som leverer komponenter til møller. Her har SWP en fordel da de er en del af Siemens koncernen, som bl.a. producere gear og transformere, der bruges i produktionen af møller. På den måde er denne del af værdikæden temmelig integreret i virksomheden, på koncernbasis.

5.3.1.2. Produktion

SWP har egen produktion flere steder i landet og dette må bestemt siges at være en virksomhedens kerneaktiviteter. Her er man med til at skabe værdi, idet man producerer møller, som er konkurrencedygtige i forhold til konkurrenternes. Især på offshore møller og på den gearløse teknologi.

⁴⁸ <http://betabox.dk/onewebmedia/vaerdikaede.jpg>

5.3.1.3. Udgående logistik

Udgående logistik foregår primært med egne fragtmænd, således at man sikrer en optimal fragt til det sted hvor møllen skal opsættes. De enorme vinger, kræver nogle særlige transportmidler til at fragte dem til de det sted til opstilles. SWP har derfor valgt at stifte virksomheden A2Sea, sammen med Dong A/S (SWP ejerandel: 49 %). A2Sea ejer og operere specialfartøjer, som bruges til fragt og opsætning af offshore møller. Denne integrering giver en øget fordel på den udgående logistik til offshore møller.

5.3.1.4. Marketing og salg

Marketing og salg, foregår både central via det tyske moderselskab Siemens AG, f.eks. via siemens.com men også ofte gennem de lokale Siemens selskabers energy sektor i de enkelte lande. De lokale virksomheder har den bedste viden omkring, hvad der rører sig på deres markeder og hvordan man bedst agerer på markedet. Dette er en hel klar fordel, da der kan være store forskelle på de enkelte markeder. Ofte er det i samarbejde med SWP fra start til afslutning af et projekt. Dette er en af virksomhedens kerneaktiviteter.

5.3.1.5. Service

I forbindelse med opførelsen af vindmøllerne vil der stort set altid indgås en serviceaftale med den samme leverandør, som leverer møllerne, vedr. servicering af møller efterfølgende over en periode. Det er vigtigt, at man får disse serviceaftaler, da der også her ligger en del indtjening. Derfor er det også vigtigt, at man sørger for at lave ordentlig service på møllerne. Derfor har SWP også eget særligt personale til at lave service på møller. Dette er en af kerneaktiviteterne i virksomheden.

5.3.2. Støtteaktiviteter

5.3.2.1. Virksomhedens infrastruktur

SWP er en del af en tysk koncern og derfor er der også en struktur, som er meget kontrolleret. Dette inkluderer en del interne processer og retningslinier for hvordan man skal gøre tingene. Dette gør at der er meget styr på tingene igennem hele virksomhedens infrastruktur. Flere dele af infrastrukturen er desuden centraliseret forskellige steder i koncernen. Bl.a. er en del af processerne omkring indkøb, regnskab, bogholderi mv. centraliseret hos GSS⁴⁹. Desuden er der også aktiviteter, som er centraliseret helt eller delvist hos SFS⁵⁰ bl.a. flere områder omkring projektf finansiering. Dette gør, at SWP har skåret en lang række processer væk, som gør at de kan fokusere på aktiviteter, der er med til at skabe værdi for virksomheden.

⁴⁹ Global Shared Services, internt i Siemens, lokaliseret i Tjekkiet og Indien.

⁵⁰ Siemens Financial Services, lokaliseret i Tyskland

Her bør det også nævnes at SWP primært finansieres gennem Siemens AG via SFS. En stor fordel da man har fordelagtige vilkår i forhold til andre konkurrenter, som finansieres gennem almindelige banker. Dette fremgår også af regnskabet, ved at man bl.a. ikke har gæld til pengeinstitutter samt ingen langfristet gæld.

5.3.2.2. Menneskelige ressourcer

SWP går meget op i at have de bedste medarbejdere og motivere samt tiltrække disse. Derfor har man også meget fokus på HR og man har en samlet HR funktion med Siemens A/S for at styrke dette. Generelt er Siemens, herunder SWP, dygtige til at tiltrække disse medarbejdere og fastholde dem. På denne måde har man også sørget for at opbygge en stor viden internt i virksomheden. Dette gør at man kan være i stand til at klare sig bedre på nogle af de andre parametre, som er vigtige i forhold til at skabe værdi f.eks. udvikling og produktion.

5.3.2.3. Teknologisk udvikling

Udvikling er meget vigtigt for SWP og er i stor fokus. Dette ses bl.a. ved, at der er R&D faciliteter flere steder i landet. Det er vigtigt konstant at være på forkant med udvikling i en branche, som i høj grad er præget af teknologi. Et godt eksempel på dette er, at SWP var de første på markedet med møller, der benytter gearløs teknologi, hvilket har været en stor fordel for dem. Disse møller vil blive beskrevet yderligere senere. Udvikling foretages primært i Danmark, hvilket vil sige, at det er noget som foregår internt i SWP. Dette er en af kerneaktiviteterne i virksomheden.

5.3.2.4. Indkøb til værdikæden

Dette er en af de processer som er delvist overdraget til GSS. Dog er det kun de mere praktiske områder af indkøbsfunktionen, så som oprettelse af indkøbsordrer. Den mere strategiske del af indkøb ligger stadig lokalt hos SWP. Dette gør, at man kan fokusere på at lave de bedste aftaler med leverandører.

5.3.3. Opsamling på værdikæden

SWP har en række fordele i værdikæden, igennem deres forhold til Siemens koncernen. Bl.a. på komponentsiden og via outsourcing samt centralisering af forskellige processer. Af de vigtigste processer i værdikæder kan nævnes produktion og udvikling, hvor man sikrer, at man har konkurrencedygtige produkter. Desuden er service en vigtig aktivitet, da der er meget ekstra indtjening at hente. Markedsføring er også et af de områder, hvor man også drager nytte af at være en del af Siemens koncernen og dette er også et vigtigt område i værdikæden.

Desuden har man valgt at investere i et selskab til specialtransport af offshore møller, hvilket gør at man har en fordel på denne del af den udgående logistik.

Ud over dette så er de menneskelige ressourcer vigtige for SWP og noget som de går meget op i. Der er stor fokus på dette, da virksomheden er meget afhængig af dygtige medarbejdere.

5.4. PLC kurve

PLC kurven benyttes til at analysere hvor de enkelte produkter befinder sig i deres livscyklus.

5.4.1. Beskrivelse af produktportefølje

Der vil blive set på produktporteføljen indenfor onshore og offshore hver for sig.

Onshore

På onshore delen har SWP to platforme:

- G2 - Platformen indeholder møller i 2,3 MW klassen med gear. Møllerne er gennemtestede da disse har været på markedet i lang tid. SWP har installeret adskillige tusinde af disse møller allerede og de er optimerede til alle typer af vejrforhold.⁵¹
- D3 – Indeholder møller i 3,0 MW klasse uden gear. Den nye gearløse teknologi gør, at møllerne bliver billigere og med højere præstationer samt mindre vedligeholdelse.⁵²

Offshore

På offshore har SWP ligeledes to platforme:

- G4 – Her findes møller i 3,6 og 4,0 MW klassen med gear. Dette er videreudviklingen af de mest populære offshore møller.⁵³
- D6 – Denne platform indeholder kun en mølle, men det er også den største og mest moderne mølle. Der er tale om en mølle i 6,0 MW klassen. Møllen er gearløs og inkludere den nyeste teknologi på alle fronter.⁵⁴

SWP har en stor fordel i forhold til konkurrenterne, da de var de første på markedet til at introducere den gearløse teknologi "direct drive", som har været undervejs siden 1990'erne. SWP er meget længere fremme end konkurrenterne hvad denne teknologi angår og det giver dem en række fordele. Som nævnt tidligere at man mindsker risikoen for fejl og der er mindre vedligeholdelse. Desuden er det billigere, da gearene ofte er en af de dyreste komponenter i en mølle.⁵⁵

⁵¹ <http://www.energy.siemens.com/hq/en/renewable-energy/wind-power/platforms/g2-platform/>

⁵² <http://www.energy.siemens.com/hq/en/renewable-energy/wind-power/platforms/d3-platform/>

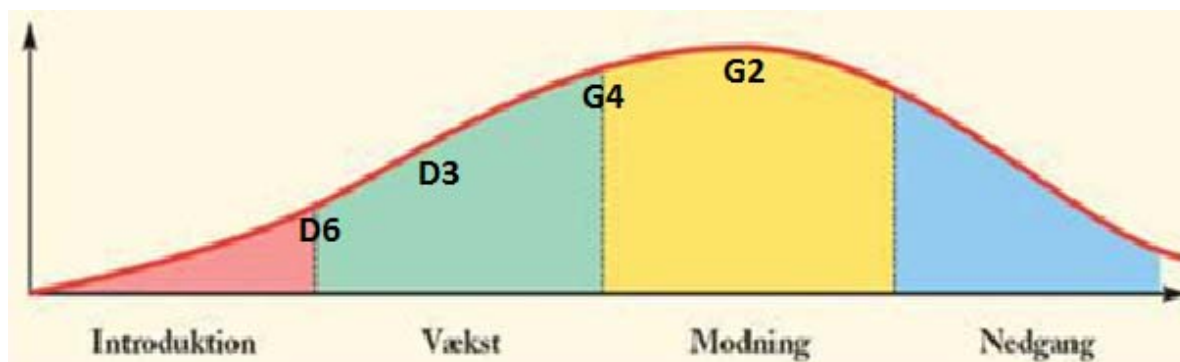
⁵³ <http://www.energy.siemens.com/hq/en/renewable-energy/wind-power/platforms/g4-platform/>

⁵⁴ <http://www.energy.siemens.com/hq/en/renewable-energy/wind-power/platforms/d6-platform/>

⁵⁵ http://www.windpower.org/da/aktuelt/megawatt_baggrund/udvikling_mod_vaekst/black_box_siemens_wind_power_.html

5.4.2. Placering i PLC kurve

Nedenfor er placeret de forskellige produktplatforme i PLC kurven ud fra hvor det er vurderet at de er i deres livscyklus.



Figur 5.9 – PLC kurve med inddeling SWP produktplatforme⁵⁶

Møllerne i G2 platformen vurderes til at være godt placeret i modningsfasen. Der er tale om møller som har været i produktion siden 1980'erne (selvfølgelig med videreudvikling undervejs). Det er den type af møller som SWP har installeret flest af og de betegner selv disse møller som "workhorse" i deres produktportefølje. Møllerne i denne platform er dog udfordret rent teknologisk af de gearløse møller, som har en række fordele i forhold til møller med gear, som tidligere er nævnt. Grunden til at disse ikke er placeret i nedgangsfasen er at der generelt i markedet for vindenergi er stort vækstpotentiale. Det ses bl.a. at vindenergi står for under 1 % af den samlede forsyning. Derfor vil der sandsynligvis stadig være et marked for disse typer af møller, som er det "kendte ansigt" på markedet. Derfor vurderes det stadig, at der vil være en del indtjening at hente på disse endnu, men uden den store vækst.

Det samme gør sig gældende for G4 platformen, som omfatter offshore møller, der benytter gear. Det er dog valgt at placere den længere tilbage på kurven, lige på grænse mellem vækst og modningsfasen. Dette gøres på baggrund af, at der er tale om offshore møller, som er et marked der er meget i fokus i øjeblikket jf. tidligere afsnit i PEST analysen. Det forventes derfor, at der stadig vil være noget vækst på disse typer af møller, på trods af at de benytter en teknologi med gear. Men med samme argumentation som ovenfor, er de i hvert fald på grænsen til at komme i modningsfasen.

Ses der på møllerne i D3 platformen, som er onshore møllerne, der benytter den forholdsvis nye gearløse teknologi, så er disse placeret godt i vækstfasen. Dette er gjort med udgangspunkt i, at der er tale om en forholdsvis ny teknologi som generelt er mere attraktiv. Men samtidig er der tale om møller til onshore markedet, der ikke har samme vækstpotentiale som offshore markedet.

⁵⁶ <https://audioboo.fm/boos/1087404-plc-kurve>

Den sidste platform, D6, er placeret lige på grænsen mellem introduktionsfasen og vækstfasen. Møllen i denne platform blev introduceret i 2012 så det er et ganske nyt produkt. Men pga. sine klare fordele og fordi det er en offshore mølle, vurderes det, at den er tæt på vækstfasen. Der er tale om en kæmpe mølle, som er i stand til at producere mere energi end de øvrige møller, samtidig med, at den er mere effektiv pga. gearløs teknologi, derigennem er der potentiale for lavere CoE for kunderne. Der forventes umiddelbart den største vækst for denne platform og derfor er den også placeret længst tilbage på PLC kurven.

