



'12

Strategisk analyse og værdiansættelse af

Sanistål

pr. 31. december 2012

ANSLAG: 150.451

Louise Kjøller Pedersen

Alexander Christensen

Forord

Sanistål A/S (herefter benævnt Sanistål) er en virksomhed, der opererer på grossistmarkedet rettet mod mange erhvervsvirksomheder bl.a. VVS-installatører, entreprenører, tømrer- og snedkervirksomheder og som markedsfører et komplet produktsortiment og en række servicekoncepter. Sanistål dækker hele Danmark gennem de to divisioner: byggeri (inkl. Carl F) og industri. Udenfor Danmark, bliver deres produkter markedsført gennem datterselskaber i henholdsvis Tyskland, Polen, Litauen, Letland og Estland.

Sanistål er en børsnoteret virksomhed, der helt tilbage fra grundlæggelsen, har stået i spidsen af en række opkøb samt fusioner med andre virksomheder.

Resultatet af de mange fusioner og opkøb gjorde at Sanistål i tiden op til finanskrisen gik fra en omsætning i 2004 på 3,5 mia. kr., til 6,7 mia. kr. i 2008. I samme periode steg aktiekursen fra 200 kr. til på det højeste at blive handlet til 1.224 kr.

Krisen fik dog sat Sanistål under et betydeligt pres, da de opererer i en meget konjunkturfølsom branche, og desuden lige inden krisen valgte at foretage et større kapitalopkøb af en af deres nærmeste konkurrenter, samt købe Carl F og investere i logistik.

I løbet af perioden 2007 til 2011 faldt egenkapitalen med over 1 mia. kr. til -75 mio. kr., og med en tilsvarende gæld på over 2,7 mia. kr. var Sanistål's videre skæbne meget usikker. For at redde Sanistål blev de involverede banker og de daværende aktionærer enige om at konvertere 550 mio. kr. fra ansvarligt lån til egenkapital. Ydermere blev de daværende A og B aktier ophævet, således at der fremover kun var én aktieklasse.

Før krisen var Sanistål primært en familieejet virksomhed, men krisen medførte at de involverede banker overtog det meste af virksomheden, og i dag ejer 76,24 % af aktiekapitalen¹.

¹ <http://aktieugebrevet.dk/nyheder/Bankerne-overtager-kontrollen-med-Sanistaal>

Sanistål har imidlertid i 2012, for andet år i træk formået at levere et positivt resultat, ligesom deres gæld er blevet nedbragt med over 200 mio. kr. Selvom den danske økonomi fortsat er under pres, så er positive tendenser begyndt at vise sig for virksomheden.

Kan Sanistål i fremtiden - efter hele denne rutsjetur - fortsat skabe værdi for ejerne, og hvad er konkursrisikoen i fremtiden? Det vil dette afgangsprojekt hjælpe med at få belyst.

God læselyst.

Frederiksberg, den 10. maj 2013

Med venlig hilsen

Louise Kjøller Pedersen

Alexander Christensen

Indholdsfortegnelse

1. Indledning

1.1 Formål og målgruppe	1
1.2 Problemformulering	2
1.3 Definition af nøglebegreber.....	3
1.4 Afgrænsning	4
1.5 Disposition	5
1.6 Metode	6
1.6.1 Virksomhedspræsentation	6
1.6.2 Strategisk analyse	6
1.6.3 Regnskabsanalyse.....	6
1.6.4 Budgetteringen	7
1.6.5 Værdiansættelse af Sanistål	7
1.6.6 Konkursrisiko	7

2. Præsentation af Sanistål

2.1 Historie	8
2.2 Direktion og bestyrelse	10
2.3 Ejerforhold	10
2.4 Udvikling i aktiekurs- og handler	11
2.4.1 Aktiekurs	11
2.4.2 Handler.....	14
2.5 Sanistål's konkurrencestrategi, vision og mission	15
2.6 Markeder og produkter	16
2.6.1 Byggeri-divisionen	16
2.6.2 Industri-divisionen	16
2.7 Konkurrenter	17
2.7.1 Brødrene A&O Johansen A/S	17
2.7.2 Brdr. Dahl (Saint-Gobain Distribution Denmark A/S)	17
2.7.3 Solar Danmark A/S.....	18
2.7.4 Lemvigh-Müller A/S	18

3. Strategisk analyse

3.1 PESTEL-analyse	20
3.1.1 Politiske forhold	20
3.1.2 Økonomiske forhold	22
3.1.2.1 Udvikling i verdensøkonomien	22
3.1.2.2 Udvikling i renteniveauet	22
3.1.2.3 Valutakurser	23
3.1.2.4 Udvikling i råvarepriser	24
3.1.3 Lovgivning	24
3.2 Porters Five Forces of Competition	25
3.2.1 Truslen fra nye indtrængere	26
3.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke	27
3.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke	27
3.2.4 Rivalisering i branchen	27
3.3 Analyse af Sanistål's ressourcer og kompetencer	28
3.3.1 Analyse af ressourcer	29
3.3.1.1 Medarbejdere	29
3.3.1.2 Lager	32
3.3.1.3 Systemer & IT	35
3.3.2 Analyse af kompetencerne	40
3.3.2.1 Leverings & kvalitetssikkerhed	41
3.3.2.2 Høj varetilgængelighed	42
3.3.2.3 Sagsstyring og digital integration	42
3.4 SWOT-analyse	44

4. Regnskabsanalyse

4.1 Reformulering af resultatopgørelse	45
4.2 Reformulering af balancen	46
4.3 Reformulering af resultatopgørelsen	46
4.4 Analyse af rentabilitet.....	47
4.5 Analyse af Sanistål	48
4.5.1 Afkastningsgraden (ROIC) - Niveau 1 og 2.....	48
4.5.2 Overskudsgraden (OG) – Niveau 2 og 3.....	49
4.5.3 Aktivernes omsætningshastighed – Niveau 2 og 3.....	50
4.5.4 Finansiell gearing (FGEAR)	51
4.5.5 SPREAD	51
4.6 Analyse af risiko.....	51
4.6.1 Driftsmæssig risiko	52
4.6.2 Finansiell risiko	53
4.7 Opsummering af rentabilitetsanalyse.....	54

5. Budgettering

5.1 Budgettering af omsætningen.....	56
5.2 Budgettering af overskudsgraden	60
5.3 Budgettering af andet driftsoverskud.....	64
5.3.1 Kapitalandele i AO Johansen A/S.....	64
5.3.2 Husleje indtægter.....	66
5.4 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed.....	67
5.4.1 Budgettering af kernerdriftsaktiver	67
5.4.2 Budgettering af kernerdriftsforpligtelser	72
5.4.3 Budgettering af ikke-kernerdriftsaktiver	73
5.4.4 Budgettering af ikke-kernerdriftsforpligtelser.....	74
5.5 Budget konklusion.....	75

6. Værdiansættelse af Sanistål

6.1 Estimering af WACC	76
6.1.1 Estimering af forholdet mellem markedsværdien af E, NFF og NDA.....	77
6.1.2 Estimering af ejernes afkastkrav	78
6.1.2.1 Risiko frie rente	79
6.1.2.2 Beta-værdi	80
6.1.2.3 Risikopræmie.....	82
6.1.2.4 Estimering af ejernes afkastkrav	83
6.1.3 Estimering af finansielle omkostninger efter skat	83
6.1.4 WACC.....	84
6.2 Værdiansættelse	85
6.3 Følsomhedsanalyse	86
6.4 Øvrige forhold med betydning for investor.....	87

7. Konkursrisiko

7.1 Konkursrisikoen for Sanistål	88
7.2 Følsomhedsanalyse	92

8. Konklusion

.....	94
-------	----

9. Bilag

Bilag 1: Officielle resultatopgørelser	97
Bilag 2: Reformulerede resultatopgørelser.....	98
Bilag 3: Officielle balancer	99
Bilag 4: Reformulerede balancer	100
Bilag 5: Officielle egenkapitalopgørelser.....	101
Bilag 6: Reformulerede egenkapitalopgørelser	102
Bilag 7: Rentabilitetsanalyse	105
Bilag 8: Beregning af beta-værdi over 11-årig periode.....	106
Bilag 9: Beregning af beta-værdi over 5-årig periode.....	110

10. Litteraturliste

.....	112
-------	-----

1. Indledning

1.1 Formål og målgruppe

Formålet med dette afgangsprøjsprojekt er at værdiansætte Sanistål's aktie pr. 31. december 2012, til brug for en tænkt minoritets investor og med udgangspunkt i en langsigtet betragtning, samt vurdering af hvorvidt denne aktie er over- eller undervurderet i forhold til den forventede markedspris. Ydermere vil der ud fra værdiansættelsen blive foretaget en analyse for at se om virksomheden på nuværende tidspunkt er konkurstruet.

Denne foreslåede anbefaling vil bygge på en analyse af hvilke faktorer internt, såvel som eksternt, der vurderes at have størst indflydelse på værdiansættelsen.

Målgruppen for dette afgangsprøjsprojekt er lærer, censor, studerende samt andre der kunne have interesse i rapportens problemstillinger.

1.2 Problemformulering

Hvad er værdien af Sanistål's aktie pr. 31. december 2012, samt er selskabet fortsat konkurstruet pr. 31. december 2012 i relation til gældskonverteringen d. 16. juni 2011, hvor bankerne overtog 76,24 % af aktiekapitalen.

For at kunne værdiansætte Sanistål's aktie, vil vi komme nærmere ind på følgende hovedområder:

- Hvilke omverdensfaktorer har indflydelse på Sanistål's nuværende strategiske position og dens fremtidsmuligheder?
- Hvilke interne faktorer vil have indflydelse på Sanistål's nuværende strategiske position og dens fremtidsmuligheder?
- Hvordan har den historiske udvikling været i rentabiliteten, samt hvad har ligget til grund for den vækst, som Sanistål har haft igennem tiden, og hvilke risici har været forbundet med denne vækst?
- Hvordan forventes de fremtidige økonomiske resultater at blive, samt hvilke usikkerhedsfaktorer er der forbundet med denne budgettering?
- Hvor stor følsomhed er der forbundet med de forventede fremtidige resultater, og hvilken effekt har denne på værdiansættelsen?
- Hvordan er Sanistål's nuværende situation, i forhold til risikoen for en mulig konkurs?

Afslutningsvis vil vi sammenholde resultaterne fra vores strategiske- og regnskabsanalyse, for at give en vurdering af Sanistål til brug for en tænkt minoritets investor.

1.3 Definition af nøglebegreber

Sanistål:	Sanistål bestående af koncern samt datterselskaber i henholdsvis Tyskland, Polen, Litauen, samt Letland.
Strategisk position:	Virksomhedens styrke, lønsomhed og markedsandel i forhold til konkurrenterne.
Rentabilitet:	Rentabiliteten er et udtryk for den værdiskabelse, som sker i virksomheden. Rentabiliteten kan sammenfattes i egenkapitalforrentningen, der er et udtryk for forholdet mellem en periodes totalindkomst og egenkapital.
Vækst:	Vækst i residualindkomst.
Risiko:	Risiko forbundet med værdiskabelsen er risikoen for, at virksomheden ikke vil opnå den forventede egenkapitalforrentning, eller at egenkapitalen ikke vil vokse som forventet på grund af de driftsmæssige resultater (driftsmæssig risiko) eller finansielle resultater (finansiell risiko).
Værdiskabelse:	En virksomhed skaber værdi for ejerne når overskuddet er større end ejernes afkastkrav (egenkapitalomkostningerne), hvilket vil sige, at der er en positiv residualindkomst.
Følsomhed:	Følsomheden skal i denne forbindelse forstås som forårsagede værdiændringer i prisen (kr.) på én aktie på baggrund af ændringer i de forudsætninger, som værdiansættelsen bygger på.
Covenants:	En aftale mellem banker og låntager hvor der er angivet visse rammer/krav låntager skal opfylde.
Aswath Damodarans Database:	Database hvorfra man kan hente forskellige oplysninger til brug for en værdiansættelse.

Unlevered beta:	Unlevered beta Afspejler en virksomhed der udelukkende er egenkapitalfinansieret.
Levered beta:	Levered beta Afspejler en virksomhed der både er finansieret ved hjælp af fremmedkapital samt egenkapital.
Systematisk risiko:	Systematisk risiko betegner faktorer på markedet der rammer hele økonomien og ikke kun en enkelt aktie. Dette kan være konjunkturændringer, ændringer i inflationen, politiske ændringer etc.

1.4 Afgrænsning

Opgaven er udelukkende baseret på offentligt tilgængeligt materiale såsom årsrapporter, fondsbørsmeddelser, aktieanalyser og produktbeskrivelser, hvorfor udfaldet kunne have været anderledes, hvis der flere steder havde været en bedre detaljeringsgrad. Årsagen til dette skyldes, at Sanistål er en børsnoteret virksomhed og derfor ikke må videregive informationer uden at informere fondsbørsen, hvis disse oplysninger vurderes til at have offentlighedens interesse. De oplysninger, vi har gjort brug af, er de samme som aktieanalytikerne gør brug af, hvorfor dette ikke bør have en indflydelse på vores konklusion. Vi har koncentreret os om det, vi mente var relevant i forbindelse med besvarelse af problemformuleringen.

Som skæringsdato for værdiansættelsen har vi valgt 31. december 2012.

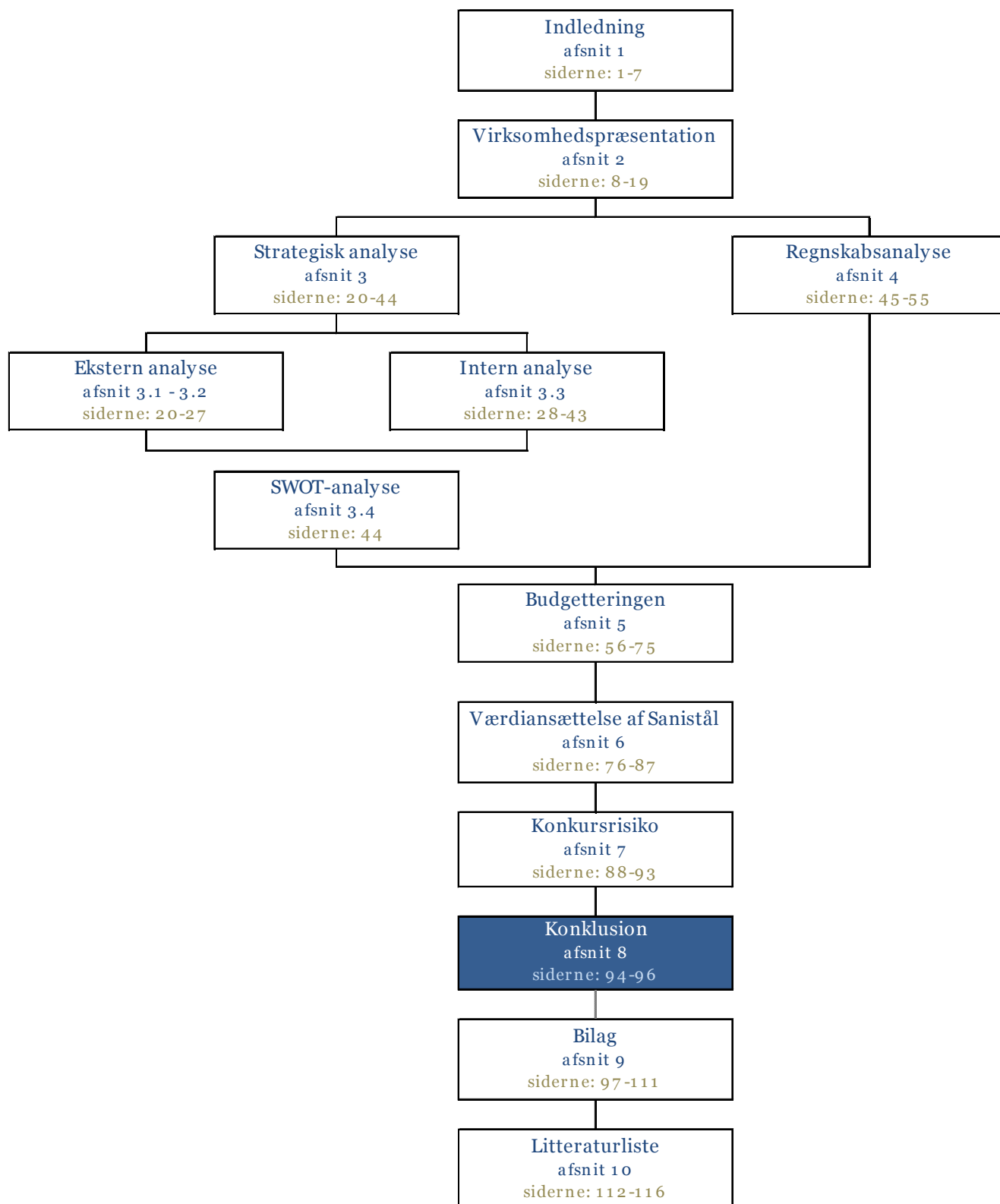
Der er medtaget oplysninger fra artikler og andet frem til og med d. 25. marts 2013, som er datoen for offentliggørelsen af Sanistål's årsrapport for 2012. Finansielle informationer, som er påløbet efter denne dato, og som principielt kunne have indflydelse på værdiansættelsen, er ikke medtaget i afgangsprojektet.

I forbindelse med den strategiske analyse har vi i vores omverdensanalyse i afsnit "[3.1 PESTEL-analyse](#)" valgt ikke at fokusere på områderne Teknologiske-, Sociale- og Miljømæssige forhold, da vi ikke mener det er relevant i forhold til vores værdiansættelse.

Det er ikke hensigten med dette afgangsprojekt at teste og lave en gennemgang af de forskellige værdiansættelsesmodeller. Derfor afgrænses der fra at anvende andre kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, da disse i teorien som udgangspunkt vil resultere i samme resultat som DCF-modellen.