5.4.3. Opsamling på PLC kurve

Ud fra det ovenstående kan det konkluderes, at SWP har en rigtigt fornuftig produktportefølje, som spreder sig godt ud over PLC kurven. De har møller både indenfor onshore og offshore markedet. Disse inkluderer både møller med og uden gearløs teknologi. Porteføljens møller spænder mellem 2,3 MW klassen op til 6,0 MW klassen. Med denne portefølje har de altså produkter, som både er i modningsfasen og kan fungere som "Cash Cows".⁵⁷ Samtidig har de møller som befinder sig i, eller tæt på vækst fasen. Dermed er de også sikret for den nærmeste fremtid.

⁵⁷ Boston matrixen

5.5. SWOT

Nedenfor er lavet en SWOT som opsummering på de vigtigste punkter i den ovenstående strategiske analyse. Styrker og svagheder er interne faktorer, hvor muligheder og trusler er faktorer i det eksterne miljø.

Styrker	Svagheder
- Stærk værdikæde - God produktportefølje - Stigende omsætning - Finansiering gennem Siemens AG (SFS) - Siemens brandet - Dygtige medarbejdere og fastholdelse af disse	- Negative pengestrømme - Faldende resultat fra 10/11 til 11/12 - Størst aktivitet på EMEA markedet
Muligheder	Trusler
- Offshore møller - Øget fokus på grøn energi, politisk og i befolkningen - Demografisk udvikling - Høje indgangsbarrierer - Klart nr. 1 på offshore markedet	- Substituerende produkter - Høj forhandlingsstyrke hos særlige leverandører - Høj forhandlingsstyrke hos kunder - Forholdsvis høj konkurrenceintensitet - Mindre markedsandele på onshore

Figur 5.10 – SWOT analyse SWP⁵⁸

5.5.1. Styrker (S)

Af styrker i SWP ses bl.a. at de har en stærk værdikæde, hvor der fokus på de kerneaktiviteter, som er med til at skabe værdi, herunder produktion og produktudvikling. Flere aktiviteter som ikke er værdiskabende er skåret fra og centraliseret.

SWP har p.t. en fornuftig produktportefølje, som inkluderer produkter i modningsfasen til at skabe en stabil indtjening samt nyere produkter i vækstfasen således at de også på længere sigt vil være konkurrencedygtige.

⁵⁸ Egen tilvirkning

Omsætningen har jf. fem års oversigten, været jævnt stigende fra 15,5 mia. DKK til 23,3 mia. DKK i det seneste regnskabsår. En ganske positiv udvikling, som vidner om, at man har været dygtig til at fastholde og forbedre salget, på trods af finanskrisen.

Andre styrker er, at man har en fordelagtig position ift. finansiering da man er finansieret af Siemens AG koncernen via selskabet SFS. Desuden kan der drages nytte af det verdenskendte Siemens brand, i særdeleshed i Tyskland og omegn.

Man er også meget fokuseret på at tiltrække de dygtigste medarbejdere og fastholde disse, da det er af stor vigtighed for virksomheden da der er en stor grad af teknologisk knowhow.

5.5.2. Svagheder (W)

SWP har i de seneste regnskabsår haft negative pengestrømme, derudover har man haft en stor nedgang i driftsresultatet i regnskabsårene 10/11 og 11/12. Man har dog vendt denne udvikling i det seneste regnskabsår 12/13 og skabt et ganske positivt resultat i forhold til de to foregående år.

En sidste svaghed er at man har det meste af sin omsætning på markedet EMEA. Det kunne tyde på at man går glip af ganske meget omsætning på de største markeder: USA og Kina.

5.5.3. Muligheder (O)

Offshore møller er en helt klar mulighed for SWP, både set i forhold til at SWP har en klar førsteplads på dette markedet og de er med helt fremme teknologisk. Desuden er der et øget fokus på dette marked hos kunderne og politikerne, da der er en række fordele ved disse. De er mere driftsikre og de er større så de kan generere mere energi.

Generelt er der en øget fokus på grøn og vedvarende energi verden over, både på den politiske scene men også i den generelle befolkning. Dette gør at der kommer flere ordrer på f.eks. vindmølleparker. Samtidig bliver vi også flere og flere mennesker på jorden, som har brug for energi. Dette gør at der er et øget behov for energi fra vedvarende kilder.

På markedet er der ganske høje adgangsbarrierer, som gør at det er ganske svært for nye konkurrenter at træde ind på markedet.

5.5.4. Trusler (T)

Der er mange andre former for substituerende former for energi. En del af disse er mere etablerede på markedet for energi, og har også en række fordele i forhold til vindenergi. Dette taget i betragtning er der en ret stor trussel fra substituerende produkter. Samtidig har særlige leverandører samt de fleste kunder en stor forhandlingsstyrke overfor SWP, hvilket kan gøre betingelserne sværere for virksomheden. Dette kombineres desuden med en høj konkurrenceintensitet imellem konkurrenterne,

dog har SWP formået at klare sig ganske godt med en placering som nr. 4 set på markedsandele. Det skal desuden bemærkes at SWP ikke er lige så stærke på onshore markedet, som stadig er det største marked.

6. Regnskabsanalyse

6.1. Ændring af regnskabspraksis

I regnskabsåret 2010/11 ændrer virksomheden regnskabspraksis for indregning af garantiforpligtelser. Dette har haft en indflydelse på acontointregning af omsætning og vareforbrug. Der er udarbejdet regulerede sammenligningstal for 2009/10. Det har ikke været muligt at lave rentabilitetsanalysen for historiske data længere tilbage end 2009/10, da der ikke er udarbejdet nye sammenligningstal for de foregående perioder. Samtidig er nøgletal baseret på balancetal udregnet på ultimo tal i stedet for gennemsnitstal, da korrigerede tal for 2008/09 ikke er tilgængelige.

6.2. Reformulering

6.2.1. Reformulering af egenkapitalen

Formålet med at reformulere egenkapitalen er at simplificere opgørelsen, således at man får et overblik over hvad der er transaktioner med ejerne f.eks. udbytte, samt hvad der er totalindkomst (årets resultat + poster som er bogført direkte på egenkapitalen).

Der er lavet reformulering af egenkapital for regnskabsårene 2009/10 til 2012/13. Som tidligere nævnt har det ikke været muligt at lave reformulering for tidligere perioder.

6.2.2. Reformulering af balancen

Det næste skridt i reformuleringen, er at reformulere balancen. Dette gøres ved at opdele balancen i net operating asset (NOA) og net financial obligations (NFO). NOA er nettoværdien af de aktiver og forpligtelser, som relaterer sig til driften af virksomheden. Såfremt der er flere aktiver end forpligtelser er det NOA, ellers vil der være tale om NOO (net operating obligations). NFO er nettoværdien af de aktiver og forpligtelser som relaterer sig til virksomhedens finansiering. Såfremt der er flere finansielle aktiver end forpligtelser, vil der være tale om NFA i stedet (net financial assets). Ved at lave denne opdeling af balancen, vil man være i stand til at identificere kilderne til rentabiliteten som danner grundlaget for budgettering og værdiansættelse.

I SWP's tilfælde er der tale om NOA og NFO igennem alle de reformulerede perioder (2009/10 til 2012/13)

6.2.3. Reformulering af resultatopgørelsen

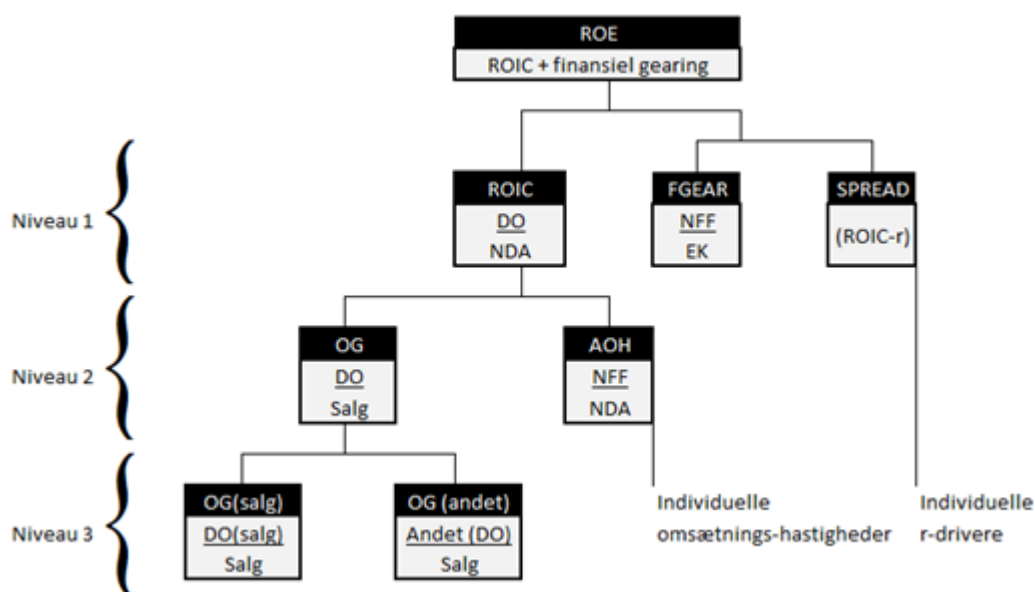
Resultatopgørelsen reformuleres på totalindkomstbasis, således at opgørelsen indeholder de poster som er indregnet direkte på egenkapital (dirty surplus). Derefter fordeles posterne mellem drift og finansiering på samme måde som med balanceposterne, samt anden drift, således at man kan fokusere på hvad der kommer fra de enkelte aktiviteter. Til sidst fordeles skatten ud på de enkelte

elementer ud fra den effektive skatteprocent, og hvad der er skattefordel fra finansiering samt hvad der er af skat på anden drift.

Der er også her lavet reformulerede opgørelser for 2009/10 til 2012/13.

6.3. Den udvidede Dupont model

Som beskrevet under metodeafsnittet vil regnskabsanalysen blive bygget op med den struktur, som er i den udvidede Dupont model. Her kan man se hvilke underliggende faktorer som driver ROE ved at dekomponere nøgletallene igennem tre niveauer. Se nedenfor.



Figur 6.1 – Den udvidede Dupont model⁵⁹

6.3. Rentabilitetsanalyse

I det følgende afsnit vil der blive gennemgået de nøgletal som er beregnede på baggrund af de reformulerede opgørelser og jf. den struktur som er fremlagt i den udvidede Dupont model. Formålet med rentabilitetsanalysen er at få klarlagt de finansielle drivere i virksomheden og hvordan disse bliver påvirket. Således vil man også være i stand til at lave en budgettering.

6.3.1. ROE – Return on equity

Dette nøgletal fortæller hvor meget virksomhedens ejer får igen i forhold til hvad de har investeret i virksomheden (egenkapitalen). ROE kan beregnes på to måder:

$$\text{ROE} = \frac{\text{totalindkomst}}{\text{egenkapital}}$$

⁵⁹ <http://bgconv.com/docs/index-169076.html?page=11>

$$\text{ROE} = \text{ROIC} + [\text{FGEAR} \times (\text{ROIC} - r)]$$

ROE afhænger altså både af udviklingen i finansieringsaktiviteten samt udviklingen i ROIC, som viser hvor god virksomheden er til at udnytte sine ressourcer (aktiver).

Nedenfor er vist udviklingen i ROE over de seneste 4 regnskabsår.

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
ROE (Return on equity)	43,0%	20,0%	25,9%	31,9%

Figur 6.2 – Return on equity⁶⁰

Som man kan se har ROE været faldende gennem de første tre analyseperioder, hvor efter man har haft en stigning på over 100 % op til seneste regnskabsår, som ligger på 43 %. Man kan se at ROE følger den samme udvikling som driftsresultatet i fem års oversigten, hvilket hænger sammen med at ROE er drevet af ROIC som kommer fra driften. Man vil kunne se mere i dybden med, hvad der har været med til at drive denne udviklet, når ROE dekomponeres.

6.3.2. Niveau 1

6.3.2.1. ROIC – Return on invested capital

Som nævnt viser ROIC rentabiliteten ud fra virksomhedens driftsaktiviteter og fortæller derved, hvor god SWP er til at skabe indtjening på baggrund af de ressourcer, som man har investeret i (NOA). Jo større ROIC desto større vil ROE være og dermed afkastet til ejerne.

Udvikling i ROIC er vist nedenfor:

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
ROIC (Return on invested capital)	30,3%	18,8%	18,5%	27,1%

Figur 6.3 – Return on invested capital⁶¹

ROIC følger den samme udvikling som ROE, med negativ udvikling i de to første år og meget positiv udvikling fra 18,8 % til 30,3 % i det seneste år. Således at man i 2012/13 er i stand til at genere et driftsoverskud på 30,3 % af de driftsaktiver, der er i virksomheden. Ved at se på de reformulerede opgørelser kan man se, at dette stammer fra at man i 2010/11 har investeret en del mere i NOA. Men samtidig får man et dårligere resultat end året før, hvilket udmønter sig i at ROIC falder, da man får mindre ud af sine aktiver. I 2011/12 har man så reduceret investeringsaktiviteten til det halve, men da resultatet også reduceres til det halve, har man en ROIC på samme niveau. I 2012/13 formår man at

⁶⁰ Egen tilvirkning

⁶¹ Egen tilvirkning

skabe den bedste ROIC ved at øge resultatet meget, og derved også øge det mere, end man øger aktiverne som ligeledes stiger i denne periode.

6.3.2.2. Finansiell gearing

Finansiell gearing er den anden komponent af ROE. Den finansielle gearing består af FGEAR som er forholdet mellem de finansielle forpligtelser og egenkapitalen. Derudover består den af SPREAD, som er ROIC fratrukket låneomkostningerne (r). Hvis der er tale om et positivt SPREAD ($ROIC > r$), så vil en øget gearing skabe højere ROE.

Den finansielle gearing i SWP er som følger:

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
FGEAR	47,2%	32,5%	35,9%	27,9%
NBC (Net Borrowing cost, r)	3,2%	14,8%	-2,2%	10,0%
SPREAD	27,1%	4,0%	20,7%	17,1%

Figur 6.4 – Finansiell gearing⁶²

SPREAD ligger ganske pænt på et niveau omkring 17 til 27 %, dog med undtagelse af år 2011/12 hvor SPREAD ligger nede på 4 %, hvilket er ret lavt og tæt på at blive negativt, hvilket ville have negativ indflydelse på ROE. Grunden til at SPREAD falder så meget i den periode, er at man har højere r og en forholdsvis lav ROIC set i forhold til andre perioder. Dette er også grunden til, at det modsatte sker året efter, da man har været i stand til at holde r på et lavt niveau og øge ROIC. Samtidig har man en højere FGEAR som også er med til at få ROE til at stige. I 2010/11 ses det at SWP har negative r , dette er fordi at man har finansielle indtægter i stedet for udgifter i den periode. Dette er selvfølgelig blot med til at give et bedre SPREAD.

Selve FGEAR ligger forholdsvis stabilt på omkring 30-35 % med en stigning til 47 % i det seneste regnskabsår, som følge af at man har øget NFO til 1,8 mia. DKK men ikke oplever sammen forholdsmæssige stigning i egenkapitalen på trods af, at denne stiger til 3,8 mia. DKK. Men da man har et ganske positivt SPREAD er dette kun positivt.

6.3.3. Niveau 2

På det næste niveau findes de komponenter som driver ROIC. Formlen for ROIC er som følger:

$$ROIC = OG \times AOH$$

Det vil sige at ROIC kan dekomponeres til overskudsgraden (OG) og aktiverens omsætningshastighed (AOH) for at analysere dybere på udviklingen i ROIC og herigennem ROE.

⁶² Egen tilvirkning

6.3.3.1. OG - Overskudsgrad

Overskudsgraden viser hvor stor en del af omsætningen, der kommer ud i sidste ende som driftsresultat (efter skat).

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
OG (Overskudsgrad)	6,7%	3,2%	5,7%	6,5%

Figur 6.5 - Overskudsgrad⁶³

SWP ligger med en pæn overskudsgrad som svinger omkring 6 – 6,5 %. Det vil altså sige, at man er i stand til at skabe et overskud ud fra den omsætning man har haft på omkring 6 % igennem analyseperioden. Dog har der været et udsving i 2011/12 hvor overskudsgraden har været faldet til 3,2 %. Dette er en konsekvens af, at man har haft en forholdsvis større stigning i produktionsomkostninger, end man har haft i omsætning, hvilket har resulteret i et dårligere resultat. Noget kunne altså tyde på, at man ikke har fået justeret sine produktionsomkostninger ordentligt. Dette har man så fået rettet til året efter, hvor overskudsgraden ligger en smule over niveauet fra de foregående år.

6.3.3.2. AOH - Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed er udtryk for, hvor meget salg der er pr. krone investeret i NOA. Ved at kigge på den inverse værdi af AOH (1/AOH), får man et udtryk for, hvor meget der er bundet i NOA for at skabe 1 krones salg. Nøgletallet er et mål for kapitaltilpasningsevnen i virksomheden.

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
AOH (Aktivers omsætningshastighed)	4,52	5,92	3,25	4,17
Inverse værdi (1/AOH)	0,22	0,17	0,31	0,24

Figur 6.6 – Aktivernes omsætningshastighed⁶⁴

Som man kan se i tabellen ligger SWP med en forholdsvis stabil omsætningshastighed, dog er den ekstra høj i 2011/12 som ellers har været ganske negativt på nogle af de andre punkter. Dette er en følge af, at man reducerer sine driftsaktiver ganske kraftigt, men samtidig vedligeholder den positive udvikling i omsætningen. Men set over perioden ser det ganske fornuftigt ud. SWP har hen over analyse perioden maksimalt bundet 31 øre i driftsaktiver for at skabe 1 krones omsætning. Det vidner om en ganske god kapitaltilpasningsevne.

⁶³ Egen tilvirkning

⁶⁴ Egen tilvirkning

6.3.4. Niveau 3

På niveau 3 dekomponeres OG og AOH yderligere, for at finde de underliggende drivere for disse, fordelt på de enkelte poster i resultatopgørelse og balance. Man vil altså være i stand til at analysere ned på hver enkelt post, for at se hvordan den bidrager til udviklingen i OG eller AOH.

Nedenfor er OG og AOH dekomponeret yderligere. Der vil ikke blive kommenteret så meget på disse tal. Men hvis man skal opsummere kort på det, kan man se, at udviklingen i OG er drevet af OG fra salg, da der ikke umiddelbart er noget fra andet OI.

Udviklingen i AOH drives primært af "øvrige NOA". Der ikke er bundet meget i netto driftskapital og selvom den er faldende er der ikke særlig stor udvikling her.

<i>OG drivere</i>	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Bruttoavance	24,9%	22,2%	25,4%	25,5%
Personaleomkostninger	-12,7%	-15,3%	-15,4%	-13,3%
Af- og nedskrivninger	-3,3%	-3,0%	-2,2%	-2,0%
OG fra salg før skat	8,93%	4,0%	7,8%	10,2%
Skat på OI fra salg	-2,2%	-0,9%	-2,1%	-2,5%
OG fra salg	6,7%	3,0%	5,7%	7,7%
Andet OI, efter skat	-0,1%	0,1%	0,0%	-1,2%
OG	6,7%	3,2%	5,7%	6,5%

Figur 6.7 – Overskudsgrad drivere⁶⁵

<i>AOH drivere (inverse)</i>	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Immaterielle anlægsaktiver	0,01	0,02	0,02	0,01
Materielle anlægsaktiver	0,11	0,13	0,12	0,11
Varebeholdninger	0,13	0,14	0,15	0,13
Tilgodehavender fra salg	0,04	0,02	0,01	0,02
Øvrige driftsaktiver	0,35	0,34	0,47	0,35
	0,64	0,64	0,77	0,62
Hensatte forpligtelser	-0,12	-0,10	-0,09	-0,09
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-0,15	-0,10	-0,08	-0,08
Øvrige driftsforpligtelser	-0,15	-0,27	-0,28	-0,21
1/AOH	0,22	0,17	0,31	0,24
Netto driftskapital	0,02	0,05	0,08	0,07
Øvrig NOA	0,20	0,12	0,23	0,17
1/AOH	0,22	0,17	0,31	0,24

Figur 6.8 – Aktivers omsætningshastighed drivere⁶⁶

⁶⁵ Egen tilvirkning

⁶⁶ Egen tilvirkning

6.4. Opsamling på regnskabsanalyse

SWP har haft en faldende ROE gennem de første 3 analyseperioder, men i det seneste regnskabsår har man oplevet en stor stigning og ligger på et pænt niveau på 43 %. Dette er bl.a. drevet af ROIC, som har oplevet samme udvikling i tallene, hvor man ender på et niveau på 30,3 % i 2012/13. Den anden del som driver ROE er finansieringsaktiviteten, hvor det ses, at den finansielle gearing har været stigende gennem alle 4 perioder og ender på 47,2 %. Dette er positivt, da der er tale om et positivt SPREAD i virksomheden som derved skaber positivt vækst ved øget gearing.

På niveau 2 ses der på OG og AOH som driver ROIC. Her observeres det at OG har ligget forholdsvis stabilt omkring 6-7 %, dog med et fald i perioden 2011/12. AOH har været lidt svingende igennem analyseperioden og ligger i 2012/13 på 4,52.

Der er ikke gået yderligere i dybden med niveau 3 omkring de drivere som driver OG og AOH. Disse er dog opgjort og der kan hurtigt konkluderes, at disse primært er drevet af OG fra salg og øvrig NOA.

7. Budgettering

For at kunne foretage et skøn af den fremtidige værdiskabelse i virksomheden er man nødt til at budgettere drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteter. Dette gøres på baggrund af den viden som er tilegnet igennem den strategiske analyse omkring de ikke finansielle værdidrivere og viden omkring de finansielle værdidrivere, som er opnået gennem reformulerede opgørelser samt rentabilitetsanalyse.

I stedet for at budgettere hver enkelt post i regnskabet, benyttes der en mere praktisk tilgang som tager udgangspunkt i de analyserede nøgletal samt reformulerede opgørelser. Der tages udgangspunkt i en indirekte model, der fokuserer på driftsaktiviteten som den eneste værdidriver, da det ikke vurderes, at finansiering er en af kerneaktiviteterne i SWP og derved ikke er værdiskabende.

7.1. Budgetperiodens længde

Budgetperioden tager udgangspunkt i det seneste regnskabs år og løber dermed fra 2013 til 2023.

Som udgangspunkt skal der budgetteres frem til det tidspunkt, hvor det ikke længere er meningsfyldt at lave forecast, frem for at forudsætte en konstant vækstrate. Ud fra nedenstående model kan man vurdere hvor lang en budgetperiode, der bør benyttes. Modellen ser på vækstudsigter og konkurrencemæssige fordele.

		Vækstudsigter for branchen		
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
Virksomhedsspecifik	Ingen	5 år	10 år	20 år
konkurrencemæssig fordel	Ja, på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, på lang sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 7.1 – Vurdering af budgetperiode⁶⁷

Ud fra dette vurderes det, at en periode på 10 år er det som bør benyttes. Med udgangspunkt i de data som er behandlet under den strategiske analyse, er det vurderet, at man har en konkurrencemæssig fordel på kort sigt, og at man befinder sig i en branche med medium vækstudsigter.

⁶⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

7.2. Budgettering af salgsvækst

Salgsvæksten budgetteres på baggrund af den strategiske analyse herunder PEST og Porters 5 forces. I særdeleshed lægges der vægt på GWEC vækst forecast for vindindustrien. Dette gøres på baggrund af en antagelse om at GWEC's analyse er mere præcis, da de har langt flere data til rådighed samt viden omkring branchen.

I SWP's regnskab er omsætningen fordelt på segmentniveau. Som det tidligere er nævnt er EMEA det primære marked for SWP, hvilket også ses tydeligt i figur 4.4. Ud fra beregningen af omsætningsvækst gennem de seneste 4 år på segment niveau, ses det at SWP i store træk følger den tendens som er forecastet fra GWEC. Dog ikke på EMEA, hvilket sandsynligvis bunder i SWP's store markedsandel på offshore, som primært er i Europa.

Derfor vurderes det også som rimeligt at antage at SWP i fremtiden vil følge den udvikling, som er forecastet af GWEC. Dette stemmer desuden overens med virksomhedens egne forventninger⁶⁸. Nedenfor er samlet vækstraterne fra GWEC's forecast på SWP's segmenter ud fra det forventede niveau af installere GW.

Der er dog valgt at sætte vækstraterne på North America og Rest en del højere end i forecastet, da det forventes, at man på North America vil komme op på et niveau omkring 2010/11 niveau igen, over en årrække. Desuden forventes det, at man opnår større vækstrater på "Rest" markedet, på baggrund af de foregående års vækstrater. De høje procenter stammer fra at beløbene er forholdsvis lave set i forhold til EMEA. Selvom det ikke er SWP's primære marked, forventes det alligevel, at de vil komme op på et højere niveau jf. PEST analyse, primært drevet af det kinesiske marked. Fra 2017 og frem til slutningen af budgetperioden forventes der et fald ned til en samlet vækst på 4 %. Herefter forventes der en forsat vækst på 4 % i alt fra 2024 og frem. Dette betegnes som terminalperioden. Væksten i terminalperioden bør som udgangspunkt ligge et sted mellem 3-6 % for ikke at overstige væksten i samfundet⁶⁹.