1.5 Disposition

Opgavens struktur er illustreret på nedenstående figur, der har til formål at give læseren et overblik over den metodiske tilgang, der er anvendt i forhold til Sanistål, værdiansættelsen og konkursrisikoen.



1.6 Metode

1.6.1 Virksomhedspræsentation

Som indledning har vi valgt at lave en virksomhedspræsentation af Sanistål. Denne præsentation er af en beskrivende karakter og udarbejdet for at læseren kan opbygge et kendskab til virksomheden. Dette gøres da vi forventer, at det ikke er alle, der har et indgående kendskab til Sanistål, eftersom det normalt ikke er en virksomhed, man er i berøring med.

1.6.2 Strategisk analyse

Virksomhedspræsentationen er efterfulgt af en strategisk analyse, hvis formål er at give et overblik over Sanistål's nuværende markedsposition, samt selskabets muligheder for vækst. Den strategiske analyse er opdelt i 2 hovedområder, henholdsvis ekstern og intern analyse.

I den **eksterne del af analysen** har vi valgt at gøre brug af følgende analysemodeller;

- PESTEL
- Porter Fives Forces

I forbindelse med den **interne strategiske analyse** har vi valgt at kigge på Sanistål's ressourcer ved hjælp af en VRIO-analyse. Herefter vil vi analysere Sanistål's kompetencer.

Afslutningsvis opsamles konklusionerne fra de ovenstående modeller over den interne samt eksterne del i en SWOT-analyse. Gennem den interne analyse identificeres Sanistål's styrker og svagheder. Den eksterne analyse af branchen samt omverdenen hjælper til med at identificere Sanistål's muligheder og trusler, samt deres strategiske position på markedet i forhold til deres konkurrenter. SWOT-analysen anvendes til at opsamle de ikke-finansielle value-drivers, som de ovenstående analyser har identificeret og som senere sammen med regnskabsanalysen vil ligge til grund for budgetteringen.

1.6.3 Regnskabsanalyse

I forbindelse med regnskabsanalysen har vi valgt at gøre brug af årsrapporterne fra henholdsvis 2006-2012. Disse er reformuleret til analysebrug for at fjerne eventuel "støj" i form af dirty surplus poster, samt hidden dirty surplus poster. Vi vil gennemføre regnskabsanalysen, ved brug af den udvidede Dupont-model, da denne hjælper os med at nedbryde nøgletallene for at se, hvilke komponenter der har effekt på disse.

1.6.4 Budgetteringen

Ud fra vores strategiske analyse samt regnskabsanalysen udarbejdes der et budget for en periode på 6 år. Disse proforma opgørelser giver et indblik i, hvordan de fremtidige frie cash flow vil udarte sig. Ydermere indeholder budgetteringen også terminalværdien, hvilket dækker over de frie cash flow efter budgetperioden, og fremover.

1.6.5 Værdiansættelse af Sanistål

For at kunne værdiansætte Sanistål har vi valgt at benytte os af DCF-modellen. Denne model beregner værdien af virksomheden ved at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme for derefter at fratrække markedsværdien af netto finansielle forpligtelser for at finde egenkapitalværdien. Der er flere forskellige værdiansættelsesmodeller som residualindkomstmodellen og dividendemodellen, men værdien af Sanistål vil være den samme uanset valg af model. Vores valg falder på DCF-modellen ud fra den betragtning, at cash flowet i virksomheden ikke er følsomt overfor regnskabspraksis. Residualindkomstmodellen er dog heller ikke følsom overfor regnskabspraksis, men denne model tager udgangspunkt i regnskabsmæssige resultater frem for cash flows. Dette kan være uhensigtsmæssigt, da de regnskabsmæssige resultater kan påvirkes ved blandt andet konservative værdiansættelser. En anden årsag til brug af DCF-modellen er, at investor ofte fokuserer på cash flow frem for regnskabsmæssige resultater, da det er det, der gør investor rigere. Ydermere er DCF-modellen den mest benyttede model i praksis.

1.6.6 Konkursrisiko

I forlængelse af vores værdiansættelse vil vi ved hjælp af finansielle nøgletal og Edward I. Altmans Z-score model, beregne Sanistål's konkursrisiko. Vi vil ydermere se tilbage på de sidste 6 år, for at sammenligne Sanistål's nuværende konkursrisiko, med den daværende.

2. Præsentation af Sanistål

2.1 Historie

Sanistål blev etableret d. 1. januar 1972, som følge af en fusion mellem Lange og Unmack A/S, der har sine rødder tilbage i 1885.

Op igennem 70'erne opkøbte Sanistål tre andre virksomheder og etablende et nyt selskabet, under navnet Jysk Maskinteknik.

I 80'erne blev yderligere tre virksomheder opkøbt og 2 fusioneret med Sanistål. Det nyoprettede selskab, Jysk Maskinteknik, åbnede i løbet af dette årti 5 nye afdelinger forskellige steder i Jylland.

1984 var året hvor Sanistål blev børsnoteret på Københavns Fondsbørs.

I starten af 90'erne blev Sanistål til en koncern, hvilket skete ved opkøbet af aktierne i Hofman Stål A/S. I denne periode åbnede Jysk Maskinteknik endnu en afdeling i Jylland, og i midten af 90'erne valgte man at ændre navnet fra Jysk Maskinteknik til Sanistål.

Ydermere blev tretten andre virksomheder opkøbt igennem 90'erne, og to fusioneret med Sanistål.

Med overtagelsen af aktierne i tyske MAX SCHÖN i 1995, blev Sanistål en international virksomhed. MAX SCHÖN havde på daværende tidspunkt afdelinger i Polen, Estland og Letland, og er i dag datterselskab under Sanistål. Serman & Topsmark, som Sanistål overtog i 1999, fungerer i dag ligeledes som datterselskab under Sanistål.

I det nye årtusinde tog det for alvor fart for Sanistål. I 2001-02 blev selskaberne Holstebro Jern- & Stålforretning A/S og Brødrene Vestergaard A/S opkøbt. Disse havde en samlet omsætning på henholdsvis 115- og 133 mio. kr., og beskæftigede i alt 116 medarbejdere. Med disse opkøb styrkede Sanistål deres position på det nordvestjyske område, ligesom de fik en større dækning på det sjællandske marked indenfor værktøj, tekniske produkter og indretning af varebiler.

Frem til 2007 overtog Sanistål yderligere to virksomheder og med målet om at leve op til at være totalleverandør til danske industri og håndværk, udvider Sanistål deres nuværende produktsortiment med elteknik.

Med opkøbet af Carl F for 500 mio. kr.¹ i 2007 – den daværende markedsleder i Danmark inden for dør- og vinduebeslag, befæstelse og værktøj til tømrer- og snedkerbranchen – overtog Sanistål en virksomhed med en omsætning på 1 mia. kr. mod Sanistål's daværende omsætning på 5. mia. kr. Sanistål's samlede medarbejderstab udgjorde dermed 2.300 ansatte. Yderligere et opkøb gennemføres i 2007.

2007 er også året hvor Sanistål tager deres 40.000 kvadratmeter store lager i brug, som en del af en større rationalisering af lagerstrukturen.

Den internationale krise i 2008

Som resultat af den internationale finanskriser går byggeriet i 2008 meget tilbage, og derved bliver hele industrien også meget omkostningsbevidst. Dette resulterer i faldende efterspørgsel henover hele Sanistål's produktlinje, hvilket gør at Sanistål derfor må tilpasse sig den nye situation, som sker ved at skære ned på aktiviteterne, nedbringelse af lagerværdien og gennemførelse af effektiviseringer. Sanistål ændrede sit fokus på kerneforretningen, hvilket medfører af Carl F International frasælges.

I 2008 åbnes et nybygget stålager, som ved åbningen betragtes som Nordeuropas mest avancerede.

I 2009 tager Sanistål afsked med bestyrelsesformanden, der har siddet i bestyrelsen i 25 år, og en ny bestyrelsesformand og næstformand udvælges. Begge personer som allerede har siddet i bestyrelsen siden 2007.

2009 er også året hvor Sanistål ændrer organisationen, således at den ikke længere opdeles i fire segmenter, men i to divisioner: Byggeri og Industri.

I 2010 indgår Sanistål et samarbejde med Danske Fragtmænd om overtagelsen af al distribution, fra varen forlader lageret til den lander hos kunden².

¹ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-5807476:sanist%C3%A5l-k%C3%B8ber-carl-f.html?rss>

² <https://www.sanistaal.com/da/om-sanistaal/historie.aspx>

2.2 Direktion og bestyrelse

Bestyrelsen i Sanistål består af 7 personer, hvoraf 3 af disse er medarbejdervalgt. Bestyrelsesformand Ole Steen Andersen, som har været i Sanistål's bestyrelse siden 2007 – altså det år hvor krisen tog sit indtog – blev i 2009 udvalgt til bestyrelsesformand. Tilsvarende gælder næstformand Jens Jørgen Madsen³.

Direktionen består af adm. direktør Christian B. Lund, som har været ansat i Sanistål siden 2001, hvor han startede som koncerndirektør og i 2004 blev udnævnt som adm. direktør.

Direktionens andet- og sidste medlem – som blev ansat i februar 2010 – er økonomidirektøren Flemming Glamann⁴.

2.3 Ejerforhold

Aktiekapitalen udgør 11.923.784 aktier á 1 kr., svarende til en nominel aktiekapital på 11.923.784 kr. Ingen aktier er tildelt særlige rettigheder. Der er ingen begrænsninger i omsætteligheden og ingen stemmeretsbegrænsninger⁵.

Aktionærsammensætningen på regnskabsaflæggelses tidspunkt mandag den 25. marts 2013:

Ejer	Nominel beholdning	Stemme andel
Danske Bank A/S	5.202.727	43,6%
Nordea Bank Danmark A/S	1.918.182	16,1%
Jyske Bank A/S	1.486.364	12,5%
SAST ApS	752.606	6,3%
Øvrige	2.563.905	21,5%
I alt	11.923.784	100,0%

Figur 1 - Egen tilvirkning⁶

Bankernes - Danske bank A/S, Nordea Bank Danmark A/S, Jyske Bank A/S og Nykredit Bank A/S der tilsammen ejer 76,24 % af aktierne – oprindelige aftale af 30. maj 2011, om ikke at sælge aktier i Sanistål indtil udløb af ejeraftalen, den 31. marts 2013, er blevet forlænget. Den nye ejeraftale er på uændrede vilkår i forhold til den oprindelige, og er uopsigelige for parterne frem til 30. juni 2014⁷. Herefter kan aktionærerne opsige ejeraftalen med én måneds varsel, med mindre uopsigeligheden

³ <https://www.sanistaal.com/da/investor/aktieinfo.aspx>

⁴ <https://www.sanistaal.com/da/investor/aktieinfo.aspx>

⁵ Sanistål A/S - Årsrapporten for 2012, side. 34

⁶ Sanistål A/S - Årsrapporten for 2012, side. 34

⁷ <https://www.sanistaal.com/da/artikler/fondsboers/sanistaal-forlaenger-aftale-om-kreditfaciliteter.aspx>

forlænges ved aftale mellem aktionærene. Sanistål og øvrige aktionærer har ikke adgang til ejeraftalen, hvorfor informationen herom er baseret på oplysninger fra aktionærene ⁸. Bankerne oplyser at det ikke er deres hensigt at forblive langsigtede ejere af Sanistål, men at afhænde aktierne så snart forholdene er til det ⁹.

Sanistål har i forbindelse med aktieemissionen indgået aftale med bankerne om hvert kvartal at skulle opfylde såkaldte covenants vedrørende overskud, gæld, samt egenkapital.

Den resterende del af aktierne er frit omsættelige.

2.4 Udvikling i aktiekurs- og handler

2.4.1 Aktiekurs

Sanistål's aktie er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen under forkortelsen SANI, og ISIN-koden DK0010245661¹⁰. Som tidligere nævnt, under afsnit "2.1, Historie", har Sanistål været en virksomhed i udvikling helt fra grundlæggelsen. De har specielt opnået stigende salgsvækst igennem gentagne opkøb og fusioner, som har gjort dem til en mere markant spiller på markedet.

Da den internationale finanskrisen brød ud, fik det dog store konsekvenser for Sanistål. Årsagen skyldes, at de opererer på et meget konjunkturfølsomt marked, hvorfor efterspørgslen faldt markant.

Opkøb i 2007 af henholdsvis Carl F for 470,3 mio. kr.¹¹ og 39,12 % af aktiekapitalen i en af deres største konkurrenter, A&O Johansen A/S for 446,1 mio. kr. ¹², bliver en bekostelig investering for Sanistål, da begge forretninger ligeledes blev hårdt ramt af finanskrisen og derved ikke gav det forventede afkast.

Sanistål foretog i 2006 investeringer i logistik for at sikre at de kunne følge med udviklingen, og den stigende efterspørgsel selskabet oplevede på daværende tidspunkt.¹³ Opførelsen og udviklingen af lager og lagersystemet stod på i perioden 2006-2008 og medvirkede til at den rentebærende gæld i

⁸ https://www.sanistaal.com/media/311621/2011_nr._24_-_Storaktionaermeddelelse_-_Indgaaelse_af_ejeraftale_mellem_Danske_Bank_A_S__Nordea_Bank_Danmark_A_S__Jyske_Bank_A_S_og_Nykredit_Bank_A_S.pdf

⁹ https://www.sanistaal.com/media/230837/EGeneralforsamling_2011.pdf

¹⁰ Sanistål A/S – Årsrapport for 2011

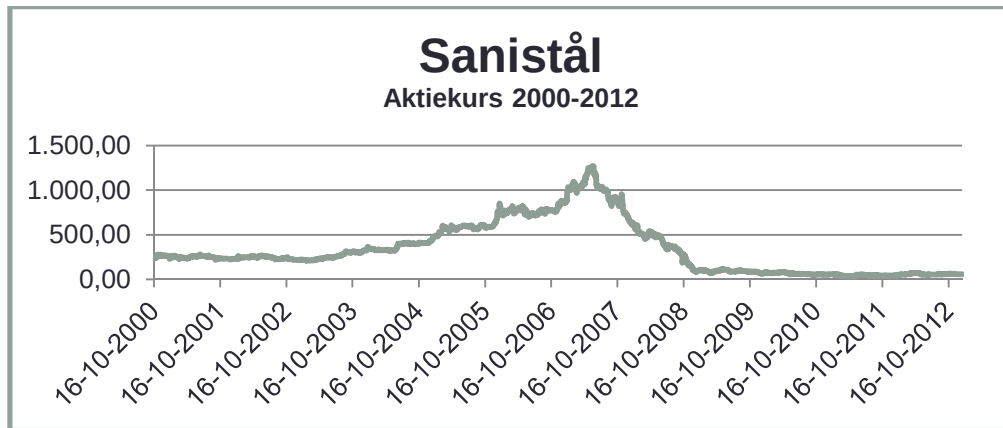
¹¹ Sanistål A/S – Årsrapport for 2007, side 27

¹² Sanistål A/S – Årsrapport for 2007, side 27

¹³ <http://aktier-og-investering.dk/pages/Sanistaal.pdf>

2007 steg fra 700- til 2.487 mio. kr¹⁴. Denne investering medførte at flere ejendommen måtte stå tomme hen.

Ovenstående medvirkede til, at Sanistål ikke var i stand til at generere overskud i 2008 og 2009, og i 2010 ses det at selskabet har tabt hele sin egenkapital, hvilket resulterer i et fald i aktiekursen med 97 %.



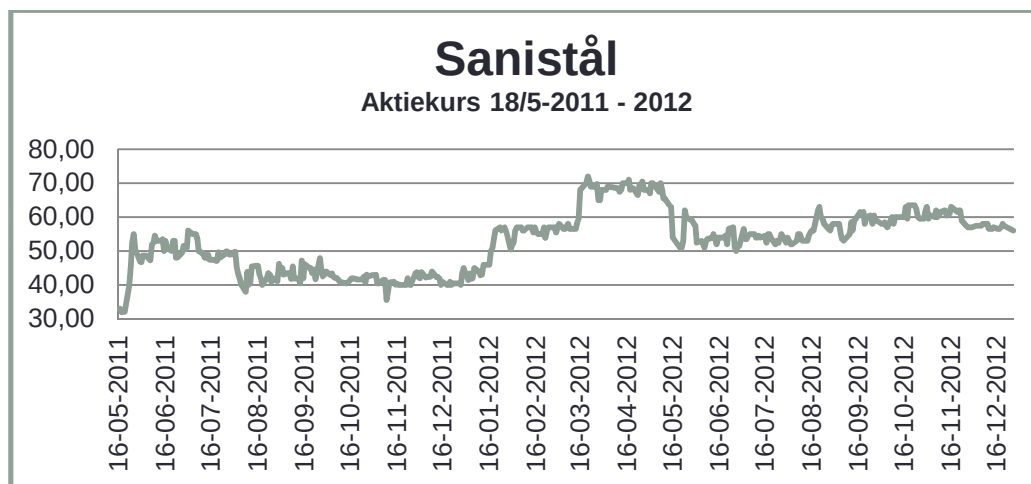
Figur 2 - Egen tilvirkning¹⁵

Aktionærerne vurderede i samråd med bankerne, at Sanistål ikke ville være i stand til at indfri deres lån, som følge af den økonomiske situation, hvorfor der blev indkaldt til ekstraordinær generalforsamling d. 18. marts 2011. Her blev der fremlagt et forslag om at aktieklasserne skulle lægges sammen, samt at aktiekapitalen skulle nedsættes fra de daværende 192,3 mio. kr. til 1,9 mio. hvilket ville svare til en nominel værdi per aktie på 1 kr. Dette var en nødvendighed for at opnå en ønsket kapitalforhøjelse på 550 mio. kr. ved udstedelse af 10.000.000 aktier til 55 kr. stk. Dette forslag blev vedtaget.