Vækst i procent på segment (GWEC)	2014	2015	2016	2017
EMEA	14%	21%	14%	9%
North America	28%	18%	12%	7%
Rest	8%	5%	7%	9%

Figur 7.2 – GWEC forecast samlet på SWP markeder⁷⁰

⁶⁸ SWP regnskab 2012/13

⁶⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

⁷⁰ Egen tilvirkning

Budgetteret salgsvækst	2014	2015	2016	2017	2018
EMEA	14%	21%	14%	9%	9%
Omsætning	25.412.565	30.706.849	34.942.276	38.118.847	41.549.543
North America	40%	35%	35%	35%	35%
Omsætning	995.786	1.344.312	1.814.821	2.450.008	3.307.511
Rest	20%	18%	20%	20%	10%
Omsætning	2.821.654	3.329.551	3.995.461	4.794.554	5.274.009
Omsætning i alt	29.230.005	35.380.712	40.752.558	45.363.409	50.131.063
Vækst i alt	16%	21%	15%	11%	11%

Budgetteret salgsvækst	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
EMEA	9%	7%	6%	6%	4%	-
Omsætning	45.289.002	48.459.232	51.366.786	54.448.793	56.626.745	-
North America	35%	6%	6%	6%	5%	-
Omsætning	4.465.140	4.733.048	5.017.031	5.318.053	5.583.955	-
Rest	10%	11%	11%	9%	7%	-
Omsætning	5.801.410	6.439.565	7.147.917	7.791.230	8.336.616	-
Omsætning i alt	55.555.552	59.631.845	63.531.734	67.558.076	70.547.316	73.369.209
Vækst i alt	11%	7%	7%	6%	4%	4%

Figur 7.3 – Budgetteret salgsvækst⁷¹

7.3. Budgettering af AOH

Budgetteringen af AOH benyttes til at beregne den budgetterede værdi af investeringer i NDA.

Udviklingen i investering i driftskapital hænger som regel sammen med udviklingen i salget.

Udviklingen i andre aktiver som f.eks. produktionsfaciliteter er primært drevet af

kapacitetsbegrænsninger. I SWP's tilfælde er der f.eks. tale om begrænsninger i forhold til hvor meget der kan produceres på de enkelte fabrikker. Nedenfor ses den budgetterede udvikling i AOH hos SWP.

Budgetteret AOH	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1/AOH	0,22	0,2	0,2	0,23	0,26	0,24
AOH	4,52	5,00	5,00	4,35	3,85	4,17
NDA	5.591.713	5.846.001	7.076.142	9.373.088	11.794.486	12.031.455

Budgetteret AOH	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
1/AOH	0,24	0,25	0,23	0,23	0,23	0,23
AOH	4,17	4,00	4,35	4,35	4,35	4,35
NDA	13.333.332	14.907.961	14.612.299	15.538.357	16.225.883	16.874.918

Figur 7.4 – Budgetteret aktivers omsætningshastighed og Netto driftsaktiver⁷²

Der forventes en AOH på samme niveau som tidligere år, jf. beregningen i rentabilitetsanalysen. Fra år 2016 og frem forventes AOH at falde en smule som følge af øgede investeringer i anlægsaktiver pga. den øgede salgsvækst. I terminalperioden benyttes en AOH på 4,35, hvilket er det samme som de foregående år.

⁷¹ Egen tilvirkning

⁷² Egen tilvirkning

7.4. Budgettering af OG og driftoverskud.

Næste skridt er budgettering af overskudsgraden fra salg før skat. Her fra kan man finde driftoverskud før skat. Budgetteringen af overskudsgraden kan være ganske – vanskelig, da det kræver et indblik i omkostningsstrukturen i virksomheden. Dog forventer SWP en lavere bruttoavance pga. øget konkurrence i markedet⁷³. Derfor er der valgt en overskudsgrad fra salg på 7 %, hvilket ligger lidt under niveauet fra de foregående år jf. rentabilitetsanalysen, med undtagelse af 2011/12.

Herefter budgetteres den effektive skatteprocent. Her tages igen udgangspunkt i den beregnede effektive skatteprocent for de foregående år⁷⁴. De seneste to år har denne været 24 %, hvorfor dette også er den skatteprocent, som bliver benyttet i budgetteringen. Herefter tillægges driftoverskud fra 'andet' efter skat. Dette er en meget lille andel i forhold til resten og er primært drevet af resultat i associerede virksomheder. Dette er sat til -10.000 t'DKK igennem budgetperioden, da der ikke forventes nogle særlige ændringer på denne post. I terminalperioden forventes en uændret overskudsgrad.

Dette giver et budgetteret driftoverskud efter skat, som ses nedenfor.

Budgetteret OG/driftoverskud	2013	2014	2015	2016	2017	2018
OG salg	8,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Driftoverskud salg	2.258.363	2.046.100	2.476.650	2.852.679	3.175.439	3.509.174
Effektiv skatte %	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Driftoverskud salg efter skat	1.707.198	1.555.036	1.882.254	2.168.036	2.413.333	2.666.973
Driftoverskud andet efter skat	-14.759	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Samlet driftoverskud efter skat	1.692.439	1.545.036	1.872.254	2.158.036	2.403.333	2.656.973

Budgetteret OG/driftoverskud	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
OG salg	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Driftoverskud salg	3.888.889	4.174.229	4.447.221	4.729.065	4.938.312	5.135.845
Effektiv skatte %	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Driftoverskud salg efter skat	2.955.555	3.172.414	3.379.888	3.594.090	3.753.117	3.903.242
Driftoverskud andet efter skat	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Samlet driftoverskud efter skat	2.945.555	3.162.414	3.369.888	3.584.090	3.743.117	3.893.242

Figur 7.5 – Budgetteret overskudsgrad og driftoverskud⁷⁵

⁷³ SWP regnskab 2012/13

⁷⁴ Se bilag

⁷⁵ Egen tilvirkning

7.5. Opsamling på budgettering

Budgetteringen er lavet på baggrund af den strategiske analyse og rentabilitetsanalyse. I forhold til budgettering af salgsvæksten, er der i særdeleshed taget udgangspunkt i EWEA forecast, da det forventes at være mere præcist. Der er dog lavet tilpasninger til disse vækstrater i budgetteringen, idet det forventes at være højere for SWP på baggrund af rentabilitetsanalysen. Der er forventet en vækstrate på 4 % i terminalperioden. Væksten i AOH er budgetteret til at ligge på samme niveau som tidligere år, dog med en stigning i senere år som følge af øgede investeringer pga. af væksten i salget. Til sidst er der budgetteret med en OG fra salg på 7 % igennem budgetperioden og i terminalperioden. Skatteprocenten og driftsoverskud fra andet forventes ligeledes at være uændret.

8. Værdiansættelse

Der vil nu blive foretaget en værdiansættelse af SWP på baggrund af de budgetterede tal, som bygger på de tidligere analyser i opgaven.

Denne værdiansættelse vil blive lavet ud fra DCF/FCFF modellen, som tager udgangspunkt i de budgetterede frie cashflow og tilbagediskonterer disse til nutidsværdi.

Som diskonteringsfaktor benyttes et vejet gennemsnit af kapitalomkostninger for finansielle forpligtelser og egenkapital kaldet WACC.⁷⁶

8.1. WACC

WACC kan skrives som følgende formel:

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

Hvor:

V_0^E = Markedsværdien af egenkapitalen.

V_0^{NFF} = Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser.

V_0^{NDA} = Markedsværdi af virksomheden. ($V_0^{NDA} = V_0^E - V_0^{NFF}$)

r_e = Ejernes afkastkrav.

r_g = Finansielle omkostninger efter skat.⁷⁷

Ud fra ovenstående formel er der altså 3 områder som skal gennemgås og beregnes for at kunne beregne WACC'en:

- Kapitalstrukturen i virksomheden
- Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav
- Fastlæggelse af egenkapitalomkostninger

⁷⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

⁷⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

8.1.1. Kapitalstruktur

For at fastlægge kapitalstrukturen findes der vægtningen mellem finansiering med egenkapital og gæld. Dette gøres ved at tage markedsværdien af gælden, hvilket antages at være Netto Finansielle Forpligtelser fra den reformulerede opgørelse. Dernæst findes markedsværdien af egenkapitalen, hvor man normalt vil tage aktiekursen og gange med antallet af aktier. Men da SWP er ejet 100 % af Siemens AG er det ikke muligt at finde aktiekursen. Derfor benyttes den bogførte værdi af egenkapitalen.

Dette giver en kapitalstruktur som der ses i nedenstående opgørelse.

Fastlæggelse af kapitalstruktur	
Mio DKK	2012/13
NFF værdi	1.792
EK værdi	3.800
Samlet	5.592
Egenkapital andel	68%
Gældsandel	32%

Figur 8.1 – Kapitalstruktur⁷⁸

SWP er altså finansieret med 68 % egenkapital og 32 % fremmedkapital. Dette er den kapitalstruktur, som vil blive benyttet til at beregne WACC.

8.1.2. Estimering af finansielle forpligtelser afkastkrav

De finansielle forpligtelsers afkastkrav eller r_g beskriver, hvor meget det vil koste virksomheden at låne fremmedkapital og er som tidligere beskrevet en bestanddel af at beregne WACC. r_g kan skrives med følgende formel:

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

Hvor:

r_f = Den risikofri rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskatteprocent⁷⁹

⁷⁸ Egen tilvirkning

⁷⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Som den risikofri rente anbefales det at benytte den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation.⁸⁰ Derfor benyttes der i denne opgave renten på 10-årige danske statsobligationer som lyder på 1,5 %⁸¹

Det selskabsspecifikke risikotillæg er det ekstra afkast som långivere kræver for at kompensere for den ekstra risiko, der er for at virksomheden ikke kan tilbagebetale lånet. Jo højere risiko, desto højere tillæg. Dette kan bl.a. måles ved kreditrating.

Det er ikke muligt at finde en separat rating på SWP alene, da det er en del af Siemens AG. Derfor bliver der i opgaven taget udgangspunkt i Siemens AG's rating, da det vurderes at være et acceptabelt estimat for risikoen i SWP. Bl.a. fordi Siemens AG vil gå ind og støtte SWP, hvis der skulle opstå et behov. Siemens AG har en rating hos S&P på A+, hvilket er forholdsvis højt og vidner om en lav risiko. Derfor bør det selskabsspecifikke risikotillæg som udgangspunkt ikke være særlig højt. Derfor vurderes det som rimeligt at estimere r_s til at være 2 %.

Selskabsskatteprocenten sættes til 25 %.

Det er nu muligt at beregne afkastkravet fra de finansielle forpligtelser:

$$r_f = 1,5 \%$$

$$r_s = 2 \%$$

$$t = 25 \%$$

$$r_g = (0,015 + 0,020) * (1 - 0,25) = \underline{0,0263} = \underline{2,63 \%}$$

8.1.4. Egenkapital omkostninger

Egenkapital omkostningerne er det som svarer til ejernes afkastkrav for at have påtaget sig en risiko ved at investere i virksomheden ift. en alternativ investering. Til dette formål benyttes CAPM,⁸² som bygger på en antagelse om, at investorer har placeret deres kapital i en portefølje af aktier, således at de udnytter fordelene ved diversifikation og derved undgår den usystematiske risiko. Derved tager modellen kun udgangspunkt i den systematiske risiko, som kommer af de generelle markedsbevægelser og derved er uundgåelig.

Sammenhængende mellem ejernes afkastkrav og markedsrisikoen i CAPM skrives som følgende formel:

⁸⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

⁸¹ http://borsen.dk/kurser/andre_vaerdipapirer/statsobligationer.html

⁸² Capital Asset Management Model

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

Hvor:

r_e = Ejernes afkastkrav

r_f = Den risikofri rente

β = Beta (Systematisk risiko)

$E(r_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie⁸³

Den risikofri rente har vi allerede defineret ovenfor som værende 1,5 %.

Beta er et udtryk for, hvor stor risiko der er ved en given investering. Det gælder at ved større risiko (β) skal investor kompenseres med en større risikopræmie. Hvilket betyder at investeringer med høj risiko dermed også har et større forventet afkast, end investeringer med mindre risiko. Nedenfor vises tolkningen af beta.

$\beta = 0 \rightarrow$ Risikofri investering

$0 < \beta < 1 \rightarrow$ Investering med mindre risiko end markedsporteføljen

$\beta = 1 \rightarrow$ Risiko som markedsporteføljen

$\beta > 1 \rightarrow$ Investering med risiko større end markedsporteføljen

Beta beregnes normalt ved, at man sammenligner den enkelte akties afkast med afkastet på hele aktiemarkedet. Men det er kun muligt, når der er tale om børsnoterede virksomheder. SWP er ikke en noteret virksomhed, da den er ejet 100 % af Siemens AG.