¹⁴ <http://aktier-og-investering.dk/pages/Sanistaal.pdf>

¹⁵ http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3435

Siden aktieemissionen har aktien ligget mellem 40-72 kr.¹⁶



Figur 3 - Egen tilvirkning¹⁷

Børskursen pr. 31. december 2012

Børskursen på selskabets aktier var pr. 31. december 2012 DKK 56,18¹⁸. Anvendes denne kurs på hele egenkapitalen (ekskl. egne aktier) ville totalværdien af aktierne udgøre MDKK 665,2. Den bogførte værdi af egenkapitalen udgør pr. 31. december 2012 MDKK 698,5.

Aktien blev således handlet til en lavere pris end den bogførte værdi, da K/I udgjorde 0,95.

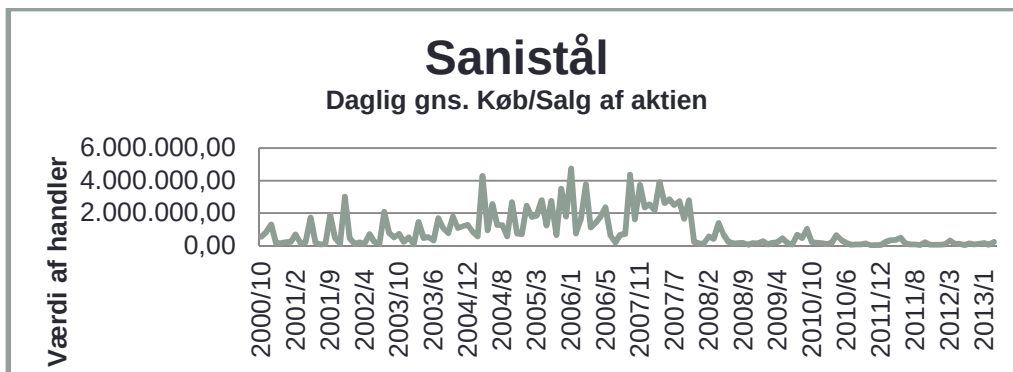
¹⁶ <http://www.sydbank.dk/investering/kurser/aktier/historiske?kode=DK0010245661>

¹⁷ http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3435

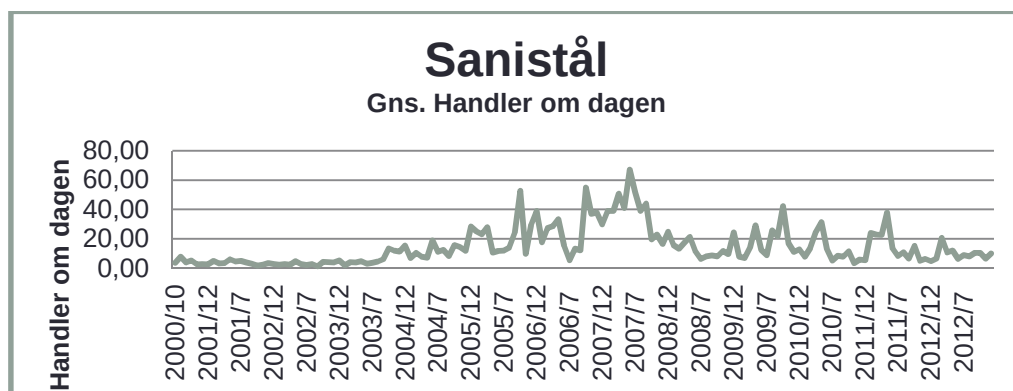
¹⁸ Sanistål A/S - Årsrapporten for 2012, side. 34

2.4.2 Handler

Før krisen ramte Sanistål var den gennemsnitlige daglige handel med aktien ca. 1.375.000 kr. I den efterfølgende periode frem til 2012, er antal daglige handler faldet med godt 84 %, til et niveau omkring 225.750 kr. og i 2012 har den gennemsnitlige daglige handel været på ca. 110.000 kr.



Figur 4 - Egen tilvirkning¹⁹



Figur 5 - Egen tilvirkning²⁰

Offentlighedens interesse i aktien er således faldet henover de seneste par år, målt på den daglige omsætning af aktien, samt antal aktier.

¹⁹ http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3435

²⁰ http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3435

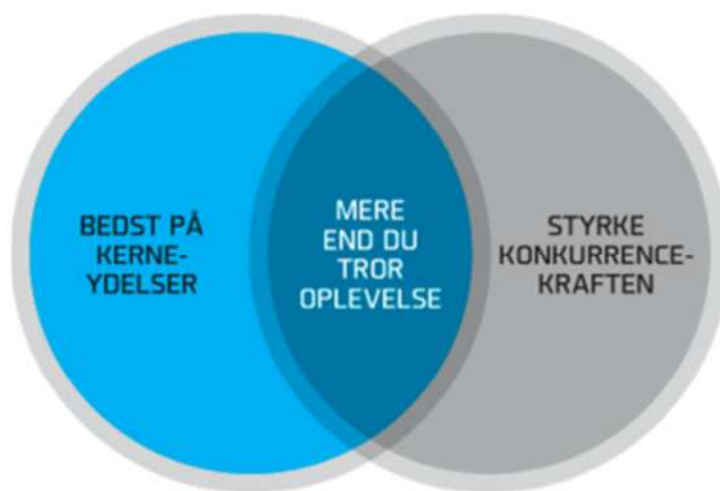
2.5 Sanistål's konkurrencestrategi, vision og mission

Sanistål's vision er at;

- Kunder og leverandører oplever Sanistål som en værdiskabende forretningspartner
- Medarbejderne opfatter Sanistål som en attraktiv, ansvarlig og udviklende arbejdsplads
- Sanistål forbedrer sig konstant og skaber resultater for sine aktionærer

Ydermere ønsker de at være bedst på kerneydelser, da det er nemt at handle hos dem. Dette gøres ved at man finder et velvalgt produktsortiment fra mærkevare-leverandører, som kan bestilles online, eller hos en af deres sælgere med dag til dag levering. Ligeledes ønsker de at kunderne oplever at de får lidt mere. Dette kan afspejle sig i at Sanistål forudser kundernes behov, samt udviser fleksibilitet i forbindelse med hurtige leverancer, eller hvis en kunde står og mangler noget.

Sidst men ikke mindst ønsker Sanistål at styrke konkurrencekraften ved at være en værdiskabende partner med god forretningsforståelse, uanset branche, samt at udfordre og skabe nye forretningskoncepter, der gør at deres kunders konkurrencekraft udvikles²¹.



Figur 6²²

²¹ <https://www.sanistaal.com/da/om-sanistaal/kundevaerdier-og-vision.aspx>

²² <https://www.sanistaal.com/da/om-sanistaal/kundevaerdier-og-vision.aspx>

2.6 Markeder og produkter

Sanistål henvender sig udelukkende til det såkaldte "business to business" marked, hvilket betyder at de ikke sælger til private kunder. De har opdelt forretningen i to segmenter; henholdsvis byggeri og industrien.

2.6.1 Byggeri-divisionen

Byggeri-divisionen er opdelt i 7 hovedområder nemlig: VVS-installatører, entreprenører, retail og internetvirksomheder, kommuner og vandværker. Sanistål har bygget forretningen op således, at man har skabt forskellige tilpassede løsninger. Det kan spænde fra alt lige fra smårenoveringer til store entrepriser. Byggeri-divisionens marked er karakteriseret ved at være opdelt i anlæg og vedligeholdelse, hvor Sanistål hovedsagligt eksponerer mod vedligeholdelse²³.

2.6.2 Industri-divisionen

Industri-divisionen opdeler Sanistål i to hovedproduktgrupper nemlig: stål, samt denne industris følgeprodukter, såsom værktøj og tekniske komponenter. Industridivisionen henvender sig til virksomheder inden for jern- og metalindustrien, samt virksomheder der fordeler sig bredt over hele industrien bl.a. industriel produktion, samt industrielt håndværk og service. Ligesom i byggeridivisionen udvikler Sanistål også her kundetilpassede løsninger. Markedet er opdelt i det såkaldte OEM (Original equipment Manufacturing), hvor Sanistål står for at levere komponenter og stål der skal indgå i industriens slutprodukter, og MRO (Maintenance, repair and Operations), som leverer komponenter og elementer til industriens produktionsprocesser²⁴.

De to divisioner overlapper hinanden på mange måder, da mange af produkterne der bruges i den ene division, også anvendes i den anden.

Derudover tilbyder Sanistål også deres kunder andre services. Dette omfatter blandt andet et sagsstyrings-system, der hjælper kunderne med at holde styr på deres forbrug på byggepladser og lignende. Det samme system fungerer ligeledes som supply chain management, da systemet hele tiden har den fulde kontrol over antallet af produkter kunden har liggende på f.eks. lageret. Således kan systemet sættes til automatisk at foretage genbestillinger, hvis antallet af produkter når under et vist niveau.

²³ Årsrapporten for Sanistål 2012, side 21

²⁴ Årsrapporten for Sanistål 2012, side 22

2.7 Konkurrenter

Sanistål's nærmeste konkurrenter er henholdsvis A & O Johansen A/S, Brdr. Dahl, Solar og Lemvigh-Müller A/S.

2.7.1 Brødrene A&O Johansen A/S

Brødrene A&O Johansen A/S (herefter benævnt AO Johansen) har på landsplan 48 butikker og er ligeledes repræsenteret i Estland og derudover også Sverige. Hos AO er der ca. 625 medarbejdere og man servicerer omkring 18.000 kunder med et varelager på 40.000 artikelnumre. AO koncentrerer sig om følgende salgsområder: VVS, el, vand og afløb, salg af værktøj og udlejning af maskiner. Med en **omsætning på 2,3 mia. kroner** i 2012 er AO ikke en lige så stor spiller som Sanistål. Det der er en smule specielt ved AO er, at Sanistål ejer 39,12 % af aktiekapitalen, med en stemmeandel på 20,69 %²⁵.



2.7.2 Brdr. Dahl (Saint-Gobain Distribution Denmark A/S)

Med en **omsætning på 4,2 mia. kroner** i 2012 er Brdr. Dahl en stor konkurrent til Sanistål. På VVS delen er de markedsleder og er derudover specialiseret i produkter inden for vand & afløb, værktøj, rør og ventiler, samt klimaløsninger, såsom vedvarende energi. Hos Brdr. Dahl er der ansat 1.100 medarbejdere med omkring 38.000 lagerførte varer som henvender sig til mere end 10.000 kunder²⁶.



²⁵ AO Johansen A/S – Årsrapporten for 2012

²⁶ Saint-Gobain Distribution Denmark A/S – Årsrapporten for 2012

2.7.3 Solar Danmark A/S

Solar Danmark A/S er en del af Solar koncernen, med ca. 3.500 ansatte, hvoraf 640 medarbejdere er ansat under Solar Danmark A/S. I 2012 havde koncernen en samlet omsætning på 1.700,9 mia. euro, svarende til 12.681,74 mia.kr.²⁷. Den danske del af omsætningen udgjorde 24,1 %, svarende til en **omsætning på 3,0 mia. kroner**. I Solar koncentrerer man sig om El-installationer, VVS, ventilation, industrien, offshore & marine, energi & infrastruktur, sikring, belysning, kabler, kommunikation, samt solcellepaneler. AO har et sortiment med ca. 150.000 varenumre²⁸.



2.7.4 Lemvigh-Müller A/S

Sidste konkurrent til Sanistål A/S er virksomheden Lemvigh-Müller A/S. Lemvigh-Müller A/S er Danmarks største stål- og teknikgrossist med 1.300 medarbejdere og med en **omsætning i 2011 på 5,1 mia. kroner**, hvilket gør det til en stor konkurrent for Sanistål A/S. De væsentligste produktområder kan nævnes som værende alle typer af stål og metal, industriteknik, værktøj og tekniske produkter, samt VVS- og ventilationsmateriel²⁹.



²⁷ Anvendt kurs: 7,4559 - <http://www.valutakurser.dk/>

²⁸ Solar – Årsrapporten for 2012

²⁹ Lemvigh-Müller A/S – Årsrapporten for 2011

3. Strategisk analyse

For at kunne udarbejde en fornuftig værdiansættelse af Sanistål er det ikke tilstrækkeligt udelukkende at kigge på de historiske data. Derfor kobles den historiske analyse sammen med en strategisk analyse for at klarlægge de realistiske forventninger til fremtiden.

Formålet med den strategiske analyse er at identificere og analysere de faktorer, der har størst indflydelse på udviklingen i de finansielle værdidrivere, og som dermed er afgørende for værdiskabelsen. Disse faktorer kaldes i det efterfølgende for ikke-finansielle værdidrivere.

Ved at udarbejde en grundig analyse af de ikke finansielle værdidrivere giver det en bedre indikation om, i hvilken retning man kan forvente Sanistål i fremtiden vil bevæge sig. Resultatet heraf skal bruges i den senere budgetteringsdel.

I den strategiske analyse har vi tænkt os at berøre følgende tre områder;

3.1 – Eksterne faktorer: PESTEL-analyse, der kigger nærmere på de omverdens-faktorer, der beskriver konkurrenceintensiteten på markedet, hvor Sanistål opererer.

3.2 – Eksterne faktorer: Porters Five Forces of competition, der beskriver konkurrenceintensiteten på markedet, hvor Sanistål opererer.

3.3 – Interne faktorer: Analyse af Sanistål's ressourcer og kompetencer.

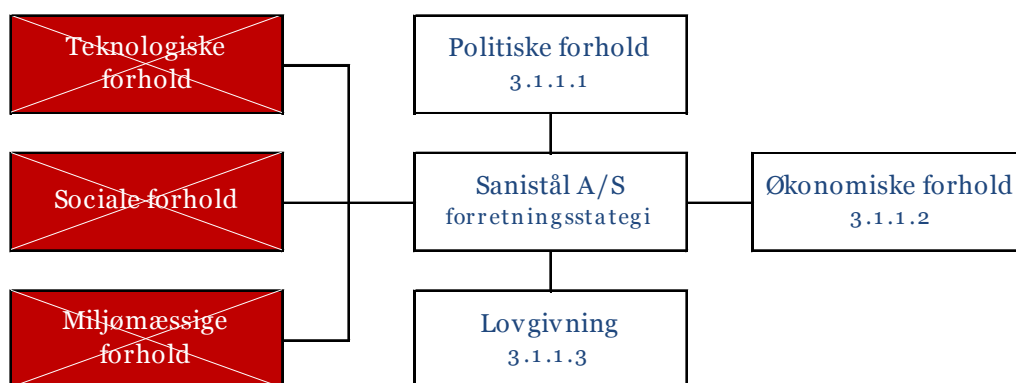
Afslutningsvis vil disse tre analyser sammenfattes i en SWOT-analyse for at få et overblik og gøre vores resultater brugbare i den videre værdiansættelse.

3.4 – SWOT-analyse

3.1 PESTEL-analyse

Vi har valgt at tage udgangspunkt i dele af PESTEL-modellen for at kunne identificere og analysere de faktorer i omverdenen, der på et samfundsmæssigt niveau har en påvirkning på Sanistål i fremtiden, og derved også på vores senere budgetteringsdel.

Selvom PESTEL kun er designet til at analysere fortiden, mener vi fortsat, at vi kan drage nytte af modellen, som et godt værktøj til at analysere fremtiden.



Figur 7 – Egen tilvirkning

3.1.1 Politiske forhold

Det var den tidligere regering, der i 2011 indførte servicefradraget, eller det vi kender som håndværkerfradraget³⁰.

Frdraget blev indført for at tilskynde privatpersoner til at fremrykke eller udvide en række reparations-, udskiftnings- og renoveringsprojekter på den private front. Ved hjælp af dette frdrag kan man som privatperson fratrække håndværkerlønnen i skatten og derved opnå en skattebesparelse på omkring 5.000 kr. pr. voksen i den pågældende husstand. Dette skattefrdrag frafaldt oprindeligt 31. december 2012, hvorfor vi i begyndelsen af 2013 gik tilbage til den gamle ordning. Frdraget gælder for personer der er fyldt 18 år og kan maksimalt udgøre 15.000 kr. Man kan dog maksimalt opnå 30.000 kr. i frdrag pr. husstand samt 15.000 kr. for antallet af hjemmeboende børn over 18 år³¹.

Da frdraget blev indført i 2011 var der store forventninger til en øget omsætning for håndværkervirksomhederne. I Københavns VVS A/S forventede man en øget omsætning på mellem

³⁰ <http://www.kpmg.com/dk/da/nyheder-og-indsigt/nyheder/ejendom-entreprise/sider/haandv%C3%A6rkerfradrag-din-mulighed-for-at-sikre-dine-privatkunder-et-skattefradrag.aspx>

³¹ <http://www.haandvaerkerfradrag.dk/>

10-12 %, og Håndværksrådet forventede en stigende omsætning hos håndværkere generelt på mellem 10-20 % samt 3.000 flere stillinger³².

Efter det to-årige forsøg med håndværkerfradraget, har man et par måneder inde i 2013 taget fradraget op til fornyet overvejelse for at bibeholde væksten. Det forventes, at hvis forslaget bliver gennemført, vil det blive med tilbagevirkende kraft³³. Efter indførelsen i 2012 har det vist sig at flere håndværkervirksomheder har oplevet en vækst i byggeopgaver på op mod 25 %, sammenlignet med 2011³⁴.

Da Sanistål ikke udbyder deres produkter til privatpersoner, men kun fokuserer på business to business markedet, vil genindførelsen af håndværkerfradraget være med til at skabe større omsætning. For Sanistål har byggeridivisionen haft et stigende aktivitetsniveau i 2011 sammenlignet med 2010, men denne division befinder sig dog fortsat på et lavt niveau sammenlignet med før finanskrisen, hvorfor man må antage, at håndværkerfradraget vil have en positiv indflydelse på netop denne division³⁵.

Siden finanskrisen begyndte har politikerne gjort sit for at hjælpe den danske økonomi tilbage på rette spor. Finanspolitikken er blevet lempet betydeligt ved at øge de offentlige udgifter og give skattelettelser. Derudover har man fra regeringens side gjort det muligt at få udbetalt opsparede midler såsom den særlige pensionsordning samt efterlønsordningen.

Regeringen har i lyset af den aktuelle konjunktursituation aftalt med Kommunernes Landsforening, at kommunerne kan hæve investeringerne med 2 mia. kr. til godt 18 mia. kr.

Sidst men ikke mindst har man iværksat ekstra offentlige investeringer inden for den almene boligsektor med nybyggeri samt istandsættelse af allerede eksisterende boliger³⁶.

Ovenstående politiske tiltag mener vi har en positiv effekt på omsætningen indenfor en kort årrække, og vi ser ingen umiddelbare risici forbundet hermed.

³² <http://blog.3byggetilbud.dk/danskerne-star-i-ko-for-handvaerkerfradraget/>

³³ http://www.bolig-fradrag.dk/boligfradrag_20132014.asp

³⁴ <http://blog.3byggetilbud.dk/danskerne-star-i-ko-for-handvaerkerfradraget/>

³⁵ https://www.sanistaal.com/media/216044/2012_nr._05_-_Aarsrapport_2011.pdf

³⁶

<http://www.danskyggeri.dk/files/Filbibliotek/Analyser%20og%20Statistik/Konjunkturanalyser/Konjunkturanalyse%20februar%202013.pdf>

3.1.2 Økonomiske forhold

3.1.2.1 Udvikling i verdensøkonomien

Den generelle udvikling i verdensøkonomien har en direkte og meget indflydelsesrig påvirkning på Saniståls omsætning. Dette skyldes, at bygge- og anlægsaktiviteten er meget konjunkturfølsom og derfor rammes meget hårdt i tider med lavkonjunktur, ligesom den generelle usikkerhed omkring den økonomiske verdenssituation også har en stor effekt.

Ifølge Dansk Byggeri's konjunkturanalyse fra februar 2013 ventes aktiviteten ved reparation og vedligehold af boliger at falde i år, blandt andet på baggrund af frafaldet af det tidligere nævnte håndværkerfradrag. Her vurderes et fald i beskæftigelsen på dette område at koste 4.500 funktionærer og mestre deres arbejde, men til gengæld ses der en stigning af renoveringer af de almene boliger som led i at stabilisere aktiviteten på området³⁷. Der forventes ligeledes kun en svag stigning i væksten i indeværende år på godt 1 % og næste år 1,5 %, hvorfor den danske økonomi er langt fra et økonomisk opsving.

3.1.2.2 Udvikling i renteniveauet

Renteniveauet og udviklingen i dette har også en stor indflydelse på efterspørgselen af Saniståls produkter. I forbindelse med et rentefald kan der skabes en stigende efterspørgsel på Saniståls produkter, hvilket har en positiv indvirkning på Sanistål. Folk er mere villige efter at købe nyt eller få istandsat deres hjem, hvis de har mulighed for at låne til en lav rente. Den lave rente kan dog samtidig betyde, at vi er inde i en lavkonjunktur (som vi har set det de seneste par år), hvilket gør at efterspørgslen forbliver lav. I lavkonjunkturperioder kan folk godt have tendens til at holde på pengene. De frygter at miste deres arbejde, hvorfor mange har den holdning, at der skal være lidt på bankbogen for at modstå dårlige tider.

Vi mener dog at den lave rente også i årene fremover vil påvirke omsætningen positivt for Sanistål.

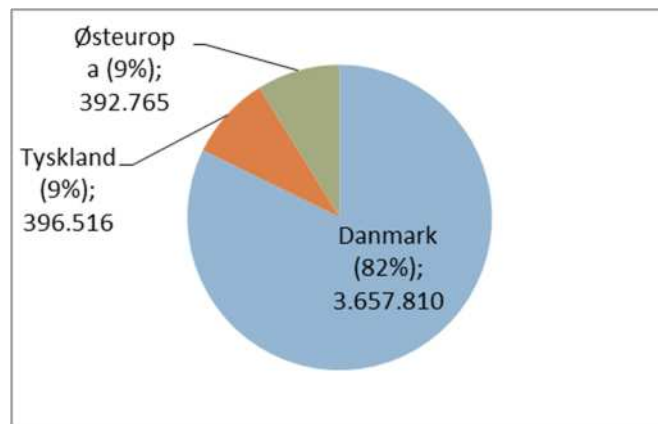
Med Sanistål's nuværende gældssituation, vil en stigende rente medføre højere renteomkostninger, vi ser dog ikke dette som en større risiko, indenfor nærmeste fremtid.

37

<http://www.danskbyggeri.dk/files/Filbibliotek/Analyser%20og%20Statistik/Konjunkturanalyser/Konjunkturanalyse%20februar%202013.pdf>

3.1.2.3 Valutakurser

Sanistål handler primært med danske virksomheder men opererer også på det tyske og det østeuropæiske marked, hvor omsætningen i 2012 er fordelt som følger i TDKK:



Figur 8 - Egen tilvirkning

Handler på markeder udenfor Danmark gør Sanistål følsom overfor kursudsving. Danmark har dog fastkurspolitik overfor Euroen, hvilket mindsker risikoen/muligheden forbundet hermed. Modsat gør sig dog gældende for de østeuropæiske markeder, hvor udsving i kursen kan have både positiv eller negativ indflydelse på Sanistål.

Således er kun under 9 % af omsætningen hos Sanistål påvirket af valutakurs- udsving, hvoraf hovedparten heraf udgøres af Polske zloty³⁸.

Ser man på udviklingen af den Polske zloty for 2012, så er der samlet sket en stigning, svarende til 9%.



Figur 9³⁹

³⁸ Sanistål, Årsrapporten for 2012, s. 78

³⁹ <http://www.valutakurser.dk/forex/details.aspx?id=328908>

Omregner man denne stigning på den samlede andel af omsætningen som vedrører de østeuropæiske lande (hvoraf nogle har EUR som valuta, og derved ikke samme effekt), har dette en nettoomsætningseffekt på TDKK 36.220. Dette svarer til en forholdsmæssig effekt på årets resultat på TDKK 1.246, hvis stigningen havde gjaldt hele årets omsætning i det pågældende land. Et sådanne scenarie er selvfølgelig ikke tilfældet.

Vi vurderer på denne baggrund ikke valutakurser som havende en større betydning for den samlede værdiansættelse af Sanistål.

3.1.2.4 Udvikling i råvarepriser

Ved salg af stål - der hører under industri-divisionen, er man meget følsom overfor udviklingen i stålpriserne. Dette da Sanistål er lagerførende på området og løbende tilpasser deres priser til udviklingen på markedet. En stigning i stålpriserne vil derfor have en positiv effekt på Saniståls bruttoavance, men negativ indflydelse på arbejdskapitalen. Modsat effekt vil gøre sig gældende under faldende stålpriser.

Både i 2011 og 2012 har der været stigende stålpriser, hvilket har påvirket bruttoavancen positivt med henholdsvis MDKK 14,5 og 12,8⁴⁰.

Det er dog ikke muligt at forudsige stålpriserne på markedet, men en svensk leverandør af stål varsler om stigende stålpriser de kommende måneder, hvilket vil have en positiv indflydelse på Sanistål⁴¹.

3.1.3 Lovgivning

I forbindelse med at være en større virksomhed, kan der være en del fokus på, om man overholder de forskellige retningslinjer, der fastsættes af blandt andet konkurrencemyndighederne. Eksempelvis kan der nævnes, at der år tilbage blev klaget over, at Sanistål og Brødrene Dahl A/S praktiserede den forretningsbetingelse kun at ville sælge vvs-materialer til autoriserede vvs-installatører⁴².

Ligeledes kan der opstå sager i forbindelse med opkøb af aktier eller fusioner af virksomheder. Problemet ved blandt andet fusionering kan være, at den pågældende virksomhed kan blive så stor på markedet, at den i vidt omfang kan agere uafhængigt af konkurrenterne. Denne forøgede magt på markedet kan være en medvirkende årsag til at priserne hæves, kvaliteten bliver forringet eller

⁴⁰ Sanistål – Årsrapporten for 2012, side 15

⁴¹ http://stenastal.se/_Prislistor/

⁴² <http://www.kfst.dk/konkurrenceomraadet/afgoerelser/tidligere-aars-afgoerelser/afgoerelser-1998/konkurrenceraadet-den-29-april-1998/klage-over-vvs-grossisters-forretningsbetingelser/>

udvalget af de enkelte varer bliver begrænset. Det kan ligeledes udvikle sig til oligopoliske tilstande, hvilket kan betyde at den effektive konkurrence bliver begrænset, som i sidste ende kan gøre, at markedet bliver præget af monopollignende tilstande, selvom der er flere store aktører.

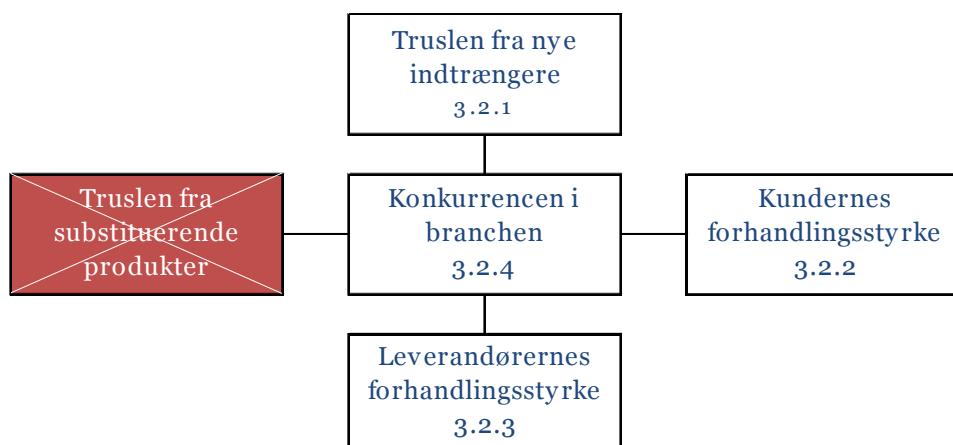
Vi mener dog ikke at lovgivningen har nogen større effekt i relation til den endelige værdiansættelse af Sanistål.

3.2 Porters Five Forces of Competition

I analysen af brancheforholdene vil der blive taget udgangspunkt i modellen Porters Five Forces of Competition. Ved hjælp af denne model kan vi analysere konkurrence-intensiteten på markedet. Vi kommer ind på, hvordan markeds kræfterne påvirker branchens aktører, og hvor stærkt Sanistål står i forhold til deres konkurrenter-, potentielle nye indtrængere-, kunder-, leverandører- og konkurrencesituationen i branchen generelt.

Selvom modellen kritiseres for at være alt for statisk, idet den ikke tager højde for at markeder og konkurrenter ændres sig fra dag til dag, er den stadig et godt værktøj til at få indsigt i, hvordan en branche fungerer og hvilke faktorer der lige netop gør sig gældende i udformningen af konkurrenceintensiteten på det pågældende marked.

Den er ligeledes god til at identificere, hvor der eventuelt er profitpotentiale i branchen.



Figur 10 – Egen tilvirkning

3.2.1 Truslen fra nye indtrængere

I grossistbranchen, hvor Sanistål er repræsenteret, vurderes indgangsbarriererne høj, hvorfor truslen fra nye indtrængere er relativ lav. Dette skyldes, at der kræves en relativ stor kapitalbinding allerede fra starten, da der blandt andet skal investeres store summer i lager og bygninger m.m. Sanistål har som bekendt i forbindelse med effektiviseringsprocessen villet toptrimme deres lager-setup, hvorfor de har centraliseret 24 lagre til to moderne centrallagre. Denne centralisering har alene kostet 500 mio. kroner⁴³. Derudover er der store kapitalbindinger i lageret i sig selv. Efter centraliseringen har Sanistål nedbragt deres lagerbinding fra 720 mio. kr. til 430 mio. kroner, hvilket er en forbedring på 40%⁴⁴.

Ligeledes vil man som nystartet virksomhed være i heftig konkurrence med de allerede eksisterende spillere på markedet som nævnt i afsnit "2.7 Konkurrenter". Derfor kræves en næsten umulig opgave og en stor kapital i ryggen.

Efter centraliseringen har Sanistål også oplevet stordriftsfordele. Ændringen til et centrallager har betydet, at Sanistål har kunnet halvere antallet af ansatte i lagerfunktionen. Med mange små lagre kan der være store udsving i ordremængden fra dag til dag, hvorfor de var nødsaget til at have mange ansatte for at kunne tilgodese kunderne. Derudover kan Sanistål fra centrallageret køre med fulde lastbiler, hvilket giver en besparelse samt en større omsætningshastighed⁴⁵.

De allerede etablerede spillere på markedet har også gennem deres mangeårige virke en know how på området og været igennem en læringsproces omkring det at drive en grossistvirksomhed, hvilket en ny spiller på markedet ikke har.

På baggrund af ovenstående kan vi konkludere, at der findes høje indgangsbarrierer i branchen. Der er således en meget lille risiko for, at en ny spiller pludselig overtager markedsandele fra Sanistål, hvorfor vi i vores scenarie analyse senere i opgaven ikke mener at forvente større fald i omsætningen, som ellers kunne have været tilfældet, med lave indgangsbarrierer.

⁴⁴ <http://www.scm.dk/fra-24-til-2-topmoderne-lagre>

⁴⁵ <http://ing.dk/artikel/sanistals-megalager-indfrier-forventningerne-97876>

3.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Da der findes relativ mange aftagere inden for byggebranchen, så har den enkelte kunde ikke den store forhandlingsstyrke. Som Sanistål selv nævner i deres årsrapport fra 2012 er de generelt begunstiget af en relativ begrænset afhængighed af enkelte kunder, eller for den sags skyld leverandører, hvilket skyldes, at de har en stor spredning på mere end 20.000 kunder.⁴⁶ Der er derfor ingen kunder, som har en stor forhandlingsstyrke overfor Sanistål. Går en mindre kunde derfor konkurs eller skifter til en konkurrent, har det ikke den store betydning for Sanistål.

3.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Sanistål har mere end 150.000 varenumre på lager, og et stort leverandør-netværk med mere end 1.400 leverandører⁴⁷. På denne baggrund vurderer vi ikke Saniståls leverandører til at have en særlig stor forhandlingsstyrke overfor Sanistål. Risikoen forbundet med at en leverandør ikke leverer som aftalt, eller værre, går konkurs, har således ikke samme effekt, som hvis Sanistål kun havde enkelte leverandører. Således bør der ikke tages særligt hensyn til dette i den senere scenarie-analyse.

Et enkelt sted kan leverandørerne dog have indflydelse. Det gælder stålleverandørerne. Dette skyldes, at disse leverer varer, hvor prisfastsættelsen fungerer ligesom aktiemarked, jf. afsnit "3.1.2.4 Udvikling i råvarepriser", hvorfor Sanistål ikke har noget indflydelse herpå. Sanistål kan dog, som tidligere nævnt, mindske risikoen forbundet hermed ved løbende at tilpasse sine lagerbeholdninger af stål. Ydermere tilpasser Sanistål løbende sine stålpriser efter udviklingen, hvilket ligeledes mindsker risikoen.

3.2.4 Rivalisering i branchen

Som tidligere nævnt i afsnit "2.7 Konkurrenter", findes der udover Sanistål fire andre store spillere i branchen. Derved er der ikke tale om et decideret monopollignende marked, men derimod et marked med hård konkurrence. Dette ses blandt andet ved, at flere af de 5 store grossistvirksomheder i deres årsrapport for 2012 nævner service og kvalitet overfor kunden som et af de vigtigste fokusområder.

Havde der været tale om en branche med monopolistisk konkurrence, så havde høj kvalitet og service været mindre udslagsgivende, da kunderne ikke havde haft nær så mange alternativer, som man finder i en branche med intensiv konkurrence.

⁴⁶ https://www.sanistaal.com/media/216044/2012_nr._05_-_Aarsrapport_2011.pdf

⁴⁷ <http://www.scm.dk/sanist%C3%A5l-forbedrer-k%C3%A6dereaktionen>

Således er der mange udbydere på markedet, hvilket alt andet lige gør det sværere for Sanistål at differentiere sig på basisprodukterne, i forhold til dens konkurrenter.

Tidligere fortalte vi, at der i branchen fandtes høje indgangsbarrierer for nye konkurrenter. Tilsvarende er gældende for exitbarriererne. Dette skyldes, at der altid vil være en række store omkostninger forbundet med lukningen af virksomhederne i denne størrelsesorden, som eksempelvis ved afhændelse af lagre og bygninger.

På større byggeprojekter vil grossister - som Sanistål - ofte være bundet op på kontrakter med kunden, hvorfor en brydning af sådanne kontrakter kan blive en omkostningstung affære i forbindelse med en lukning.

Konkurrencemyndigheden har tidligere blokeret Lemvig Müller's opkøb af A&O Johansen. Dette for at forhindre monopolistiske konkurrenceforhold i branchen ⁴⁸. Sådanne indgreb højner exitbarriererne for virksomhederne, da det ellers ville være oplagt at foretage opkøb af konkurrenter for at opnå højere markedsandele og eventuel den know-how en konkurrent kan ligge inde med.

3.3 Analyse af Sanistål's ressourcer og kompetencer

Igennem den interne analyse vil vi identificere og beskrive de ressourcer og kompetencer, som har en væsentlig påvirkning på værdiskabelsen i Sanistål.

For ressourcer vil årsagen til udvælgelsen indledningsvis blive beskrevet. For derefter at kunne sortere ressourcernes betydning for Sanistål's performance og konkurrenceevne, vil hver af de udvalgte ressourcer gennemgå en VRIO-analyse.

De fundne kompetencer i Sanistål vil derefter blive analyseret med det henblik at få identificeret, hvilke af kompetencerne der er kernekompetencer, og hvilke som er støttekompetencer.

Derefter vil vi for hver af kernekompetencerne vurdere deres formål og betydning for Sanistål's evne til at skabe sig en konkurrencemæssig fordel. Afslutningsvis vil vi give et bud på disse kernekompetencers fremtidige udsigter.