Derfor vil der blive benyttet beta værdier fra en peer group af virksomheder i branchen. Disse findes også i figur 5.6 under den strategiske analyse, hvilket understreger, at det er virksomheder, som er sammenlignelige med SWP. Gennemsnittet af værdierne for peer group virksomhederne vil blive benyttet som beta værdi for SWP.

⁸³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

β	
Vestas	1,37
Gamesa	1,11
Goldwind	1,15
Suzlon	2,31
Nordex	1,00
Gennemsnit	1,39

Figur 8.2 – Beregning af beta⁸⁴

Der vil altså blive benyttet en beta værdi på 1,39 for SWP. Det vil sige en værdi, som indikerer at der er en højere risiko ved denne investering, end på det samlede marked. Men samtidig også et højere forventet afkast.

Markedsrisikopræmien beskriver det som investorerne kræver ekstra for at investere i aktier i stedet for risikofri aktiver. Der findes flere forskellige metoder til at estimere markedsrisikopræmien. Det mest anvendte og sandsynligvis mest korrekte, er at spørge investorerne om deres forventninger til risikopræmien og benytte et gennemsnit. Derfor tages der i denne opgave udgangspunkt i data fra PWC, som ofte laver undersøgelser omkring markedsrisikopræmien. I det seneste materiale, som var tilgængeligt estimeres markedsrisikopræmien til at være 4,9 %.⁸⁵ Dette underbygges af SKAT's anbefalinger som går på, at man bør anvende en markedsrisiko på 4,5 % eller som minimum på et niveau imellem 4-5 %.⁸⁶

På baggrund af ovenstående vil der blive anvendt en markedsrisikopræmie på 4,9 %.

Således er det nu muligt at beregne ejernes afkastkrav ved hjælp af tidligere nævnte formel og følgende data:

$$r_f = 1,5 \%$$

$$\beta = 1,39$$

$$E(r_m) - r_f = 4,9 \%$$

$$r_e = 0,015 + (1,39 \times 0,049) = \underline{0,831} = \underline{8,31 \%}$$

⁸⁴ Egen tilvirkning

⁸⁵ <http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

⁸⁶ <http://www.skat.dk/gsa.aspx?old=1813219&vid=208529>

Nu er afkastkravet fra ejerne og de finansielle forpligtelser samt kapitalstrukturen fundet, således er det nu muligt at beregne WACC:

$$r_e = 8,31 \%$$

$$r_f = 2,63 \%$$

Kapitalstruktur EK: 0,68 gæld: 0,32

$$WACC = (0,68 \times 0,0831) + (0,32 \times 0,0263) = \underline{0,0649} = 6,49 \%$$

8.2. Værdiansættelse af SWP

Som tidligere nævnt vil værdiansættelsen tage udgangspunkt i DCF modellen, der bruger det frie cashflow og tilbagediskontere dette.

Det frie cashflow defineres som $C - I$. Hvor C er pengestrømme fra driften og I er pengestrømme fra investering. Dette kan også skrives som følgende formel:

$$FCF = DO - \Delta NDA$$

Værdiansættelse via DCF skrives som nedenstående formel:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + r_{WACC})^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(r_{WACC} - g)(1 + r_{WACC})^T} - V^{NFF}$$


Budgetperiode

Terminalværdi

Budgetperioden har været beskrevet tidligere og indeholder de budgetterede poster ud fra tidligere analyser.

Terminalværdien er den periode, som ligger ud over budgetperioden og hvor der forventes at være en konstant vækst (steady state). Terminalværdien beregnes vha. Gordons vækstmodel, som er en del af ovennævnte formel. Terminalværdien er vist i budgetteringen, og som tidligere nævnt er denne sat til at have en vækst på 4 %.

Nedenfor er en opgørelse, som viser beregning af det frie cashflow i budgetperioden, samt tilbagediskontering til nutidsværdi. Desuden vises beregning af det frie cashflow i terminalperioden.

Mio DKK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
DO	1.545	1.872	2.158	2.403	2.657	2.946	3.162	3.370	3.584	3.743	3.893
ΔNDA	254	1.230	2.297	2.421	237	1.302	1.575	-296	926	688	649
FCF	1.291	642	-139	-18	2.420	1.644	1.588	3.666	2.658	3.056	3.244
Diskonteringsfaktor	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73	0,69	0,64	0,60	0,57	0,53	
PV	1.212	566	-115	-14	1.767	1.127	1.022	2.217	1.509	1.629	

Figur 8.3 – Beregning af frit cashflow⁸⁷

Nutidsværdien af terminalværdien beregnes som nævnt vha. Gordons vækstmodel og giver en nutidsværdi på 69.474 mio DKK.

Nedenfor er vist opgørelse og beregning af virksomhedsværdien, som findes ved at tage nutidsværdien af de samlede FCF i budgetperioden + nutidsværdien af terminalværdien, fratrullet markedsværdien af NFF.

PV af budgetperiode	10.921	Mio DKK
Terminalværdi	69.474	Mio DKK
Samlet virksomhedsværdi	80.395	Mio DKK
Markedsværdi af gæld	1.792	Mio DKK
Aktionær værdi	78.603	Mio DKK
Antal aktier	20.000	stk
Værdi pr. aktie	3.930.141	DKK

Figur 8.4 – værdiansættelse SWP⁸⁸

Værdiansættelsen af SWP giver altså en markedsværdi på 78.603 mio. DKK og en værdi pr. aktie på 3.930.141 DKK. Dette er en meget høj værdi pr. aktie, men det skyldes naturligvis, at der kun er udstedt 20.000 aktier i alt.

8.3. Følsomhedsanalyse

For at give et billede af, hvor følsom modellen er overfor ændringer i data udarbejdes der en følsomhedsanalyse. Ved at ændre på parametrene hhv. WACC, væksten i terminalperioden samt OG og AOH får man et indblik i aktiekursens følsomhed overfor ændringer i disse parametre.

8.3.1. WACC og vækst i terminalperioden

For at se på følsomheden ud fra ændringer i WACC og væksten i terminalperioden, er der lavet nedenstående tabel. Der er taget udgangspunkt i et spænd i WACC mellem 4,49 % og 8,49 % og et

⁸⁷ Egen tilvirkning

⁸⁸ Egen tilvirkning

spænd i væksten mellem 2 % og 6 %. De værdier som er brugt i værdiansættelsen ligger i midten med 6,49 % i WACC og 4 % vækst.

Følsomhedsanalyse		WACC				
		4,49%	5,49%	6,49%	7,49%	8,49%
Vækst i terminalperioden	2%	4.978	3.389	2.531	2.002	1.648
	3%	7.743	4.421	3.030	2.278	1.815
	4%	21.794	6.836	3.930	2.714	2.056
	5%	-19.256	19.109	6.038	3.499	2.435
	6%	-5.935	-16.748	16.751	5.337	3.119

Figur 8.5 – Følsomhedsanalyse på WACC og vækst i terminalperiode⁸⁹

Af tabellen kan det ses, at der er en ganske stor følsomhed på værdiansættelsen, hvis man ændrer på et af disse parametre. F.eks. stiger aktieværdien med 2.000 t'DKK hvis væksten i terminal værdien øges med et procentpoint. Yderligere 10.000 t'DKK hvis væksten øges med endnu et procentpoint. Ligeledes er følsomheden ganske høj, hvis man ændrer på WACC. Hvor det observeres at hvis WACC sættes ned til 4,49 % resulterer det i en aktieværdi på 21.794 t'DKK, hvilket er en meget stor ændring.

Det observeres desuden, at der et stort spænd i de mulige aktieværdier som går -19.256 t'DKK til 21.794 t'DKK. Dog ligger størstedelen af værdierne indenfor en ramme af 2.000 til 6.000 t'DKK.

Grunden til at der er negative værdier nogle steder i tabellen, er at man i disse tilfælde vil opleve at man har et negativt SPREAD, hvor væksten er højere end afkastkravet i formlen $(r_{WACC} - g)$.

Tabellen følger dog logikken omkring værdiansættelsen, hvor værdien stiger med væksten indtil denne overstiger afkastkravet. Samtidig falder værdien i takt med, at WACC stiger, da afkastkravet og dermed diskonteringsfaktoren bliver større.

8.3.2. AOH og OG

For at få et indblik i hvordan værdien påvirkes af ændringer i AOH og OG er der ligeledes lavet en følsomhedsanalyse på disse to parametre. Den tager udgangspunkt i et spænd i AOH fra 2,35 til 6,35 og et spænd i OG fra 5 % til 9 %. Hvor de værdier som er benyttet i værdiansættelsen ligger på hhv. 7 % i OG og 4,35 i AOH.

⁸⁹ Egen tilvirkning

Nedenfor tabel som viser værdien pr. aktie ud fra de forskellige parametre.

Følsomhedsanalyse		OG				
		5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
AOH	2,35	-12.625	-12.028	-11.431	-10.834	-10.237
	3,35	-2.646	-2.049	-1.452	-855	-258
	4,35	2.736	3.333	3.930	4.527	5.124
	5,35	6.121	6.718	7.315	7.912	8.509
	6,35	8.433	9.030	9.627	10.224	10.821

Figur 8.6 – Følsomhedsanalyse på OG og AOH⁹⁰

Det er tydeligt, at værdien er mest følsom overfor ændringer i AOH, hvor en ændring på 1,00 betyder en – forholdsvis stor ændring på hhv. 3.500 t'DKK den ene vej og 5.500 t'DKK den anden vej.

Derimod er der ikke lige – så stor følsomhed overfor ændringen i OG, som kun påvirker værdien med 600 t'DKK pr. aktie, hvis man ændrer OG med 1 procentpoint.

Det ses også, at hvis AOH falder ned til et niveau på 3,35, vil det skabe en negativ aktieværdi, da det vil skabe et negativt FCF pga. store stigninger i NDA. Man vil altså ikke være i stand til at opveje investeringerne med det overskud, som generes ud fra de overskudgrader, der er brugt her.

I denne analyse ses et spænd fra -12.625 t'DKK til 10.821 t'DKK hvilket må siges at være forholdsvis meget, men der er også stort spænd imellem AOH, som er med til at skabe dette.

8.4. Multipelanalyse

For at give en vurdering af om SWP er værdiansat korrekt, vil der blive udarbejdet en multipelanalyse ud fra sammenlignelige virksomheder i en peer group. Dette gøres også for at få en indikation af hvor SWP muligvis har gjort det bedre eller dårligere end konkurrenterne.

Multipler er en relativ værdiansættelse som er langt hurtigere, end de absolutte værdiansættelsesmodeller som f.eks. DCF. Der er dog også en række usikkerheder ved at benytte disse modeller, ved multipelanalyse skal man bl.a. være opmærksom på flg.:

- Analysen skal foretages ud fra sammenlignelige virksomheder, hvilket kan være ganske svært. Derfor benyttes der i praksis udgangspunkt i virksomheder i samme branche, da de forventes at være nogenlunde ens på vækstrater og risiko.
- Analysen lægger vægt på at virksomhederne har samme regnskabspraksis, hvilket ellers kan være med til at sløre billedet.

⁹⁰ Egen tilvirkning

Multipelanalysen vil derfor blive udarbejdet med den samme peer group, som blev benyttet til at estimere beta:

- Vestas
- Gamesa
- Suzlon
- Goldwind
- Nordex

Da der var stor forskel i regnskabsmaterialet fra de forskellige virksomheder og noget af det var forholdsvis svært at gennemskue, er der valgt at benytte EBIT til analysen. Dette er ikke optimalt, da man ikke får et beløb uden ekstraordinære poster. Men dette var det bedste i forhold til at have et ordentligt grundlag at sammenligne imellem. Desuden var det ikke muligt at gennemskue hvorvidt der benyttes samme regnskabspraksis, hvilket er med til at gøre analyse mere usikker jf. de ovennævnte punkter

Nedenfor er udarbejdet multipler for de ovenstående virksomheder for hhv. P/S, P/E og P/B. Desuden er der udarbejdet EBIT/Omsætning ratio og taget ROE værdier, for at give et billede af hvor gode virksomhederne har været til at skabe overskud.

Mio DKK	Virksomhed	Nettoomsætning	EBIT	Bogført værdi af EK aktier (mio)	Udestående aktier (mio)	Aktiekurs	Markedsværdi	P/S	P/E	P/B	EBIT/OMS	ROE
	Vestas	45.387	761	11.369	224	213	47.600	1,05	62,56	4,19	0,02	-5,21
	Gamesa	19.880	-3.752	7.674	254	59	14.867	0,75	-3,96	1,94	-0,19	4,73
	Goldwind	3.370	82	11.684	2.695	6	16.357	4,85	200,02	1,40	0,02	3,26
	Suzlon	157	-134	1.981	2.488	10	24.508	155,78	-183,16	12,37	-0,85	N/A
	Nordex	10.662	330	2.745	81	91	7.360	0,69	22,27	2,68	0,03	-20,58
Gennemsnit								32,62	19,54	4,52	-0,19	-4,45
Gennemsnit ekskl. Negative EBIT								2,20	94,95	2,76	0,02	-7,51
	SWP	25.299	2.258	3.799	0,02	3.930.141	78.603	3,11	34,81	20,69	0,09	43,00

Figur 8.7 - Multipelanalyse⁹¹

Som man ser, er der beregnet gennemsnitsværdier for de fundne P/S, P/E, P/B samt EBIT/OMS og ROE. Da der er to virksomheder med negativt EBIT skaber det en støj i gennemsnitsværdierne. Derfor er disse taget ud og der er beregnet nye gennemsnit på de tre øvrige virksomheder. Nederst er værdierne for SWP taget fra værdiansættelsen.

⁹¹ Omsætning, EBIT og EK er taget fra det nyeste regnskabsmateriale. For Gamesa var det kun muligt at få årsrapport fra 2012 og for Goldwind var kun Q3 2013 tilgængelig. Antal af udestående aktier samt kurs er taget fra reuters.com pr. 28.03.2014. Beløb i fremmed valuta er omregnet til DKK ved kurser pr. 28.03.2014 taget fra valutakurser.dk. ROE værdier taget fra Reuters.com

Nedenfor tabel som viser SWP's værdi beregnet på multipler.

Mio DKK	Multipl		SWP beløb	SWP værdi
Nettoomsætning	2,20	x	25.299	55.603
EBIT	94,95	x	2.258	214.426
Bogført værdi	2,76	x	3.799	10.471
Gennemsnit				93.500

Figur 8.8 – Multipelanalyse⁹²

Det fremgår af tabellen at brugen af multipler giver en virksomhedsværdi på 93.500 Mio. DKK. Sammenlignet med værdien fra værdiansættelse på 78.603 Mio. DKK er der ikke så stor forskel, hvilket antyder at den fundne værdi ikke er usandsynlig.

Af multipelanalysen fremgår det ligeledes at SWP har en væsentligt højere markedsværdi end de valgte konkurrenter. Vestas ligger nærmest med en markedsværdi på 47.600 Mio. DKK.

I forhold til at vurdere hvorvidt SWP har gjort det bedre end sine konkurrenter, kan man se, at disse har haft problemer med at generere EBIT og nogle har endda præsenteret negativt EBIT. Dette udtrykkes også ved EBIT/OMS ratio som viser, at der generelt ikke er meget EBIT tilbage efter at omkostningerne er afholdt. Hvilket også ses ved, at denne ratio gennemsnitligt ligger på 0,02.

Sammenlignet med gennemsnittet ligger SWP forholdsvist meget højere, med en ratio på 0,09. Det ser altså ud til, at SWP er bedre til at få mere ud af deres omsætning. Med andre ord, så ser det ud til at de har bedre styr på deres omkostningsstruktur. Dette underbygges af, at man bl.a. i Vestas har haft store problemer med dette de senere år, og har været igennem en større restrukturering for at tilpasse omkostningerne. Hvis man ser på ROE så ligger SWP meget højere end konkurrenterne med en ROE på 43 % sammenlignet med konkurrenterne som har et negativt gennemsnit på -7,51 %. Dette tyder også på, at SWP er langt bedre til at udnytte den kapital, der er investeret i virksomheden. Som det tidligere er blevet beskrevet er ROE drevet af både finansieringsaktiviteten og driften ved ROIC. Men noget tyder på, at SWP er bedre end konkurrenterne på flere af de finansielle værdidrivere.

For at kunne få et fuldstændigt billede af, hvordan konkurrenternes finansielle drivere er, set i forhold til SWP, vil man være nødt til at lave en reformulering af de finansielle opgørelser samt rentabilitetsanalyse af hver enkelt virksomhed. Dette er af praktiske årsager ikke muligt i denne opgave.

⁹² Egen tilvirkning

8.5. Opsamling på værdiansættelse

Budgetteringen dannede grundlaget for den efterfølgende værdiansættelse, som er lavet ud fra DCF modellen. Den risikofrie rente er vurderet til at være 1,5 %. Det selskabsspecifikke risikotillæg er vurderet til 2 %, på baggrund af Siemens AG's kredit rating. Beta er vurderet til 1,9 på baggrund af en peer group. Markedsrisikopræmien er vurderet til 4,9 % på baggrund af data fra PWC. Dette giver en samlet WACC på 6,49 %. Ud fra de budgetterede cashflows og den beregnede WACC, er der beregnet en virksomhedsværdi for SWP på 78.603 Mio. DKK svarende til en værdi pr. aktie på 3.930.141 DKK hvilket er ekstremt højt pga. det lave antal aktier.

Ud fra følsomhedsanalyse er det blevet klargjort, at værdien er meget følsom overfor ændringer i såvel WACC som vækst i terminalperioden og AOH. Dog er værdien ikke så følsom overfor ændringer i OG.

Dette taget i betragtning, skal modellen anvendes med forsigtighed og den fundne aktieværdi kan kun betragtes som værende fair ud fra en antagelse om, at de benyttede værdier i hhv. budgettering og værdiansættelse er korrekte.

Der blev til sidst udarbejdet en multipelanalyse på en peer group, som viste at den beregnede værdi ikke er urealistisk set i forhold til værdien beregnet på baggrund af multipler. Heraf fremgik det også, at SWP har en meget højere markedsværdi end konkurrenterne. I multipelanalysen blev der ligeledes set på hvor gode konkurrenterne har været til at skabe EBIT ud af deres omsætning, samt hvad deres ROE ligger på. Dette tyder på at SWP har en bedre omkostningsstruktur og at de får langt mere ud af deres egenkapital. Det er vigtigt at nævne, at man ikke kan få et ordentligt indblik i disse forhold uden at lave en separat analyse af de konkurrerende virksomheder.

9. Konklusion

Formålet med denne opgave var at finde frem til den teoretiske markedsværdi af SWP og vurdere denne i forhold til konkurrenterne på markedet. Til at finde værdien, er der benyttet den normale fremgangsmåde i forhold til at værdiansætte en virksomhed. Der er først udarbejdet en strategisk analyse i forhold til at analysere virksomheden på eksterne og interne forhold og vurdere de ikke finansielle værdidrivere. Dernæst er der udarbejdet en rentabilitetsanalyse på baggrund af de seneste 4 års regnskabstal, for at vurdere virksomhedens finansielle værdidrivere og den finansielle position. På baggrund af disse analyser er der udarbejdet en budgettering for de næste 10 år, som sammen med den udregnede WACC har dannet grundlaget for den endelige værdiansættelse som er blevet lavet med DCF modellen. For at vurdere hvor følsom værdiansættelsen er overfor ændringer i diverse parametre er der udarbejdet en følsomhedsanalyse. Til sidst er der beregnet multipler for sammenlignelige virksomheder, for at vurdere værdiansættelsen og give en fornemmelse af, hvordan SWP ligger i forhold til konkurrenterne.

Ud fra opgaven kan det konkluderes, at SWP har en teoretisk markedsværdi på 78.603 Mio. DKK. Sammenlignet med konkurrenterne i multipelanalysen, kan det konkluderes at denne –markedsværdi ligger en del over konkurrenternes. Dette skyldes bl.a. at SWP har været gode til at udnytte den kapital som de har investeret i virksomheden, udtrykt ved ROE i multipelanalysen. Desuden har de en bedre omkostningsstruktur, som gør at de har en bedre margin på EBIT i forhold til omsætningen.

Det kan yderligere konkluderes ud fra den strategiske analyse at SWP befinder sig i en omverden med mange muligheder og i en branche som er præget af stærke kræfter. Dog har de formået at skabe et umiddelbart bedre resultat end konkurrenterne, hvilket kan skyldes deres stærke værdikæde og gode produktportefølje som inkluderer offshore og gearløse møller. Det må umiddelbart konkluderes, at dette er baggrunden for, at man har formået at klare sig bedre end konkurrenterne på ovennævnte nøgletal.

Igennem rentabilitetsanalysen kunne det konkluderes, at SWP har en ganske pæn økonomisk situation, hvor man har været gennem en nedadgående periode på driften, men med meget positiv stigning i seneste regnskabsår. Dette ses ved en ROE på 42 %. Det konkluderes, at dette er drevet af ROIC som ligger på 30,3 % i seneste regnskabsår og en finansieringsaktivitet, hvor man har et positivt SPREAD og en øget finansiell gearing, hvilket også er med til at skabe en bedre ROE. Ved den yderligere dekomponering af ROIC, kan det konkluderes, at denne er drevet af en udviklingen i OG

som følger samme udvikling, men slutter pænt på 6,7 % og AOH som har været mere svingende og slutter på 4,52.

Det kan yderligere konkluderes, at der kan forventes positive vækstrater på salget på 10-årig horisont. Med en terminalværdi på 4 %. Ud over salgsvæksten, forventes der fremtidige OG på samme niveau som i rentabilitetsanalyse. Det samme gør sig gældende for AOH, som dog forventes at falde over perioden som følge af øgede investeringer.

Budgetteringen har resulteret i beregnede frie cashflow som tilbagediskonteres med WACC, der er beregnet til at være 6,49 %. Dette har givet ovenstående teoretiske markedsværdi af SWP.

Til slut kan det desuden konkluderes, at markedsværdien er meget følsom overfor ændringer i diverse parametre i analysen. Men ud fra multipelanalysen kan det konkluderes, at markedsværdi er realistisk.

10. Kildeliste

10.1. Litteratur

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 3. udgave af Ole Sørensen.

10.2. Artikler

http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2014/danske_vindmoellereproducenter_sidder_fortsat_tungt_paa_verdensmarkedet.html

http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html

http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html

<http://politiken.dk/klima/ECE2141232/cop19-klimaforhandlinger-slutter-uden-ordet-forpligtelser/>

http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2014/europa-parlamentet_sender_staerkt_signal_med_beslutning_om_30_pct_vedvarende_energi_i_2030.html

http://www.energy-supply.dk/article/view/119686/nu_spoger_ptcordningen_igen_i_usa

http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2013/leverandoerer_er_paa_vej_ud_af_krisen.html

http://investor.borsen.dk/artikel/1/273603/pfa_ser_usa_som_vaekstmotor_i_2014.html

<http://politiken.dk/oekonomi/gloekonomi/ECE2106701/vaeksten-i-kina-er-tilbage-paa-sporet/>

<https://www.energinet.dk/SiteCollectionDocuments/Danske%20dokumenter/Forskning%20-%20PSO-projekter/Lagring%20af%20energi.pdf>

http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2013/danmark_sidder_paa_det_globale_marked.html

<http://ing.dk/artikel/kina-stopper-leverancer-af-sjaeldne-jordarter-presse-priserne-i-vejret-123336>

<http://ing.dk/artikel/havbunden-ud-japan-er-fuld-af-sjaeldne-jordartsmetaller-157474>

http://da.wikipedia.org/wiki/Biobr%C3%A6ndsel_og_biobr%C3%A6ndstof

http://www.windpower.org/da/aktuelt/megawatt_baggrund/udvikling_mod_vaekst/black_box_siemens_wind_power_.html

<http://ipaper.ipapercms.dk/Windpower/Analyseafleverandrerilvindindustrien2014/>

10.3. Hjemmesider

www.windpower.org

www.gwec.net

www.data.un.org

www.ewea.org

www.iea.org

www.siemens.dk

www.siemens.com

www.reuters.com

www.skat.dk

www.pwc.dk

www.betabox.dk

www.audioboo.fm

www.valutakurser.dk

www.boersen.dk

10.4. Årsrapporter

Siemens Wind Power årsrapport 2010/11 – 2011/12 – 2012/13

Gamesa årsrapport 2012

Goldwind rapport Q3, 2013

Nordex årsrapport 2013

Suzlon årsrapport 12/13

Vestas årsrapport 2013

11. Bilag

5 års oversigt

DKK mio	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10	2008/09
Nettoomsætning	25.298,60	21.245,80	19.569,40	17.513,30	15.495,50
Bruttoresultat	6.305,30	4.724,60	4.970,00	4.468,50	3.475,50
Driftsresultat	2.258,40	840,90	1.532,50	1.789,10	1.137,30
Resultat af finansielle poster	-91,00	-129,80	21,40	-122,70	-55,50
Resultat før skat	2.167,30	711,00	1.553,90	1.666,40	1.081,80
Årets resultat	1.638,90	544,80	1.139,60	1.254,60	820,90
Balancesum	16.116,80	13.606,90	15.011,30	10.921,00	9.804,30
Egenkapital	3.799,50	2.708,00	4.435,40	3.286,30	2.911,60
Pengestrøm fra driften	401,80	1.898,50	2.426,90	677,30	1.622,10
Pengestrøm fra investering	-1.038,10	-1.112,70	-1.864,20	-603,80	-752,80
Investering til mat. Anlægsaktiver	-860,90	-927,40	-847,30	-435,50	-757,30
Pengestrøm fra finansiering	-543,50	-2.209,60	-	-550,00	-191,10
Pengestrøm i alt	-1.179,80	-1.423,80	562,70	-476,50	678,20
Antal medarbejdere (gennemsnit)	5.302,00	5.184,00	4.957,00	4.024,00	3.913,00