⁴⁸ <http://www.investorbriefing.dk/default.asp?Content=Vistekst&ID=827>

3.3.1 - Analyse af ressourcer

En ressource defineres som et aktiv, hvor råderetten tilfalder Sanistål.

Sanistål er en stor koncern med mange forskellige ressourcer. Nogle ressourcer er dog vigtigere end andre, når man ser på ressourcernes påvirkning af Sanistål's konkurrenceevne.

I branchen hvor Sanistål opererer, betegnes høj- effektivitet og service overfor kunderne, som vejen til succes. Dette nævnes i årsrapporten for 2012 hos både Sanistål og deres konkurrenter.

Derfor er de ressourcer, som netop har en påvirkning på dette succeskriterium, af vigtig karakter.

Med udgangspunkt i ovenstående har vi vurderet de væsentligste ressourcer i Sanistål til at være følgende:

3.3.1.1 – Medarbejdere

3.3.1.2 – Lager

3.3.1.3 – Systemer & IT

3.3.1.1 Medarbejdere

Sanistål har ved regnskabsaflægningen i alt ca. 1.566 medarbejdere, hvilket er en stigning på 1,3 %, sammenlignet med 2011, hvor antallet udgjorde 1.546.

I årsrapporten for 2011 skriver Sanistål at medarbejderne:

"... Udgør selve rygraden i selskabet. Der er derfor vigtigt, at Sanistål's ansatte er tilfredse og glade for at arbejde for Sanistål."

At Sanistål aktivt gør noget for at have tilfredse og glade medarbejdere ses blandt andet igennem følgende 4 forretnings tiltag.

Årlige medarbejder-arrangementer

I flere byer er der lokale personaleforeninger, som står for en række arrangementer året rundt. Hvert 4. år mødes Saniståls kolleger fra nær og fjern til et såkaldt olympisk arrangement, hvor konkurrence, afslapning og fællesskab er i fokus⁴⁹.

Sådanne arrangementer skaber sammenhold og energi på tværs af hele organisationen og ikke blot de enkelte kontorer. Igennem dette forventes Saniståls medarbejdere at give den en ekstra skalle og derved enten direkte eller indirekte levere en bedre service overfor kunderne.

Nedskrevne forretningsgange på lageret

På lageret arbejder Saniståls medarbejdere i daglige rutiner efter fastlagte forretningsgange, som er kendt af den enkelte medarbejder. Det sikrer et højt kvalitetsniveau fra det tidspunkt Sanistål modtager en vare til den bliver leveret til en kunde⁵⁰.

Arbejds miljøstrategi

Et godt arbejdsmiljø spiller en afgørende rolle for Sanistål. Derfor har Sanistål en nedskrevet arbejdsmiljøstrategi, som sikrer at alle arbejdsulykker og nærved-ulykker registreres. Der er blevet udarbejdet informationsmaterialer, indført retningslinjer og procedurer, sundhedssamtaler og ugentlige vurderinger.

Alle på centrallageret i Taulov har således haft særligt fokus på arbejdsulykker og støj. Det har resulteret i, at støjniveauet nu er sænket betragteligt og antallet af arbejdsulykker faldet⁵¹.

Årlig medarbejdertilfredshedsundersøgelse

For at få belyst om medarbejderne er glade og tilfredse med at arbejde for Sanistål, gennemføres der årligt en omfattende medarbejderundersøgelse med det hovedformål at få belyst, hvorvidt medarbejderne ser Sanistål som en attraktiv og udviklende arbejdsplads. Undersøgelsen fra 2012 viste det bedste opnået resultat nogensinde, dog uden præcis at oplyse om nogen konkrete tal.

⁴⁹ <https://www.sanistaal.com/da/om-sanistaal/job-og-karriere/sanistaal-som-arbejdsplads.aspx>

⁵⁰ <https://www.sanistaal.com/da/om-sanistaal/kvalitet,-miljoe-og-arbejds miljoe.aspx>

⁵¹ <https://www.sanistaal.com/da/om-sanistaal/kvalitet,-miljoe-og-arbejds miljoe.aspx>

VRIO-Analyse: Medarbejdere	
Value	Ressourcen sikrer at kunderne altid oplever glade og engagerede medarbejdere, som kender deres arbejdsgange, således at kvaliteten overfor kunden sikres. Dette skaber værdi for kunden, og derved også værdi for Sanistål.
Rareness	Ressourcen er dog ikke sjælden, da øvrige konkurrencer også råder over en tilsvarende ressource.
Imitability	At have tilfredse og glade medarbejdere kræver derimod noget helt særligt. Det er ikke noget en virksomhed blot kan investere i og derved opnå. Ligeledes skal der hele tiden bruges mange ressourcer på at opretholde sådanne glade og loyale medarbejdere. Resultatet af undersøgelsen, som beskrevet i pkt. 4, viste netop, at Sanistål har en styrke på dette område med en høj medarbejdertilfredshed. Saniståls konkurrenter oplyser dog ingen resultater af tilsvarende undersøgelser, hvorfor vi ikke kan vurdere, hvorvidt dette er med til at sikre Sanistål en konkurrencemæssig fordel.
Organization	Af ovenævnte punkt 2, fremgår det, at der foreligger nedskrevne forretningsgange for medarbejdernes daglige opgaver og rutiner. Disse forretningsgange opdateres løbende på baggrund af opnået erfaring. Dette sikrer, at opnået viden hos den enkelte medarbejder deles med de øvrige, og derved ikke går tabt. Sanistål, udnytter således sin ressourcer bedst muligt ved hele tiden at dele viden og derigennem opnå bedre resultater.

3.3.1.2 Lager

Formålet med lageret er at yde en ekstra service overfor kunderne i form af kortere leveringstider. Langt hovedparten af Sanistål's kunder opbevarer ikke selv materialer i større mængder og over længere perioder. De ønsker i stedet løbende at kunne afhente materialer, når behovet opstår. Derfor forventes det, at Sanistål er lagerførende indenfor stort set hele deres sortiment. Hvilket stiller store krav til lageret og kapitalbindingen.

På denne baggrund er lageret udvalgt som en vigtig ressource for Sanistål.

Sanistål har 2 centrallagre i Danmark, et i Billund og et i Taulov.

	Billund-lageret (BCL)	Taulov-lageret (TCL)
Areal	• 55.000 m² indendørs & 45.000 m² udendørs	• 42.000 m² indendørs
Produkt-linjer	• VVS • VS • Værktøj • Maskiner • Teknik • Elektronik • Carl F produkter	• Stål • Metal
Antal varenumre	• 220.000	• 4.100
Medarbejdere	• Ca. 200	• Ca. 80
Andet	• BCL blev i 2011 nomineret til finalerunden i Den Danske Logistikpris. • Robotstyret fuldautomatisk centrallager	• TCL er ikke kun Danmarks største enkeltstående hal. Det er også Nordeuropa mest moderne og avancerede stållager med teknologi, der ved hjælp af magnetkraner hurtigt og sikkert kan flytte tunge og uhåndterbare produkter.

Fortsættelse...	Billund-lageret (BCL)	Taulov-lageret (TCL)
		- TCL er blevet arbejdsmiljøcertificeret efter standarden OHSAS 18001/2008, den såkaldte "Krone Smiley". - Der arbejdes i holddrift over 24 timer, fra søndag kl. 24.00 til fredag kl. 23.00.

Kilde^{52, 53}

Førhen (tilbage i 2008), havde Sanistål et noget anderledes lager-setup. Dengang havde de mindre lokallagre overalt i landet, hvilket – sammenlignet med i dag - resulterede i væsentlig større kapitalbindinger i lageret. Med det nuværende setup har Sanistål ydermere formået at højne varetilgængeligheden, hvilket alt sammen har en positiv indflydelse overfor Sanistål's kunder. Dog har disse investeringer i det nye lager-setup, være en bekostelig affære, som tidligere nævnt i opgaven.

	2008	November, 2012
Antal lagre	24 lokale lagre	2 central lagre
Varetilgængelighed	97,3 %	99,1 % - Stigning på 1,8 %-point
Lagerbinding	720 mio. kr.	334 mio. kr. - Reduktion på 53,6 %
Varelagerets omsætningshastighed	3,98	5,25 - Stigning på 32 %
Omsætning	4,448 mia. kr.	6,762 mia. kr. - Reduktion på 43 %

⁵² <http://www.scm.dk/sanist%C3%A5l-forbedrer-k%C3%A6dereaktionen>

⁵³ <http://www.consafelogistics.dk/knowledgecenter/articles/sanistal>

Nedenfor er gennemgået en VRIO-analyse af lageret.

VRIO-Analyse: Lager

Value

Ressourcen sikrer høj varetilgængelighed, høj effektivt og uden at der bliver gået på kompromis med kvaliteten.

Har den lokale butik ikke den ønskede vare på lageret, som kunden efterspørger, så sikrer døgnbemanding på de 2 centrallagre, at de efterspurgte varer bliver pakket og sendt til kunden i løbet af natten.

Kunderne kan således forvente, at Sanistål med 99,1 % sandsynlighed kan levere varen indenfor 24 timer.

Dette skaber loyale og tilfredse kunder og derved værdi for Sanistål.

Rareness

Ressourcen er ikke sjælden og således råder alle konkurrenterne over en tilsvarende ressource. Spørgsmålet er bare, om konkurrenternes ressource skaber den samme høje værdi for kunden.

Imitability

De samlede investeringer i det nye lager udgjorde ca. 500 mio. kr. og det tog Sanistål flere år at få opført og taget lageret i fuld brug⁵⁴. For konkurrenterne vil en ressource med tilsvarende værdiskabelse, således være både tids- og likviditetskrævende.

Sammenligner man Sanistål's ressource med konkurrenterne, fremgår det dog, at de alle har en tilsvarende ressource med nogenlunde tilsvarende værdiskabelse, jf. nedenfor:

- **Lemvig-Müller A/S**, har et stållager på 25.000 m². Stållageret betjenes af fem traverskraner og to fuldautomatiske lagre, hvorfor hvert eneste pluk fra lageret og emballeringen foregår automatisk⁵⁵.
- **Solar**, som dog ikke sælger stål og metaller, har ligeledes et lagersystem, som sikrer levering indenfor 24 timer. Hvis bestillingen er modtaget inden kl. 16, vil leveringen finde sted den efterfølgende morgen. Ydermere er Solar's leverancer 99,8 % fejlfri⁵⁶.

⁵⁴ <http://www.scm.dk/fra-24-til-2-topmoderne-lagre>

⁵⁵ <http://www.ramboll.dk/projects/viewproject?projectid=EDE1B7F5-5047-4648-B3CD-AA01A147189B>

⁵⁶ <http://www.solar.dk/Menu/Koncepter/Logistik+%26+distribution/Lager+%26+distribution>

- **Brdr. Dahl**, som er en 100 % ejet dattervirksomhed af Saint-Gobain, stiller i relation hertil, ikke mange oplysninger til rådighed overfor omverdenen. Alligevel kan det læses, at selskabet i 2007 investerede mere end 100 mio. kr.⁵⁷ i deres nuværende centrallager i Randers. Selskabet lover ligesom de øvrige konkurrenter at levering vil forekomme den efterfølgende dag⁵⁸.
- **AO**, hvor Sanistål ejer ca. 39 % af aktiekapitalen, har også et fuldautomatiseret lager⁵⁹.

Organization

Sanistål oplyser ikke, hvor stort et kapacitetstræk de på nuværende tidspunkt har på deres lagre. Men da Sanistål besluttede at opføre det nye lager tilbage i 2006 - altså før finanskrisen – havde Sanistål en omsætning på henholdsvis 4,1 mia. kr. i 2006, og 5,1 mia. kr. i 2007 og med en forventning til fortsat stigende vækstrater i omsætningen⁶⁰, må man forudsætte af det nye centrallager blev bygget således, at det kan håndtere den forventede stigende efterspørgsel i fremtiden.

I dag har Sanistål en omsætning på godt samme niveau, som før krisen, hvorfor det må kunne forudsættes, at kapacitetsgrænsen langt fra er opnået.

Vi kan på denne baggrund konkludere, at selvom ressourcen skaber værdi overfor kunden, så opnår Sanistål på baggrund af ressourcen ikke en konkurrencemæssigfordel. Sanistål vil dog ikke have behov for yderligere investeringer i nær fremtid, da det forudsættes at kapacitetsgrænsen ligger langt fra det nuværende niveau.

3.3.1.3 Systemer og IT

Systemer er ikke blot til brug for den enkelte medarbejders daglige gøren. Systemer sikrer sammenhæng og synergi på tværs af organisationen. Uden de rigtige systemer er risikoen for at der træffes urationelle beslutninger større. Gode systemer sikrer ikke kun, at beslutningstagere har de nødvendige data til rådighed, men også at de foreligger for beslutningstagerne rettidigt, således at der ikke træffes beslutninger på forældede data.

⁵⁷ http://www.building-supply.dk/article/view/12939/brodrere_dahl_investerer_i_strukturaendring

⁵⁸ <http://www.bd.dk/faa-mere-med-bddk.aspx>

⁵⁹ <http://www.ao.dk/OmAO/GenereltomAO/KortomAO/tabid/1196/language/da-DK/Default.aspx>

⁶⁰ Sanistål A/S – Årsrapport for 2006, side 19

Specielt for Sanistål, hvor lageret udgør en så væsentlig andel af de samlede aktiver, er det vigtigt, at antallet af varer som ligger på lageret indenfor det enkelte varenummer, svarer til efterspørgslen i den givne periode. Dette da Sanistål har et varesortiment på over 130.000 varenumre⁶¹, og derved ville være en umulig opgave for et menneske at skulle håndtere og beslutte det optimale antal af varer.

På denne baggrund er Saniståls systemer & IT, udvalgt som en vigtig ressource.

Implementering af Astro WMS

Før krisen foregik alt varepluk i Billund manuelt, på baggrund af printede papirbaserede pluklister, hvilket både var yderst tidskrævende, men også medførte en utilfredsstillende høj fejlprocent. Da krisen indtraf i 2008, og antallet af ordrer faldt markant, måtte Sanistål på kort tid tilpasse sig den nye situation. For at sikre overlevelse på både kort og lang sigt var Sanistål nødsaget til skære i bemanningen af både ledende- og øvrige lagermedarbejdere med henholdsvis ca. 60- og 40 %.

Udover ønsket om et mere automatiseret lagersystem med formål at forhøje kvalitet og kapacitet, ønskede man også et system, som kunne indsamle flere informationer til brug for bedre beslutningstagen. Implementeringen af Astro WMS (herefter benævnt WMS) blev derfor sat i værk.

I Sanistål var man dog af den overbevisning, at hvis denne radikale ændring i arbejdsgangene - og oven på dette de mange nedskæringer - skulle blive en succes, måtte der mere end blot én implementering af et nyt system til.

Man valgte derfor i forlængelsen af nedskæringen at investere massivt i træning og kompetenceudvikling hos medarbejderne, da man erkendte, at ledelsens indstilling og kultur var en væsentlig del af nøglen til succes.

Man valgte at implementere WMS i faser således, at man foretog implementeringen i én hal af gangen for sikre en så glidende overgang som mulig. Ligeledes gav denne metode også mulighed for løbende at lære af begåede fejl.

⁶¹ Sanistål A/S – Årsrapport for 2012, side 4

I dag er WMS blevet fuldt implementeret, og dette har medført følgende positive værdier for Sanistål:

- WMS giver Sanistål online og on-time lagerstatus på deres centrallager i Billund. Således har Sanistål hele tiden styr på lagerværdien og antallet på lageret.
- WMS muliggør bølgepluk, hvilket betyder at der ikke længere plukkes én ordre ad gangen, men at der i stedet plukkes til mange ordrer på én gang. Dette medfører hurtigere service overfor kunden.
- WMS beregner automatisk volumen og vægt på ordren, hvorefter systemet udvælger den rette kasetype.
- WMS giver mulighed for stemmesystem plukning. Således kan en lagermedarbejder blot ved at tale til systemet, få systemet til at plukke de ønskede produkter til ham.
- Alle data registreres i et fælles system, således at der kan laves analyser helt ned på den enkelte medarbejder⁶².

Sanistål.com m.m.

Sanistål.com, er ikke blot en webbutik, det er et online system, som giver Sanistål's kunder adgang til en række forskellige serviceydelser.

Udover den klassiske webshop, hvor kunderne har mulighed for at følge en ordre, se varespecifikationer, lagerbeholdning og selvfølgelig foretage bestillinger mv., så tilbyder Sanistål også deres kunder et såkaldt "Sagsstyring".

Sagsstyring er en løsning, som skal hjælpe Sanistål's kunder til at bruge færre timer på de administrative opgaver som fx genopfyldning af bilen og papirarbejdet, timeregistrering, registrering af brugte materialer og slutfakturering. Gennem systemet kan kunden nemlig løbende registrere – enten via en PC eller en strekkodescanner – deres forbrug hos deres kunder. Ligeledes kan systemet også anvendes til timeregistrering⁶³.

⁶² http://www.consafelogistics.dk/industries/~link.aspx?_id=2d076ba64dda421282b88b3b20baba07&_z=z

⁶³ http://www.synchronicer.dk/app_res/res_synch/billeder/Sanist%C3%A5l-Mobile-medarbejdere-med-time-og-sagsstyringssystem.pdf

Derudover tilbyder Sanistål også deres kunder en direkte elektronisk forbindelse mellem Saniståls systemer og kundernes økonomi-/ordresystem. Dette giver kunden følgende fordele:

- Reducerer tidsforbrug ved køb og fakturahåndtering
- Reducerer risiko for fejl
- Reducerer købsomkostninger gennem ensartede indkøbsprocedurer
- Altid opdateret priser og varekartotek.
- Bestilling uden at skulle forlade eget økonomi/ordresystem⁶⁴.

VRIO-Analyse: Lager

Value

Lagersystemet WMS sikrer således en hurtigere og mere kvalitetssikker plukning, ligesom det giver ledelsen adgang til en række data, for derigennem at kunne træffe bedre beslutninger.

Ressourcen, bestående af deres hjemmeside, sparer kunden for tid, ligesom den sikrer en mere loyal kunde.

Rareness

I dag råder langt de fleste virksomheder over lignende IT systemer. Så selvom at nogle systemer kan være bedre end andre, ligesom nogen virksomheder kan have en bedre udnyttelsesgrad heraf, så er de systemer som Sanistål råder over ikke en sjældenhed.

Imitability

Sammenligner man med Sanistål's konkurrenter så har de alle en nogenlunde tilsvarende ressource, jf. nedenfor:

- **Lemvig-Müller A/S**, modtog sin første elektroniske ordre via en terminal i 1985, og e-business har sidenhen haft en hel central plads i måden, hvorpå LM servicerer deres kunder. Ligesom Sanistål, tilbyder LM også et eksternt program til brug for registrering af varer, timer, genbestilling m.v. LM er af den overbevisning, at de tilbyder branchens mest gennemtænkte e-business portal.
- **Solar**, investerede i 2012 € 6,9 mio. i systemet Solar 8000 (SAP), hvilket bringer deres samlede investering op på € 49,2 mio. svarende til ca. 367 mio. kr. Dette system skal sikre en højere gennemsigtighed og bedre effektivisering. Ydermere giver SAP Solars kunder

⁶⁴ <https://www.sanistaal.com/da/services/e-handel/elektronisk-integration.aspx>

mulighed for at koble deres systemer elektronisk sammen. Solar oplyser i deres Årsrapport for 2012, at den samlede omsætning igennem deres E-business nu udgør 41,5 %, ligesom deres mobil app i 2012 er hentet over 35.000 gange.⁶⁵

- **Brdr. Dahl**, tilbyder som den eneste af konkurrenterne ikke en elektronisk sammenkobling af systemerne, men tilbyder dog et online købesystem ligesom de øvrige konkurrenter.⁶⁶
- **AO**, tilbyder en mobil app, hvor håndværkere kan tidsregistrere deres timer hos en kunde, ved at checke ind- og ud på en adresse via GPS. Ligeledes giver denne app mulighed for at bestille varer, som én time senere kan afhentes hos nærmeste AO butik pakket og klar. AO blev i 2012 kåret som vinder af E-handelsprisen i kategorien Mobil e-handel og services^{67,68}.

Det virker dog som om at Sanistål sammen med Solar er dem på markedet, som råder over de bedste systemer, når man kigger på indsamling af data fra dagligdagen til brug for senere analyser og beslutningstagen. Vi er af den overbevisning, at dette med tiden indirekte vil skabe merværdi hos kunden.

Tilsvarende systemer vil for de øvrige konkurrenter være både tidskrævende at implementere, have en lav succesgrad og kræve en større investering, hvilket er en fordel for Sanistål.

Organization

For Sanistål findes ordet IT-projekter ikke længere, disse går i stedet under betegnelsen forretningsudviklingsprojekter. Dette er et resultat af Saniståls strategi efter krisen, hvor centralisering er blevet en af nøglerne til succes. Ligesom man har valgt at samle flere funktioner – herunder direktionen, marketing, økonomi, IT og en del af indkøbsfunktionen - under samme tag i Aalborg, har man ændret IT-kulturen fra den såkaldte solo-tankegang til at tænke i en bredere direktionsvinkel⁶⁹.

Systemressourcerne, som Sanistål råder over, er således en fast og integreret del af den enkelte medarbejders hverdag. Og med implementeringen af WMS er vi af den overbevisning, at Sanistål opnår det maksimale af deres ressourcer under forudsætning af, at data-rapporterne bruges til beslutningstagen.

⁶⁵ Solar – Årsrapporten for 2012, siderne: 3, 10 og 14

⁶⁶ <http://www.bd.dk/broedrene-dahl/e-handel.aspx>

⁶⁷ https://www.ao.dk/Portals/0/Diverse%20S-02250_AOmobil_flyer_low.pdf

⁶⁸ AO – Årsrapporten for 2012, side 6

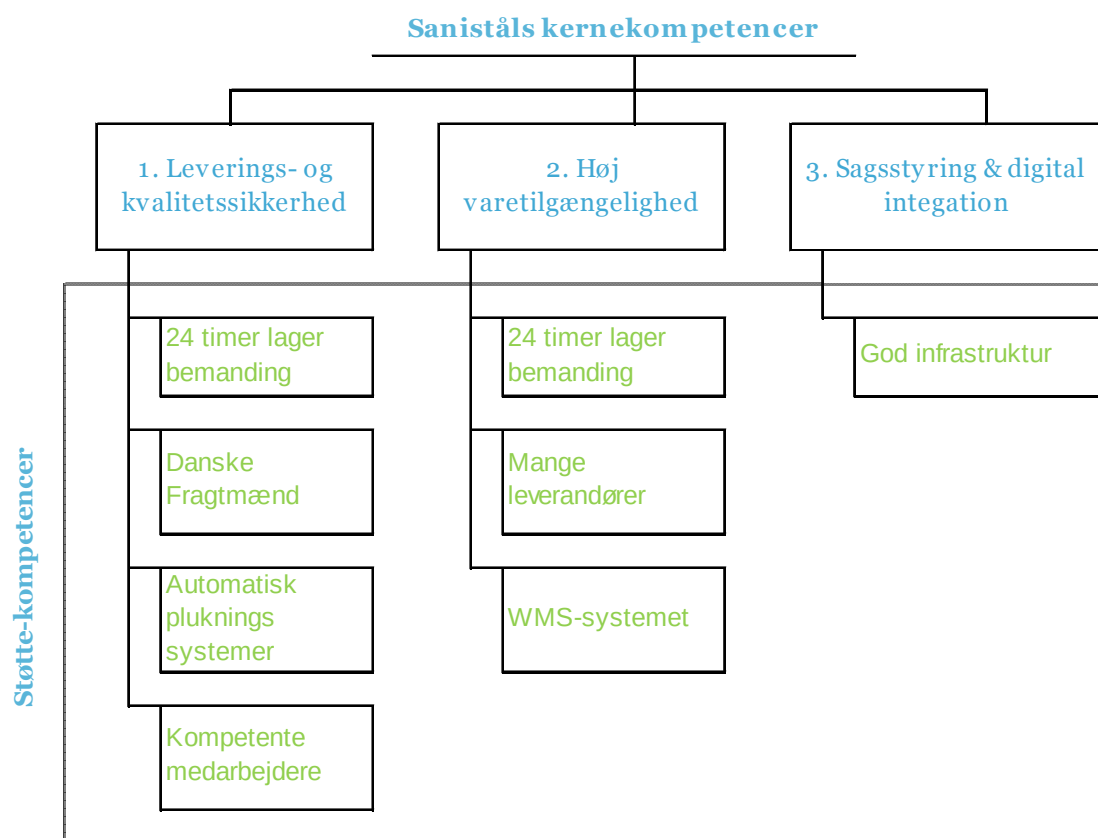
⁶⁹ http://www.brainsbusiness.dk/download/ICTNORCOM_materialer/downloads_fra_arrangementer/20121127__sanistaal.pdf

3.3.2 Analyse af kompetencer

Som tidligere beskrevet under pkt. "3.2.4 Rivalisering i branchen", er det generelt gældende for branchen, at det er utroligt svært at difference sig fra ens konkurrenter. Det er således marginalen, der gør forskellen, om det bliver Sanistål eller en af deres konkurrenter der vælges som leverandør.

For at skabe sig denne konkurrencemæssige fordel, vurderer vi, at Sanistål har nedenstående kernekompetencer. Kernekompetencerne, støttes op af kaldte "støttekompetencer", som tilsammen skaber den fornødne værdi hos kunden.

Nedenstående figur illustrerer Sanistål's kernekompetencer og dertil knyttede støttekompetencer:



Figur 11 - Egen tilvirkning

3.3.2.1 Leverings- & kvalitetssikkerhed

For mange af Sanistål's kunder gælder det, at leverings- og kvalitetssikkerhed⁷⁰ er en af de vigtigste årsager til, at de vælger Sanistål. På større byggepladser, hvor varerne typisk bliver leveret i takt med at arbejdet udføres (grundet ønsket om minimale lagre), er leveringstidspunktet utroligt vigtigt. Bliver en leverance ikke leveret til det aftalte tidspunkt, kan det resultere i, at arbejdet går i stå, en kran ikke har noget at lave e. lign., hvilket er en omkostningstung affære for kunden. Derfor forventer kunden, at man altid kan regne med at leveringstidspunktet overholdes.

Som støttekompetence, til denne kernekompetence er Sanistål's lagre døgnbemandet, således at man altid kan komme i kontakt med Sanistål, hvis uheldet skulle være ude, og man i løbet af natten mangler nogle produkter.

I 2010 indgik Sanistål samarbejde med Danske Fragtmænd om overtagelse af de over en halv million leveringer Sanistål står for om året. Dette samarbejde har sikret Sanistål en højere leveringsevne end tidligere, ligesom at de på nogle segmenter nu er best-in-class. Dette gør sig gældende på natsegmentet og kransegmentet, hvor leveringsevnen ligger på over 98 procent. På nær nogle mindre opgaver står Danske Fragtmænd nu for al kran-, styk- og pallekørsel. Denne kompetence er med til at støtte op omkring en større leveringssikkerhed⁷¹.

Som tidligere nævnt under "3.3.2.1 Lager" er Sanistål's lagre delvis robotstyret. Dette sikrer færre menneskelige handlinger, og derved en lavere fejll leveringsprocent. Sanistål oplyser, at implementeringen af dette system har halveret kundernes oplevede leveringsfejl, således at denne nu kun udgør 0,7%^{72,73}.

Skulle uheldet være ude og en levering går galt, så sidder der døgnet rundt en medarbejder klar til at finde en løsning på problemet. Medarbejderen vil med det samme kunne give besked om Sanistål har den ønskede vare på lager, og hvor hurtigt kunden ville kunne afhente den, hvis en ny udbringning ikke ønskes⁷⁴.

På baggrund af ovenstående mener vi, at kompetencen skaber stor værdi for kunderne, ligesom at fremtidsaspekterne vurderes at være gode. Dog har Sanistål's konkurrenter en nogenlunde tilsvarende service, hvorfor denne ikke skaber Sanistål en større konkurrencemæssig fordel.

⁷⁰ Ved kvalitetsstikkerhed forstås at det er de korrekte varer og antallet heraf som bliver leveret

⁷¹ <http://www.scm.dk/distributionsaftale-har-udviklet-sig-til-en-branchef%C3%B8rende-l%C3%B8sning>

⁷² <http://www.consafelogistics.com/knowledgecenter/articles/sanistal>

⁷³ <http://www.scm.dk/fra-24-til-2-topmoderne-lagre>

⁷⁴ <https://www.sanistaal.com/da/services/doegnavagt.aspx>

3.3.2.2 Høj varetilgængelighed

Kunderne forventer, at leverandørerne – som fx Sanistål – er lagerførende indenfor hele deres sortiment, således at når de mangler et produkt, kan de til enhver tid bestille dette og få det leveret indenfor 24 timer, hvilket er en service Sanistål tilbyder, og på denne baggrund mener vi dette er en af Sanistål's kernekompetencer.

Til at støtte op omkring denne kompetence, har Sanistål's døgnbemanding på lagrene til hele tiden at sikre, at indgående varer bliver pakket ud og gjort klar til videresalg. Ydermere har Sanistål over 1.400 leverandører til at sikre det nødvendige flow af indgåede varer. Sanistål er således ikke afhængig af en enkel leverandør, hvilket mindsker risikoen.

Til at sikre den rette mængde af varer på lageret, benyttes WMS-systemet. Dette system registrerer alle til- og afgang, og beregner på denne baggrund derfor den optimale mængde, ud fra den enkelte varers omsætningshastighed. Dette sikrer, at de nødvendige varer altid er til rådighed overfor kunderne.

Vi vurderer ikke ovenstående kompetence som værende speciel værdiskabende overfor kunden. Dette, da vi er af den overbevisning, at kunden direkte forventer, at varerne er til rådighed, end at de tillægger det nogen ekstraordinær værdi. Ligeledes underbygges dette af, at konkurrenterne tilbyder en nogenlunde tilsvarende servicegrad.

3.3.2.3 Sagsstyring og digital integration

Med sagsstyringssystemet mener vi, at Sanistål opnår en konkurrencemæssig fordel. Et tilsvarende system bliver kun tilbudt blandt 2 ud af 4 konkurrenter, ligesom at systemet vurderes at have en høj værdi hos kunderne, i relation til den administrative tidsbesparende del systemet giver kunderne.

Ligeledes mener vi, at Sanistål's system, som sikrer muligheden for en direkte elektronisk forbindelse mellem Sanistål's og kundernes økonomi-/ordresystem, er en af Sanistål's kernekompetencer. Dette skyldes, at når et sådan system er opsat, er det en win-win situation for begge parter. Kunden behøver ikke længere have flere 100 leverandører, men kan i stedet bruge Sanistål som én stor leverandør og derved spare en masse administrative ressourcer ved køb af produkter o. lign. For Sanistål gælder det, at man opnår en større omsætning og større kundeloyalitet⁷⁵.

⁷⁵ <https://publikationer.sanistaal.dk/Sanistaal/Industri/E/>

Sådanne systemer stiller store krav til infrastrukturen i Sanistål. Går et system ned, vil det ikke kun have store konsekvenser for Sanistål, men også deres kunder og ikke mindst kundernes tillid til Sanistål's systemer. Derfor er hastigheden på Aalborg afdelingen en Gigabit både som upload og download, og for øvrige afdelinger er hastigheden 100 Megabit hver vej. Sanistål giver ikke nærmere informationer omkring IT-sikkerheden, eller hvordan deres backupsystem fungerer, men Thomas Vestergaard, som er IT-udviklingschef i Sanistål, og som har en 13 årig baggrund i Telenor og tidligere Sonofon med telekommunikation og netværk som arbejdsområde, siger, at han sjældent har oplevet et mere stabilt netværk⁷⁶.

Vi vurderer, at ovenstående kompetence skaber stor værdi overfor Sanistål's kunder, samt at kompetencen har gode og langsigtede fremtidsaspekter.

⁷⁶ http://www.brainsbusiness.dk/download/ICTNORCOM_materialer/downloads_fra_arrangementer/20121127__sanistaal.pdf

3.4 SWOT-analyse

De væsentligste konklusioner fra den udarbejdede virksomhedspræsentation og den strategiske analyse, er medtaget i nedenstående SWOT-analyse. SWOT-analysen giver en opsummering på de forhold, som har en påvirkning på værdiskabelsen i Sanistål, af enten aktuel eller fremtidig karakter.

Senere I budgetteringsfasen og scenarieanalysen vil de opsummerende punkter være beskrevet med, hvordan disse har en påvirkning herpå.

Interne forhold	Stærke sider	Svage sider
	• Stor erfaring og know-how indenfor virksomhedsopkøb og fusioner • Kapitalstærk ejerkreds • Høj leveringssikkerhed • Høj varetilgængelighed • Systemer & IT • Høj medarbejdertilfredshed • Stor vidensdeling, således at opnået viden hos medarbejdere ikke går tabt	• Ejerforhold, da bankerne har den bestemmende indflydelse og et salg på forventes at ske indenfor en kortere årerække • Høj kapitalbinding i Associeret virksomheder/konkurrent • Lav soliditetsgrad • Stor gæld • Lang tilpasningstid ved store konjunkturudsving
Eksterne forhold	Muligheder	Trusler
	• Genindførelse af håndværkerfradrag • Politiske tiltag for at få gang i økonomien • Konjunktur • Stålpriser	• Konjunktur • Stålpriser • Indgriben fra konkurrencemyndighederne • Hård konkurrence i branchen

4. Regnskabsanalyse

I forbindelse med værdiansættelsen af Sanistål's aktie, vil vi foretage en regnskabsanalyse af de historiske tal. Dette gøres for at kunne skabe et overblik, samt et grundlag for en videre udarbejdelse af en prognose for den fremtidige udvikling.

Denne analyse af den historiske værdiskabelse gøres ved at analysere den historiske udvikling i de finansielle værdidrivere. Efterfølgende vil analysen sammen med den strategiske analyse danne vores grundlag for den forventede udvikling i værdidriverne.

For at kunne beregne analysens nøgletal har vi reformuleret henholdsvis resultatopgørelser, balancer, samt egenkapitalopgørelser for årene 2007 til 2012.

Reformuleringen er foretaget med udgangspunkt i oplysningerne i noterne. I det omfang disse informationer er utilstrækkelige, vil reformuleringen ligeledes være utilstrækkelig, hvilket kan give anledning til forkerte nøgletal.

De reformulerede opgørelser fremgår af "[bilag 2](#)", "[bilag 4](#)" og "[bilag 6](#)".

Den udarbejdede rentabilitetsanalyse fremgår af "[Bilag 7](#)".

4.1 Reformulering af resultatopgørelse

For at kunne lave en korrekt værdiansættelse af Sanistål, er den officielle resultatopgørelse blevet reformuleret i driftsoverskud fra salg, samt andet driftsoverskud. Dette gøres for at vise resultatet fra handlen med kunder, altså den primære drift. I den officielle resultatopgørelse fremgår der kun et beløb vedrørende skatteomkostningen, hvori både driftsmæssige og finansielle aktiviteter er indeholdt. Dette beløb er blevet allokeret ud, for at vise driftsoverskuddet fra salget efter skat, samt andet driftsoverskud efter skat.

Ydermere er resultatopgørelsen blevet opgjort på totalindkomstbasis, hvorfor den indeholder de såkaldte dirty surplus-poster, som hentes fra egenkapitalopgørelsen.