Officielle opgørelser

Resultatopgørelse

t'dkk

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Nettoomsætning	25.298.648	21.245.799	19.569.432	17.513.329
Råvarer og hjælpematerialer	-15.389.327	-13.967.598	-12.404.182	-10.278.382
Ændring i lagre af færdigvarer og varer under fremstilling	86.841	77.908	18.836	-218.591
Andre eksterne omkostninger	-3.690.841	-2.631.468	-2.214.085	-2.547.826
Bruttoresultat	6.305.321	4.724.641	4.970.001	4.468.530
Personaleomkostninger	-3.221.039	-3.241.990	-3.010.787	-2.334.826
Af- og nedskrivninger	-825.919	-641.788	-426.682	-344.540
Driftsresultat	2.258.363	840.863	1.532.532	1.789.164
Andel af resultat i associerede virksomheder	-15.028	43.807	-24.977	-
Finansielle indtægter	282	3.047	172.366	4.905
Finansielle omkostninger	-76.283	-176.669	-126.010	-127.635
Resultat før skat	2.167.334	711.048	1.553.911	1.666.434
Skat af årets resultat	-528.408	-166.204	-414.358	-411.824
Årets resultat	1.638.926	544.844	1.139.553	1.254.610

Disponering

Foreslået udbytte	1.638.000	544.000	2.270.000	-
Overført resultat	926	844	-1.130.447	1.254.610
I alt	1.638.926	544.844	1.139.553	1.254.610

Balance

Aktiver

Færdiggjorte udviklingsprojekter	173.643	320.187	137.369	22.409
Udviklingsprojekter under udførelse	11.776	-	216.073	152.897
Andre immaterielle aktiver	23.382	28.452	23.170	6.265
Immaterielle anlægsaktiver	208.801	348.639	376.612	181.571
Grunde og bygninger	1.306.612	1.083.430	1.132.099	1.191.659
Produktionsanlæg og maskiner	440.704	336.557	241.443	180.207
Andre anlæg, driftsmaterial og inventar	954.071	845.440	575.436	471.719
Aktiver under opførelse og forudbetalinger	187.620	427.796	311.477	32.883
Materielle anlægsaktiver	2.889.007	2.693.223	2.260.455	1.876.468
Kapitalandele i associerede virksomheder	1.060.302	920.047	835.052	352
Andre værdipapirer	1.542	1.406	1.406	1.059
Finansielle anlægsaktiver	1.061.844	921.453	836.458	1.411
Totale anlægsaktiver	4.159.652	3.963.315	3.473.525	2.059.450
Varebeholdninger	3.275.630	2.967.693	3.012.915	2.342.494
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	997.696	331.868	114.119	302.471
Igangværende arbejder for fremmed regning	5.409.080	4.620.575	3.654.468	2.709.887
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	1.837.885	1.358.335	4.210.413	3.273.305
Andre tilgodehavender	324.686	277.684	536.284	212.180
Tilgodehavende selskabsskat	-	82.057	-	-
Periodeafgrænsningsposter	112.180	5.354	9.465	21.110
Tilgodehavender	8.681.527	6.675.873	8.524.749	6.518.953
Likvide beholdninger	29	38	61	73
Totale omsætningsaktiver	11.957.186	9.643.604	11.537.725	8.861.520
Totale aktiver	16.116.838	13.606.919	15.011.250	10.920.970

Passiver

Aktiekapital	20.000	20.000	20.000	20.000
Overført resultat	2.141.489	2.144.051	2.145.408	3.266.362
Foreslået udbytte	1.638.000	544.000	2.270.000	-
Egenkapital	3.799.489	2.708.051	4.435.408	3.286.362
Udskudt skat	673.766	961.436	769.312	591.014
Andre hensatte forpligtelser	3.099.917	2.082.172	1.833.583	1.618.921
Hensatte forpligtelser	3.773.683	3.043.608	2.602.895	2.209.935
Igangværende arbejder for fremmed regning_	2.989.367	4.738.190	4.408.083	2.700.407
Modtagne forudbetalinger fra kunder	52.880	52.701	108.146	187.662
Leverandør af varer og tjenesteydelser	3.707.653	2.182.640	1.643.600	1.403.372
Gæld til tilknyttede virksomheder	1.021.384	28.743	360.222	202.266
Selskabsskat	-	-	217.495	157.481
Anden gæld	772.382	852.986	1.235.401	716.417
Periodeafgrænsningsposter_	-	-	-	57.068
Kortfristet gæld	8.543.666	7.855.260	7.972.947	5.424.673
Total gæld	8.543.666	7.855.260	7.972.947	5.424.673
Totale passiver	16.116.838	13.606.919	15.011.250	10.920.970

Egenkapital opgørelse	Aktiekapital	Overført resultat	Foreslået udbytte	Total
Egenkapital 30. september 2009	20.000	2.217.706	550.000	2.787.706
Ændring af regnskabspraksis		-123.881		-123.881
Årets resultat		1.254.610		1.254.610
Udloddet udbytte			-550.000	-550.000
Værdiregulering af sikringsinstr.		-11.633		-11.633
Tilbageførsel af værdireg. Af sikringsinstr. Primo		-70.440		-70.440
Egenkapital 30. september 2010	20.000	3.266.362	-	3.286.362
Årets resultat		-1.130.447		-1.130.447
Foreslået udbytte			2.270.000	2.270.000
Udloddet udbytte			-	-
Værdiregulering af sikringsinstr.		-2.140		-2.140
Tilbageførsel af værdireg. Af sikringsinstr. Primo		11.633		11.633
Egenkapital 30. september 2011	20.000	2.145.408	2.270.000	4.435.408
Årets resultat		844		844
Foreslået udbytte			544.000	544.000
Udloddet udbytte			-2.270.000	-2.270.000
Værdiregulering af sikringsinstr.		-4.341		-4.341
Tilbageførsel af værdireg. Af sikringsinstr. Primo		2.140		2.140
Egenkapital 30. september 2012	20.000	2.144.051	544.000	2.708.051
Årets resultat		926		926
Foreslået udbytte			1.638.000	1.638.000
Udloddet udbytte			-544.000	-544.000
Værdiregulering af sikringsinstr.		12.763		12.763
Værdireg. Sikringsinstr. Associerede virksomheder		-16.251		-16.251
Egenkapital 30. september 2013	20.000	2.141.489	1.638.000	3.799.489

Pengestrømsopgørelse	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Driftsresultat	2.258.362	840.863	1.532.532	1.828.717
Årets afskrivninger tilbageført	825.919	641.788	426.682	344.540
Øvrige ændringer	-16.543	248.589	214.662	-
Reguleringer	809.376	890.377	641.344	344.540
Ændring i varebeholdninger	-307.937	45.222	-1.693.521	983.617
Ændring i tilgodehavender	-2.966.857	175.701	-261.960	-2.421.626
Ændring i garantihensættelser mv tilbageført	1.017.745	-	-	718.516
Ændring i kortfristet gæld	-256.937	431.287	2.330.304	-226.289
Ændring i driftskapital	-2.513.986	652.210	374.823	-945.782
Pengestrømme fra driftsaktivitet før renter	553.752	2.383.450	2.548.699	1.227.475
Betalte finansielle omkostninger, netto	-93.371	-171.422	59.055	-231.905
Betalt selskabsskat	-93.939	-261.066	-179.210	-318.384
Resultat tilknyttede virksomheder	30.759	-39.898	-	-
Regulering af udskudt skat posteret på sikringsinstr.	4.607	-12.566	-1.563	-
Pengestrømme fra driftsaktivitet	401.808	1.898.498	2.426.981	677.186
Køb af immaterielle anlægsaktiver	-19.475	-125.086	-212.861	-172.408
Salg af immaterielle anlægsaktiver	-	327	-	-
Køb af materielle anlægsaktiver	-860.893	-927.425	-847.304	-435.485
Salg af materielle anlægsaktiver	13.897	5.602	54.454	4.060
Udvidelse/salg af kapital i associerede virksomheder	-171.500	-66.150	-858.502	-
Køb af finansielle værdipapirer	-170	-	-	-
Pengestrøm fra investering	-1.038.141	-1.112.732	-1.864.213	-603.833
Betalt udbytte	-544.000	-2.270.000	-	-550.000
Modtaget udbytte	520	60.458	-	-
Pengestrøm fra finansiering	-543.480	-2.209.542	-	-550.000
Ændring i likvider	-1.179.813	-1.423.776	562.768	-476.647
Likvider 1. oktober	850.444	2.274.220	1.711.452	2.187.909
Likvider 30. september	-329.369	850.444	2.274.220	1.711.262

Reformulerede opgørelser

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Egenkapital primo	2.708.051	4.435.408	3.286.362	2.787.706
Transaktioner med ejerne				
Betalt udbytte	-544.000	-2.270.000	-	-550.000
Totale transaktioner med ejerne	-544.000	-2.270.000	-	-550.000
Totalindkomst				
Årets resultat	1.638.926	544.844	1.139.553	1.254.610
Værdireg. af sikringsinstrumenter	-3.488	-2.201	9.493	-82.073
Dirty surplus - Ændring af regnskabspraksis	-	-	-	-123.881
Totalindkomst i alt	1.635.438	542.643	1.149.046	1.048.656
Egenkapital ultimo	3.799.489	2.708.051	4.435.408	3.286.362

Balance	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Netto Driftsaktiver (NOA)				
Driftsaktiver (OA)				
Færdiggjorte udviklingsprojekter	173.643	320.187	137.369	22.409
Udviklingsprojekter under udførelse	11.776	-	216.073	152.897
Andre immaterielle aktiver	23.382	28.452	23.170	6.265
Grunde og bygninger	1.306.612	1.083.430	1.132.099	1.191.659
Produktionsanlæg og maskiner	440.704	336.557	241.443	180.207
Andre anlæg, driftsmaterial og inventar	954.071	845.440	575.436	471.719
Aktiver under opførelse og forudbetalinger	187.620	427.796	311.477	32.883
Kapitalandele i associerede virksomheder	1.060.302	920.047	835.052	352
Varebeholdninger	3.275.630	2.967.693	3.012.915	2.342.494
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	997.696	331.868	114.119	302.471
Igangværende arbejder for fremmed regning	5.409.080	4.620.575	3.654.468	2.709.887
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	1.837.885	1.358.335	4.210.413	3.273.305
Andre tilgodehavender	324.686	277.684	536.284	212.180
Tilgodehavende selskabsskat	-	82.057	-	-
Periodeafgrænsningsposter	112.180	5.354	9.465	21.110
Likvide beholdninger	29	38	61	73
Totale driftsaktiver	16.115.296	13.605.513	15.009.844	10.919.911
Driftsforpligtelser (OL)				
Udskudt skat	673.766	961.436	769.312	591.014
Andre hensatte forpligtelser	3.099.917	2.082.172	1.833.583	1.618.921
Igangværende arbejder for fremmed regning_	2.989.367	4.738.190	4.408.083	2.700.407
Modtagne forudbetalinger fra kunder	52.880	52.701	108.146	187.662
Leverandør af varer og tjenesteydelser	3.707.653	2.182.640	1.643.600	1.403.372
Selskabsskat	-	-	217.495	157.481
Periodeafgrænsningsposter_	-	-	-	57.068
Totale driftsforpligtelser	10.523.583	10.017.139	8.980.219	6.715.925
Netto driftsaktiver	5.591.713	3.588.374	6.029.625	4.203.986
Netto Finansielle forpligtelser (NFO)				
Finansielle aktiver (FA)				
Andre værdipapirer	1.542	1.406	1.406	1.059
Totale finansielle aktiver	1.542	1.406	1.406	1.059
Finansielle forpligtelser (FO)				
Gæld til tilknyttede virksomheder	1.021.384	28.743	360.222	202.266
Anden gæld	772.382	852.986	1.235.401	716.417
Totale finansielle forpligtelser	1.793.766	881.729	1.595.623	918.683
Netto finansielle forpligtelser	1.792.224	880.323	1.594.217	917.624
Egenkapital	3.799.489	2.708.051	4.435.408	3.286.362