4.2 Reformulering af balancen

For at kunne værdiansætte egenkapitalen kræver det at balancen er reformuleret i henholdsvis driftsaktiver, finansielle aktiver og ligeledes driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser. For at kunne adskille drifts- og finansieringsaktiviteterne omgrupperes balancen yderligere i henholdsvis netto driftsaktiver (NDA) på aktivsiden, samt netto finansielle forpligtelser (NFF) og egenkapital på passiv siden. I reformuleringen af balancerne for Sanistål har vi ligeledes opdelt dem i kernerdriftsaktiver, samt ikke kernerdriftsaktiver. Dette er gjort for at se hvilke aktiver der bruges i værdiskabelsen fra den primære drift. Ikke-kernerdriftsaktiver omhandler kapitalandele i associerede selskaber, herunder ligger aktieandelen i AO Johansen, som Sanistål løbende har opkøbt. Idet afkastet af disse aktier ingen relation har til nettoomsætningen, er denne blevet klassificeret som nævnt, under ikke driftsaktiver. Ligeledes under ikke-kernerdriftsaktiver findes aktiver bestemt for salg. Dette består af aktiviteterne i Carl F samt en ejendomsportefølje bestemt for salg. Det kan diskuteres om denne post vedrører kernerdriftsaktiver eller ikke-kernerdriftsaktiver, men da Sanistål's strategi er at afhænde alle aktiver i forbindelse med Carl F, anser vi det som et ikke-kernerdriftsaktiv. Ydermere findes huslejedeposita, samt andre tilgodehavender under ikke-kernerdriftsaktiver.

4.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Når egenkapitalopgørelsen anvendes i forbindelse med en værdiansættelse, skal overskuddet være opgjort på totalindkomstbasis, hvorfor man opdeler egenkapitalopgørelsen i transaktionerne med ejerne og totalindkomstopgørelsen. Dette giver et overblik over den værdiskabende del af forretningen, samt de løbende transaktioner med ejerne. Normalt præsenteres en egenkapital inklusiv minoritetsinteresser, men dette gør sig ikke gældende i vores tilfælde. Det er i forbindelse med reformuleringen af egenkapitalopgørelsen, at vi finder frem til de såkaldte dirty surplus-poster, som skal medtages i reformuleringen af resultatopgørelsen, for at bringe den på totalindkomstbasis. I Sanistål's tilfælde finder man følgende dirty surplus-poster;

- Reserve for valutakurssikring
- Reserve for sikringstransaktioner
- Egenkapitalbevægelser i associerede virksomheder

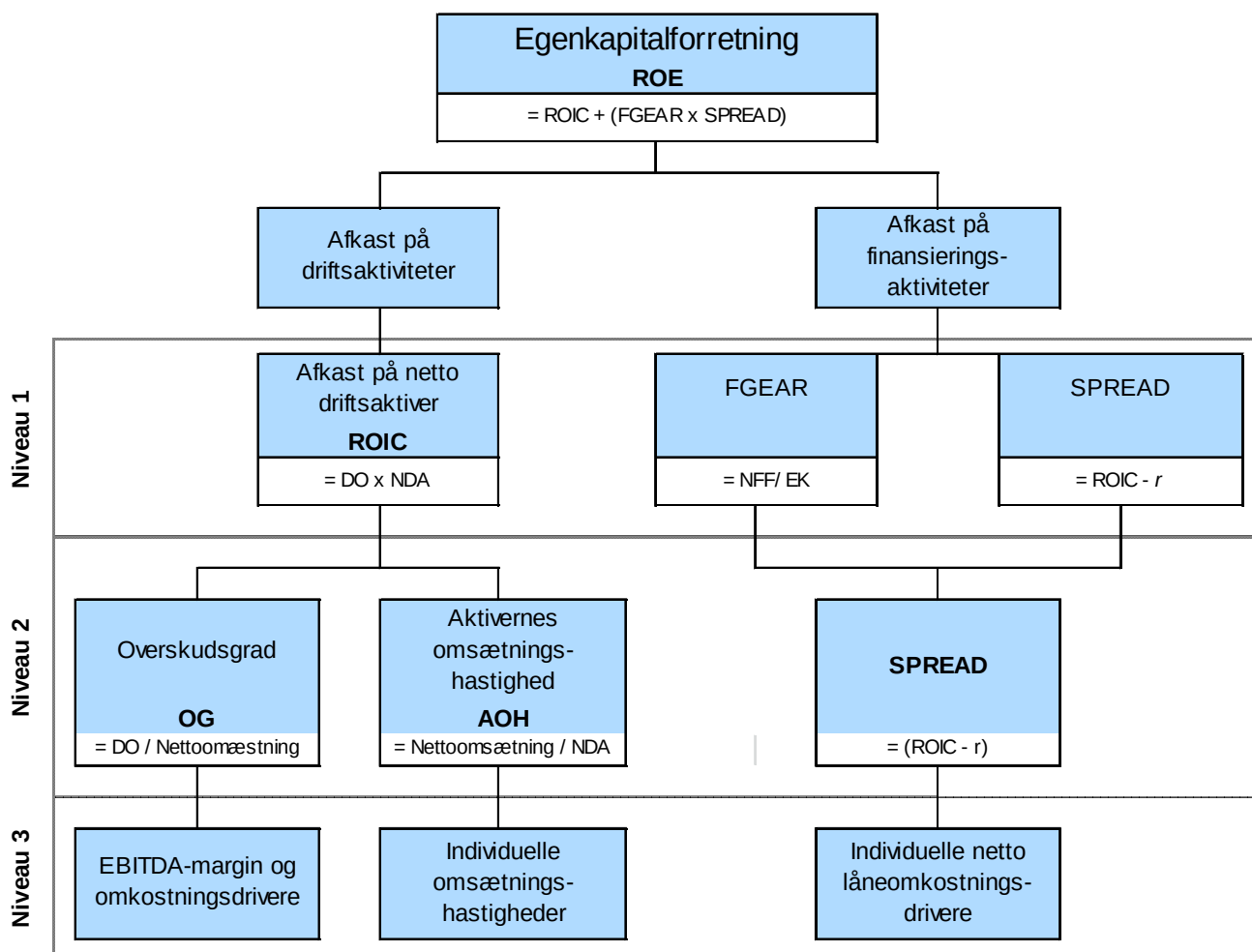
I forbindelse med reformuleringen har vi ydermere fjernet aktiebaseret vederlæggelse helt fra opgørelsen, og tilføjet den under anden gæld i balancen. Ved at føre aktiebaseret vederlæggelse på

egenkapitalen, ser det ud som om at vores egenkapital er forøget, selvom det i virkeligheden er løn til de ansatte, hvorfor den re-klassificeres til balancen.

4.4 Analyse af rentabilitet

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i en analyse af den historiske udvikling af egenkapitalforrentningen (ROE), som er et sammenfattende mål for hvad der driver værdiskabelsen i virksomheden. For at kunne analysere dette, gøres brug af DuPont-pyramiden der inddeler værdidriverne i tre analyseniveauer. Som man kan se af nedenstående model afhænger udviklingen i ROE af de tre underliggende drivere;

- Afkastningsgraden (ROIC)
- Den finansielle gearing (FGEAR)
- SPREAD



Figur 12⁷⁷

⁷⁷ Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang af Ole Sørensen

Des bedre en virksomhed er til at udnytte sine ressourcer, vil det afspejle sig i ROE, da den vil blive tilsvarende højere. Årsagen til denne udvikling vil afspejle sig i de underliggende drivere på niveau 2 samt 3.

4.5 Analyse af Sanistål

Som det kan ses af nedenstående figur er Sanistål's egenkapitalforrentning væsentlig forringet fra 2007 til 2008, med et fald på 92,2 procent point. Ligeledes fra 2008 til 2009 falder ROE med yderligere 68,3 procent point, for at nå bunden i 2010. I 2010 fremgår tallet ikke, da man her havde både negativ totalindkomst samt egenkapital, hvorfor en beregning af egenkapitalforrentningen ikke giver mening.

I 2011 og 2012 går det igen fremad for Sanistål, hvor egenkapitalforrentningen viser positive tendenser. ROE har udviklet sig markant i løbet af de sidste 6 år, hvilket afspejler en virksomhed i stor krisen, for derefter at lave en turn around og kommer tilbage på rette spor.

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ROE = Totalindkomst / CSE, EK	25,7%	28,7%	N/A	-156,2%	-87,9%	4,3%

I det efterfølgende vil egenkapitalforrentningen blive nedbrudt i de forskellige værdidrivere, for at skabe et overblik over denne udvikling.

4.5.1 Afkastningsgraden (ROIC) - Niveau 1 og 2

ROIC angiver den investerede kapitals afkast, denne kan ydermere blive dekomponeret i henholdsvis overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed (AOH). Jo højere ROIC er, des bedre er virksomheden til at skabe værdi af nettodriftsaktiverne.

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ROIC = DO efter skat / NDA	8,6%	4,7%	-3,0%	-10,1%	-15,6%	3,7%
OG (DO efter skat / nettoomsætningen)	4,2%	2,4%	-1,7%	-6,7%	-7,4%	1,5%
AOH (Nettoomsætning / NDA)	2,04	1,99	1,77	1,51	2,11	2,51
AOH/1	0,49	0,50	0,56	0,66	0,47	0,40

Som det tydeligt ses er udviklingen i ROIC de første 3 år ikke den bedst tænkelige for Sanistål. Fra at have en ROIC på 3,7% i 2007 falder den betydeligt i 2008, for derefter så småt at stige igen. I 2010 kan man dog se at Sanistål igen formår at vende den negative udvikling, og igen vise positive tendenser. Hvis man kigger på de underliggende drivere nemlig overskudsgraden, samt aktivernes omsætningshastighed, kan forklaringen på den faldende ROIC findes her. I en periode med negativ overskudsgrad falder aktivernes omsætningshastighed ligeledes, hvilket forringer ROIC yderligere. I

2011 begynder det dog igen at gå fremad for Sanistål, hvor overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed igen følges ad i den rigtige retning, hvilket påvirker ROIC i positiv retning.

4.5.2 Overskudsgraden (OG) – Niveau 2 og 3

Denne forringede udvikling i 2008 kan tilskrives et negativt driftsoverskud efter skat på ½ mia. kr., hvilket primært skyldes øgede personaleomkostninger, samt påvirkning af den nedgang i samfundsøkonomien der satte ind i 2. halvår 2008.

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
OG salg (DO salg efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	1,6%	-0,1%	-3,4%	-2,3%	1,2%
OG (DO andet efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	0,8%	-1,6%	-3,3%	-5,1%	0,3%
OG total	4,2%	2,4%	-1,7%	-6,7%	-7,4%	1,5%

Ligeledes bliver der i 2008 foretaget store nedskrivninger på blandt andet kapitalandelen i associerede virksomheder på 215.200 mio. kroner, hvilket gør et ordentlig indhug i driftsoverskuddet efter skat, som bliver en medvirkende årsag til den negative udvikling. 2009 viser en bedring i overskudsgraden, og her er driftsoverskuddet efter skat kun nede på -260.333 mio. kroner i forhold til 2008 på en ½ mia. kr. Ledelsen begyndte allerede i 4.kvartal 2008 at tilpasse forretningen til det faldende marked ved at skære ned i den eksisterende organisation for at tilpasse omkostningerne, hvilket også kan ses på fremgangen fra 2008 til 2009. Dette slår ligeledes igennem i 2010, hvor overskudsgraden igen bliver forbedret. Nedenstående figur viser en nedbrydning af overskudsgradens komponenter fra salget. Bruttoavanceprocenten forringes i 2008, men kommer igen på fode i 2009. Vareforbruget følger nogenlunde salget, men som man kan se stiger personaleomkostningerne, hvilket er en af de faktorer man ikke umiddelbart kan påvirke fra dag til dag i takt med en nedgang i omsætningen.

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
OG salg (DO salg efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	1,6%	-0,1%	-3,4%	-2,3%	1,2%
OG (DO andet efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	0,8%	-1,6%	-3,3%	-5,1%	0,3%
Vareforbrug	-73,8%	-73,6%	-71,9%	-74,6%	-76,3%	-74,9%
Bruttoavanceprocent	26,2%	26,4%	28,1%	25,4%	23,7%	25,1%
Andre driftsindtægter	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Andre eksterne omkostninger	-9,4%	-9,8%	-11,2%	-10,5%	-9,7%	-8,3%
Personaleomkostninger	-12,9%	-12,9%	-14,5%	-17,7%	-15,3%	-14,0%
EBITDA	3,9%	3,7%	2,4%	-2,9%	-1,4%	2,7%
Afskrivninger	-1,4%	-1,7%	-1,9%	-2,0%	-1,3%	-1,0%
EBIT	2,5%	2,0%	0,5%	-4,9%	-2,6%	1,7%
OG salg	2,1%	1,6%	-0,1%	-3,4%	-2,3%	1,2%

Hvis man kigger på driftsoverskuddet fra de andre aktiviteter, viser det at det er nedskrivningen på kapitalandelene der udgør det største tab. Hvorfor man kan konkludere at det ikke kun er den primære drift der har lidt store tab.

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
OG (DO andet efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	0,8%	-1,6%	-3,3%	-5,1%	0,3%
Avance ved salg af ejendom	1,4%	0,0%	0,3%	0,7%	0,2%	0,0%
Andre driftsindtægter (husleje mv.)	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Indtægter fra kapitalandele i ass. Virksomheder, efter skat	0,8%	0,7%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,1%
Årets resultat af ophørende aktiviteter	0,0%	-0,1%	-2,0%	-2,2%	0,0%	0,0%
Nedskrivning på kapitalandele i ass. Virksomheder	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	0,0%
Nedskrivninger	0,0%	0,0%	-0,1%	-1,7%	-1,5%	0,0%

4.5.3 Aktivernes omsætningshastighed – Niveau 2 og 3

Aktivernes omsætningshastighed har fra 2007 til 2009 været stødt faldende, for igen at stige i 2010, men er dog i 2012 stadig ikke kommet op på samme niveau som i 2007. Hvis man anvender den reciprokke metode skulle Sanistål i 2007 investere 0,40 øre for at generere 1 kroners omsætning. Denne stiger, for at nå sit højeste niveau i 2009, hvor de skal investere 0,66 øre for at generere 1 kroners omsætning. I 2011 begynder det igen at gå fremad, for i 2012 at nå nogenlunde samme niveau som i 2007. Midt i en krise kan det være svært for virksomheder at tilpasse mængden af aktiver i takt med at omsætningen falder, hvilket man også kan se har gjort sig gældende for Sanistål. Dog formår de at vende udviklingen og tilpasse forretningen til den nuværende markedssituation.

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
AOH (Nettoomsætning / NDA)	2,04	1,99	1,77	1,51	2,11	2,51
AOH/1 (Inverse)	0,49	0,50	0,56	0,66	0,47	0,40

Hvis vi nedbryder aktivernes omsætningshastighed yderligere, kan vi se at det er alle driverne der påvirkes negativt i forbindelse med krisens indtræden i 2008. Dette er især gældende de materielle anlægsaktiver.

AOH-driverne (inverse)	2012	2011	2010	2009	2008	2007
AOH/1	0,49	0,50	0,56	0,66	0,47	0,40
AOH (Varebeholdning)/1	0,14	0,13	0,15	0,25	0,19	0,18
AOH (Grunde og bygninger)/1	0,13	0,13	0,14	0,13	0,07	0,07
AOH (Tilgodehavender fra salg)/1	0,11	0,12	0,12	0,16	0,12	0,11
AOH (Goodwill)/1	0,05	0,05	0,06	0,06	0,05	0,03
AOH (Driftsmateriel og inventar)/1	0,04	0,05	0,06	0,07	0,04	0,03
AOH (Øvrige)/1	0,03	0,04	0,05	0,05	0,04	0,04
AOH (Driftsforpligtelser)/1	0,11	0,13	0,18	0,22	0,11	0,09
AOH (Ikke kernerdriftsaktiver)/1	0,09	0,11	0,16	0,16	0,08	0,04

4.5.4 Finansiell gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing udgør forholdet mellem egenkapitalen og fremmedkapital.

Som nedenstående tabel viser, steg Sanistål's fremmedfinansiering meget i 2009 sammenlignet med de foregående år. Dette skyldtes primært at egenkapitalen faldt med omkring 70% på grund af det dårlige driftsresultat i 2008, samt store nedskrivninger på goodwill og kapitalandele⁷⁸.

TDKK	2012	2011	2010	2009	2008	2007
NFF (Netto finansielle forpligtelser)	1.567.764	1.936.387	2.173.309	2.368.061	2.532.802	1.556.884
Egenkapital (CSE)	615.127	228.293	-15.933	209.755	669.781	971.295
FGEAR (NFF / EK)	2,55	8,48	N/A	11,29	3,78	1,60

I 2010 var egenkapitalen negativ, hvorfor gearingen var enorm sammenlignet med andre år. Som nævnt tidligere overtog bankerne i 2011 den ansvarlige lånekapital, hvorfor gearingen igen blev nedbragt til et mere normalt niveau.

4.5.5 SPREAD

Nøgletallet SPREAD viser i hvilken grad Sanistål er i stand til at generere afkast på deres fremmedfinansiering. SPREAD er således givet ved forskellen mellem ROIC og r . Udviklingen i SPREAD kan ses i nedenstående tabel.

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ROIC = DO efter skat / NDA	8,6%	4,7%	-3,0%	-10,1%	-15,6%	3,7%
r (NFO / NFF)	1,9%	1,9%	2,9%	2,8%	3,5%	3,4%
SPREAD	6,7%	2,8%	-5,8%	-12,9%	-19,1%	0,4%

Udviklingen i SPREAD viser, at Sanistål i 2008 til 2010 ikke har formået at forrente den lånte kapital højere end udlånsrenten. Således har SPREAD i ovennævnte perioden påvirket ROE i den forkerte retning.

I de efterfølgende år - 2011 til 2012 - er SPREAD dog positiv, hvilket har påvirket ROE opadgående. Sanistål har således formået at tjene penge på deres fremmedfinansiering de seneste 2 år.