Resultatopgørelse	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Nettoomsætning	25.298.648	21.245.799	19.569.432	17.513.329
Produktionsomkostninger	▼ -18.993.327	▼ -16.521.158	▼ -14.599.431	▼ -13.044.799
Bruttoresultat	6.305.321	4.724.641	4.970.001	4.468.530
Personaleomkostninger	-3.221.039	-3.241.990	-3.010.787	-2.334.826
Af- og nedskrivninger	-825.919	-641.788	-426.682	-344.540
Driftsoverskud fra salg, før skat	2.258.363	840.863	1.532.532	1.789.164
Rapporteret skatteomkostning	-528.408	-166.204	-414.358	-411.824
Skattefordel netto finansielle omkostninger	-19.000	-43.406	11.589	-30.683
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-3.757	10.952	-6.244	-
Driftsoverskud fra salg, efter skat	1.707.198	642.205	1.123.519	1.346.658
Andet driftsoverskud				
Andel af resultat i associerede virksomheder	-15.028	43.807	-24.977	-
Skat herpå	-3.757	10.952	-6.244	-
	-11.271	32.855	-18.733	-
Praksisændring, efter skat	-	-	-	-123.881
Værdiregulering af sikringsinstr., efter skat	-3.488	-2.201	9.493	-82.073
Driftsoverskud i alt, efter skat	1.692.439	672.860	1.114.279	1.140.704
Netto finansielle omkostninger	▼ -76.001	▼ -173.622	▼ 46.356	▼ -122.730
Skattefordel	-19.000	-43.406	11.589	-30.683
Brutto finansielle omkostninger	-57.001	-130.217	34.767	-92.048
Totalindkomst	1.635.438	542.643	1.149.046	1.048.656

Rentabilitetsanalyse

Ikke bereg

Niveau 1

	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
ROE (Return on equity)	43,0%	20,0%	25,9%	31,9%
	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
ROIC (Return on invested capital)	30,3%	18,8%	18,5%	27,1%

Analyse af finansiel gearing

ROIC	30,3%	18,8%	18,5%	27,1%
	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
FGEAR	47,2%	32,5%	35,9%	27,9%
NBC (Net Borrowing cost, r)	3,2%	14,8%	-2,2%	10,0%
SPREAD	27,1%	4,0%	20,7%	17,1%
	43,0%	20,0%	25,9%	31,9%

Niveau 2

ROIC	30,3%	18,8%	18,5%	27,1%
	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
OG (Overskudsgrad)	6,7%	3,2%	5,7%	6,5%
	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
AOH (Aktivers omsætningshastighed)	4,52	5,92	3,25	4,17
Inverse værdi (1/AOH)	0,22	0,17	0,31	0,24
	30,3%	18,8%	18,5%	27,1%

Niveau 3

OG drivere	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Bruttoavance	24,9%	22,2%	25,4%	25,5%
Personaleomkostninger	-12,7%	-15,3%	-15,4%	-13,3%
Af- og nedskrivninger	-3,3%	-3,0%	-2,2%	-2,0%
OG fra salg før skat	8,93%	4,0%	7,8%	10,2%
Skat på OI fra salg	-2,2%	-0,9%	-2,1%	-2,5%
OG fra salg	6,7%	3,0%	5,7%	7,7%
Andet OI, efter skat	-0,1%	0,1%	0,0%	-1,2%
OG	6,7%	3,2%	5,7%	6,5%

AOH drivere (inverse)	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Immaterielle anlægsaktiver	0,01	0,02	0,02	0,01
Materielle anlægsaktiver	0,11	0,13	0,12	0,11
Varebeholdninger	0,13	0,14	0,15	0,13
Tilgodehavender fra salg	0,04	0,02	0,01	0,02
Øvrige driftsaktiver	0,35	0,34	0,47	0,35
	0,64	0,64	0,77	0,62
Hensatte forpligtelser	-0,12	-0,10	-0,09	-0,09
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-0,15	-0,10	-0,08	-0,08
Øvrige driftsforpligtelser	-0,15	-0,27	-0,28	-0,21
1/AOH	0,22	0,17	0,31	0,24
Netto driftskapital	0,02	0,05	0,08	0,07
Øvrig NOA	0,20	0,12	0,23	0,17
1/AOH	0,22	0,17	0,31	0,24

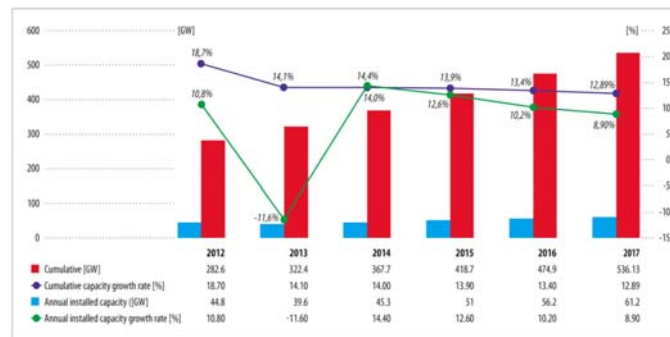
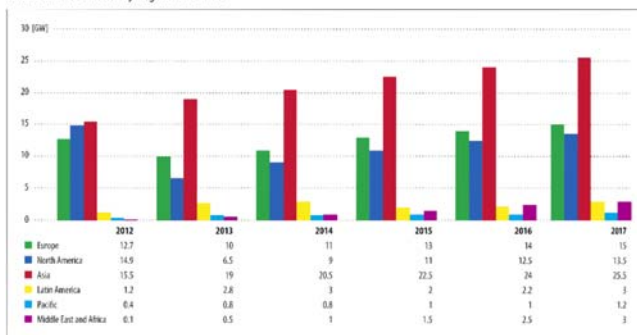
Omsætningshastigheder	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Tilgodehavender	25,4	64,0	171,5	57,9
Varelager	7,7	7,2	6,5	7,5
Leverandører	6,8	9,7	11,9	12,5
Pengebindning - antal dage	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
Tilgodehavender	14	6	2	6
Varelager	47	50	55	48
Leverandører	53	37	30	29

Budgettering

TDKK

Omsætning fordelt på segment	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
EMEA	22.235.994	16.144.945	12.648.219	11.515.649
Vækst	38%	28%	10%	-
North America	711.276	3.627.476	6.687.666	5.529.242
Vækst	-80%	-46%	21%	-
Rest	2.351.378	1.473.378	233.547	468.438
Vækst	60%	531%	-50%	-
Total	25.298.648	21.245.799	19.569.432	17.513.329

Annual Market Forecast by Region 2012-2017



GWEC	2013 vækst	2014 vækst	2015 vækst	2016 vækst	2017
Europe	10	9%	13,0	7%	15,0
North America	6,5	28%	11,0	12%	13,5
Asia	19	7%	22,5	6%	25,5
Latin America	2,8	7%	2,0	9%	3,0
Pacific	0,8	0%	1,0	0%	1,2
Middle east & Africa	0,5	50%	1,5	40%	3,0

Vækst i procent på segment (GWEC)	2014	2015	2016	2017
EMEA	14%	21%	14%	9%
North America	28%	18%	12%	7%
Rest	8%	5%	7%	9%

Budgetteret salgsvækst	2014	2015	2016	2017	2018
EMEA	14%	21%	14%	9%	9%
Omsætning	25.412.565	30.706.849	34.942.276	38.118.847	41.549.543
North America	40%	35%	35%	35%	35%
Omsætning	995.786	1.344.312	1.814.821	2.450.008	3.307.511
Rest	20%	18%	20%	20%	10%
Omsætning	2.821.654	3.329.551	3.995.461	4.794.554	5.274.009
Omsætning i alt	29.230.005	35.380.712	40.752.558	45.363.409	50.131.063
Vækst i alt	16%	21%	15%	11%	11%

Budgetteret salgsvækst	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
EMEA	9%	7%	6%	6%	4%	-
Omsætning	45.289.002	48.459.232	51.366.786	54.448.793	56.626.745	-
North America	35%	6%	6%	6%	5%	-
Omsætning	4.465.140	4.733.048	5.017.031	5.318.053	5.583.955	-
Rest	10%	11%	11%	9%	7%	-
Omsætning	5.801.410	6.439.565	7.147.917	7.791.230	8.336.616	-
Omsætning i alt	55.555.552	59.631.845	63.531.734	67.558.076	70.547.316	73.369.209
Vækst i alt	11%	7%	7%	6%	4%	4%

Budgetteret AOH	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1/AOH	0,22	0,2	0,2	0,23	0,26	0,24
AOH	4,52	5,00	5,00	4,35	3,85	4,17
NDA	5.591.713	5.846.001	7.076.142	9.373.088	11.794.486	12.031.455

Budgetteret AOH	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
1/AOH	0,24	0,25	0,23	0,23	0,23	0,23
AOH	4,17	4,00	4,35	4,35	4,35	4,35
NDA	13.333.332	14.907.961	14.612.299	15.538.357	16.225.883	16.874.918

Budgetteret OG/driftoverskud	2013	2014	2015	2016	2017	2018
OG salg	8,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Driftoverskud salg	2.258.363	2.046.100	2.476.650	2.852.679	3.175.439	3.509.174
Effektiv skatte %	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Driftoverskud salg efter skat	1.707.198	1.555.036	1.882.254	2.168.036	2.413.333	2.666.973
Driftoverskud andet efter skat	-14.759	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Samlet driftoverskud efter skat	1.692.439	1.545.036	1.872.254	2.158.036	2.403.333	2.656.973

Budgetteret OG/driftoverskud	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
OG salg	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Driftoverskud salg	3.888.889	4.174.229	4.447.221	4.729.065	4.938.312	5.135.845
Effektiv skatte %	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Driftoverskud salg efter skat	2.955.555	3.172.414	3.379.888	3.594.090	3.753.117	3.903.242
Driftoverskud andet efter skat	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Samlet driftoverskud efter skat	2.945.555	3.162.414	3.369.888	3.584.090	3.743.117	3.893.242

Værdiansættelse

DCF

Mio DKK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (TV)
DO	1.545	1.872	2.158	2.403	2.657	2.946	3.162	3.370	3.584	3.743	3.893
ΔNDA	254	1.230	2.297	2.421	237	1.302	1.575	-296	926	688	649
FCF	1.291	642	-139	-18	2.420	1.644	1.588	3.666	2.658	3.056	3.244
Diskonteringsfaktor	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73	0,69	0,64	0,60	0,57	0,53	
PV	1.212	566	-115	-14	1.767	1.127	1.022	2.217	1.509	1.629	

PV af budgetperiode	10.921	Mio DKK
Terminalværdi	69.474	Mio DKK
Samlet virksomhedsværdi	80.395	Mio DKK
Markedsværdi af gæld	1.792	Mio DKK
Aktionær værdi	78.603	Mio DKK
Antal aktier	20.000	stk
Værdi pr. aktie	3.930.141	DKK

Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalyse			WACC				
			4,49%	5,49%	6,49%	7,49%	8,49%
Vækst i terminalperioden	2%		4.978	3.389	2.531	2.002	1.648
	3%		7.743	4.421	3.030	2.278	1.815
	4%		21.794	6.836	3.930	2.714	2.056
	5%		-19.256	19.109	6.038	3.499	2.435
	6%		-5.935	-16.748	16.751	5.337	3.119

Følsomhedsanalyse		OG				
		5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
AOH	2,35	-12.625	-12.028	-11.431	-10.834	-10.237
	3,35	-2.646	-2.049	-1.452	-855	-258
	4,35	2.736	3.333	3.930	4.527	5.124
	5,35	6.121	6.718	7.315	7.912	8.509
	6,35	8.433	9.030	9.627	10.224	10.821

Multipelanalyse

Mio DKK	Virksomhed	Nettoomsætning	EBIT	Bogført værdi af EK	Udestående aktier (mio)	Aktiekurs	Markedsværdi	P/S	P/E	P/B	EBIT
	Vestas	45.387	761	11.369	224	213	47.600	1,05	62,56	4,19	
	Gamesa	19.880	-3.752	7.674	254	59	14.867	0,75	-3,96	1,94	
	Goldwind	3.370	82	11.684	2.695	6	16.357	4,85	200,02	1,40	
	Suzlon	157	-134	1.981	2.488	10	24.508	155,78	-183,16	12,37	
	Nordex	10.662	330	2.745	81	91	7.360	0,69	22,27	2,68	
Gennemsnit								32,62	19,54	4,52	
Gennemsnit ekskl. Negative EBIT								2,20	94,95	2,76	
SWP		25.299	2.258	3.799	0,02	3.930.141	78.603	3,11	34,81	20,69	

Beregning af SWP på gennemsnitsværdier

Mio DKK	Multipel		SWP beløb	SWP værdi
Nettoomsætn	2,20	x	25.299	55.603
EBIT	94,95	x	2.258	214.426
Bogført værdi	2,76	x	3.799	10.471
Gennemsnit				93.500