4.6 Analyse af risiko

I forlængelse af rentabilitetsanalysen foretages der en analyse af den risiko der er forbundet med Sanistål's aktiviteter. Formålet med dette er at analysere de væsentligste risici, samt hvordan man som virksomhed kan minimere disse. Egenkapitalforrentningen bestemmes af driftsaktiviteten, samt

⁷⁸ https://www.sanistaal.com/media/215992/Aarsrapport_2008.pdf

en præmie for finansieringsaktiviteten, hvorfor der kigges på begge dele i forbindelse med analysen af risikoen.

4.6.1 Driftsmæssig risiko

Risikoen der er forbundet ved selve driften har en sammenhæng med afkastningsgraden, overskudsgraden, samt aktivernes omsætningshastighed. Som nævnt i PESTEL-analysen jf. afsnit "3.1.2.1 Udvikling i verdensøkonomien", befinder Sanistål sig på et marked der er meget konjunkturfølsomt, hvorfor man som virksomhed er meget afhængig af at kunne tilpasse sine omkostninger til udviklingen i verdensøkonomien. Da en stor del af Sanistål's omkostninger dog er variable omkostninger, vil de automatisk følge konjunkturudviklingen. Ydermere har introduktionen af de nye lagerkapaciteter betydet at man har kunnet spare en masse lagerpersonale, da alt nu styres med robotter, hvilket har været med til at nedbringe de faste omkostninger. De seneste år har man ydermere ved hjælp af LEAN-processer forøget effektiviteten hvorfor forretningen snart er trimmet og optimeret til fortsat vækst. Derudover har man implementeret en projektorganisation der hjælper med at prioritere ressourcerne, for at optimere forretningen.

Ligeledes har det nye system betydet væsentlig mindre kapitalbinding, hvilket også kan være en forbedring af den driftsmæssige risiko. Alt andet lige vil et fald i omsætningen betyde at forretningen til dels vil kunne tilpasse sig bedre nu, i forhold til tidligere. Dog, som man kan se af nedenstående tabel, har Sanistål trods alt bundet 22% i personaleomkostninger og andre eksterne omkostninger, som man umiddelbart ikke kan røre ved fra dag til dag. Det Sanistål betragter som deres væsentligste usikkerhed i forbindelse med driften, er markedsudviklingen samt udviklingen i stålpriserne, hvilket kan skabe et forøget behov for arbejdskapital⁷⁹.

	2012
Nettoomsætning	100%
Vareforbrug	-74%
Bruttoresultat	26%
Andre driftsindtægter	0%
Andre eksterne omkostninger (Faste omkostninger)	-9%
Personaleomkostninger (Faste omkostninger)	-13%
Driftsoverskud fra salg før, afskrivninger og skat (EBITDA)	4%
Afskrivninger & amortiseringer	-1%
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	3%
Skat af årets resultat	-1%
Skat på finansielle poster	0%
Skat på anden driftsoverskud	0%
Driftsoverskud fra salg efter skat (Core)	2%

⁷⁹ https://www.sanistaal.com/media/216044/2012_nr_05_-_Aarsrapport_2011.pdf

4.6.2 Finansiell risiko

Den finansielle risiko er drevet af niveauet for den finansielle gearing (FGEAR) og spredningen på SPREAD.

Gearingen måles som netto finansielle forpligtelser i forhold til egenkapitalen. Jf. afsnit "[4.5.4 Finansiell gearing \(FGEAR\)](#)", har Sanistål gearet sig væsentligt siden 2008, hvilket gør at Sanistål har været ramt af en stor finansiell risiko. Dette gjorde at bankerne i 2011 overtog den ansvarlige lånekapital, da man vurderede at virksomheden ikke ville være i stand til at indfri gælden, og opfylde de såkaldte covenants i forbindelse med gældsforpligtelserne. I sådan en situation hvor en virksomhed gearer sig så meget som Sanistål gjorde, kræver det et større afkastkrav fra aktionærernes side. I 2008 indså man i lyset af de dårlige resultater, at man var nødsaget til at styrke selskabets kapitalgrundlag. I forbindelse med finanskrisen blev man enige om at en udvidelse af aktiekapitalen ikke var en mulighed, hvorfor man i 2009 etablerede en ansvarlig lånekapital på samlet 550 mio. kr. ved at selskabets daværende A-aktionærer indskød 50 mio. kroner, og bankerne konverterede 500 mio. kroner af deres usikrede lån, hvoraf 300 mio. havde en fast rente på 2,99% p.a., og de resterende 250 mio. kr. med en fast rente på 9 % p.a.

Ovennævnte ansvarlige lånekapital blev i 2011 konverteret til selskabskapital, hvilket forbedrede selskabets FGEAR betydeligt. I 2012 har Sanistål en gæld på 1,5 mia. kroner til kreditinstitutterne, hvoraf 1,2 mia. er med variabel rente, hvorfor det må konkluderes at den samlede finansielle risiko er høj.

4.7 Opsummering af rentabilitetsanalyse

Ovenstående nøgletalsanalyse har givet os et indblik i hvilke finansielle drivere der har været med til at påvirke Sanistål's resultater både negativt og positivt.

Opsummering af rentabilitet fra 2007 til 2010

Dekomponeringen som vi fortog ved hjælp af Dupont-pyramiden, viste at Sanistål frem til 2010 havde en negativ udvikling i ROE, som både har skyldtes et fald i ROIC, samt i den finansielle geraing. Faldet i ROIC skyldtes både et fald i AOH samt et fald i overskudsgraderne. Overskudsgraden var dog primært påvirket af en stigning i personaleomkostningerne, hvilket påvirkede den primære drift, men det skyldtes også en stor nedskrivning på kapitalandelene i associerede selskaber. Aktivernes omsætningshastighed var primært påvirket af varebeholdningen som kan være svære at påvirke i krisetider, men samtidig steg driftsforpligtelserne også.

Det er altså mere eller mindre hele vejen rundt at Sanistål's finansielle drivere har været påvirket, hvilket tydeligt afspejler sig i den negative ROE i årene 2008-2010, og hvis bankerne samt aktionærerne ikke havde skredet til handling, kan man godt konkludere at Sanistål muligvis ikke havde overlevet en krise oven i deres store investeringslyst.

Opsummering af rentabilitet fra 2011 og 2012

Der afspejler sig en positiv udvikling i rentabiliteten for Sanistål de sidste 2 år, hvilket indikerer at de ovenpå en årerække med negative resultater, har formået at kommet stærkt tilbage og virkelig lavet et bemærkelsesværdigt flot turn around.

Sanistål har således de seneste 2 år lavet positive resultat for både ROIC og FGEAR.

Drifts – og finansiell risiko

I forbindelse med den driftsmæssige risiko er Sanistål ikke nær så påvirket som de tidligere har været. Sanistål har gennem de senere år været igennem flere optimeringsprocesser og udvikling af nye lagre, at de bedre kan modstå de konjunkturændringer der alt andet lige vil ramme økonomien fra tid til anden.

Sanistål er dog mere påvirket af den finansielle risiko som deres situation er nu, grundet deres store gældsandel, hvorfor ændringer i renten kan have en stor indflydelse.

5. Budgettering

Til brug for udarbejdelse af budgetteringen af den forventede fremtidige økonomiske udvikling i Sanistål, tages der udgangspunkt i resultaterne fra nedenstående afsnit i afgangsprojektet:

- Afsnit 3 – [Strategisk analyse, side 20-44](#)
- Afsnit 4 – [Regnskabsanalyse, side 45-54](#)

For at foretage den endelige værdiansættelse af Sanistål i afsnit 6, kræves det at vi udarbejder et budget for nedenstående 4 økonomiske områder:

- Afsnit 5.1 – Budgettering af omsætning
- Afsnit 5.2 – Budgettering af overskudsgraden
- Afsnit 5.3 – Budgettering af andet driftsoverskud
- Afsnit 5.4 – Budgettering af aktivernes omsætningshastighed

For til sidst at udarbejde det samlede budget for Sanistål:

- Afsnit 5.5 – Budget konklusion

Det er valgt at budgettets ovenstående 4 økonomiske faktorer opdeles i følgende 3 budgetperioder:

- | | |
|-------------------------------|-----------|
| • Kort sigt | 2013-2014 |
| • Mellemlang sigt | 2015-2017 |
| • Lang sigt (terminalperiode) | 2018+ |

Kort sigt, 2013-2014

Vi vurderer at det fastlagte budget, på kort sigt, og på baggrund af de oplyste forudsætninger, i al rimelighed må antages ikke at have nogen væsentlig risiko tilknyttet, i relation til udsving mellem budget og realiseret.

Mellemlang sigt, 2015-2017

På mellemlang sigt, vurderer vi derimod at der kan forekomme større udsving, mellem den af os forventede udvikling, og den realiserede.

Lang sigt (terminalperiode), 2018+

Efter 2018 forventes et såkaldt steady-state. Dette betyder at udviklingen for Sanistål følger markedet, da det herefter ikke længere er muligt at forudsige Saniståls konkurrencemæssige situation. Herved forsvinder også enhver overnormal salgsvækst og profit.

Afslutningsvis vil afsnit "5.5 budget konklusion" opsummere vores resultater for de enkelte delafsnit.

5.1 Budgettering af omsætningen

Forventning til salgsvæksten på kort sigt

Vi har tidligere i opgaven konkluderet at salgsvæksten er afhængig af verdensøkonomien, de generelle konjunkturer og forventningerne hertil, jf. afsnit "3.1.2.1 Udvikling i verdensøkonomien".

Til udarbejdelse af budgettal for salget, tillægger vi derfor de generelle forventninger til verdensøkonomien stor vægt.

I en rapport offentliggjort den 27. november 2012 af OECD⁷⁷, forventes det at euro-området stort set vil opleve nul-vækst i 2013. Dog oplyser Danske Bank, at selvom de er enige i de generelle forhold, som OECD nævner i deres rapport, ser de flere lyspunkter, som kan have et positivt scenarie for verdensøkonomien i 2013⁷⁸.

"For 2013 forudses en flad aktivitetsudvikling i bygge- og anlægsbranchen."

Sanistål, Årsrapporten for 2012

"Ledelsen forventer, at aktiviteten på AO's primære markeder i 2013 vil være på niveau med 2012."

AO Johansen, Årsrapporten for 2012

"Forventningerne til 2013 er en omsætning i intervallet, € 1.690-1.730 mio. (2012: 1.700,9)"

Solar, Årsrapporten for 2012

På denne baggrund forventer vi nul-vækst i salget for 2013 og 2014.

⁷⁷ OECD = The Organisation for Economic Co-operation and Development

⁷⁸ <http://www.danskebank.com/da-dk/Presse/Morgenkommentarer/Allan-von-Mehren/Pages/27112012.aspx>

Forventning til salgsvæksten på mellemlang- og lang sigt

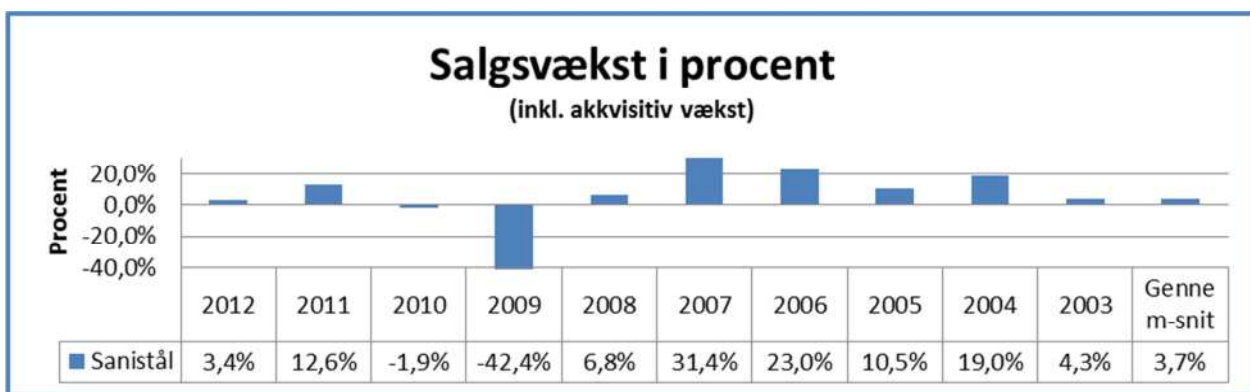
Det har ikke været muligt at finde nogle udmeldinger omkring forventningerne til verdensøkonomien efter den kortsigtede periode, som vi med en tilstrækkelig grad af overbevisning kunne basere os på. Dansk Byggeri omtaler dog den nuværende vækst, som værende historisk lav⁷⁹.

Frasalg og opkøb

Vi er ikke bekendt med forhold om frasalg af nuværende aktivitet, som ellers ville få negativ indflydelse på omsætningen i fremtiden. Ej heller er vi bekendt med opkøbsplaner af konkurrenter eller lignede, som ellers ville påvirke omsætningen positivt.

Ser vi på Saniståls historie som beskrevet i afsnit "[2.1 Saniståls historie](#)", har Sanistål historisk opnået store dele af deres vækst igennem opkøb af andre virksomheder. Vi er derfor af den overbevisning, at denne historiske strategi er en Sanistål for fremtiden også vil benytte sig af, når blot deres nuværende gældssituation er bragt under kontrol.

Vi har derfor hentet væksten for de historiske tilgængelige salgs-tal i perioden 2002 - 2012, hvilket viser en gennemsnitlig vækst i salget inkl. akkvisitiv vækst på 3,7 %. Dette høje gennemsnit på 3,7 %, er påvirket meget i årene op til finanskrisen, hvorfor en tilsvarende vækst ikke vurderes at kunne opnås i fremtiden. Derfor har vi valgt at budgettere med en lavere vækstrate i terminalperioden.



Figur 13 - Egen tilvirkning

⁷⁹ <http://www.danskbyggeri.dk/files/Filbibliotek/Analyser/Konjunkturanalyser/Dansk-%20februar%202012.pdf>

Soliditetsgrad i forhold til køb og salg

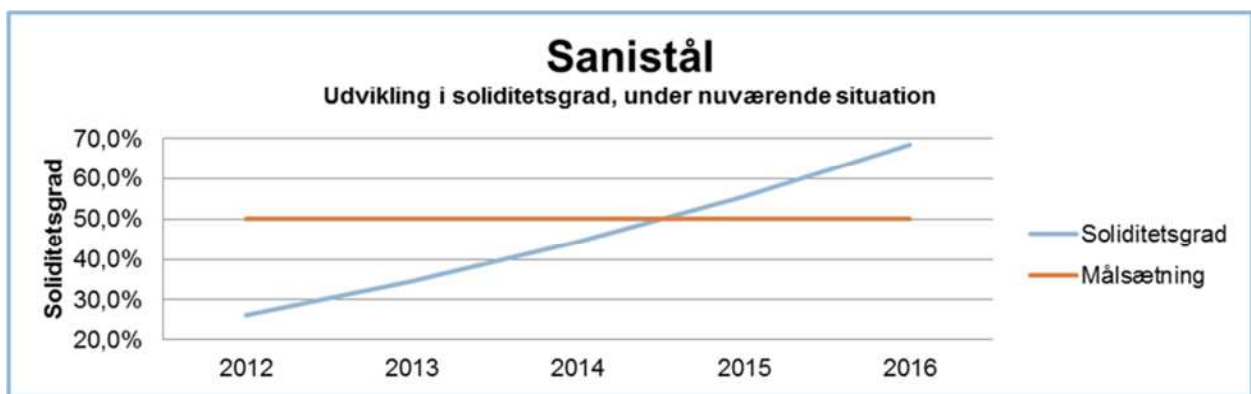
Gælden udgør pr. 31. december 2012 MDKK 1.551, hvilket er et fald på MDKK 168,7 i forhold til 2011, og giver Sanistål en soliditetsgrad på 26,2 %. Fortsætter Sanistål denne udvikling vil de teoretisk set være gældsfri i løbet af start 20'erne.

Historisk set (2000 til 2006) har Saniståls soliditetsgrad ligget på omkring 44,7 - 50,9 %. Vi er af den overbevisning, at det er niveauet ledelsen i Sanistål igen ønsker at ramme, og at det mere præcist bliver i den øvre del heraf, således at soliditetsgraden i fremtiden vil ligge på 50 %. Dette underbygges af målsætningen for AO, som ønsker at ligge på et nogenlunde tilsvarende niveau:

"Den økonomiske målsætning er: ... at fastholde en soliditetsgrad på mindst 40 %."

AO, Årsrapporten for 2012

Af nedenstående figur fremgår udviklingen i soliditetsgraden for Sanistål, hvis Sanistål i fremtiden forsætter med ikke at udbetale udbytte til aktionærerne, men i stedet vælger at afdrage på gælden, som det var tilfældet i 2011 og 2012.



Figur 14 - Egen tilvirkning

Det fremgår af ovenstående graf at Sanistål vil opnå den ønskede soliditetsgrad i 2014, hvorfor mulige opkøb kunne være på tale herefter.

Vi forventer dog ingen større opkøb grundet de nuværende ejerforhold, og seneste dårlige erfaring omkring opkøb af AO og Carl F, hvilket afspejler sig i vores budgettering.

Produkter

Saniståls produkter har en nogenlunde stabil vækst, da der ikke er tale om trend- eller teknologi betonedede produkter, ligesom iPhone eller lignende. Ydermere er Sanistål's produktportefølje utrolig stor, hvorfor udsving på enkelte produkter, ikke vil have en større betydning.

Lovgivning

jf. afsnit "3.1.3 Lovgivning", er det netop offentliggjort at håndværkerfradraget for 2012 vil blive genindført⁸⁰. Men da hverken Dansk Byggeri eller ledelsen hos de enkelte selskaber, oplyser hvorvidt de i deres forventninger til fremtiden har budgetteret med dette lovtiltag, kan vi ikke foretage en korrekt korrektion heraf. Vi forudsætter dog at både Sanistål og Dansk Byggeri havde budgetteret med dette tiltag, hvorfor det ingen effekt har for vores budgettering.

Budget

På baggrund af ovenstående forudsætninger har vi opstillet følgende budget for omsætningen (inkl. organisk vækst), da vi mener den gennemsnitlige vækstrate på 3,7 % er påvirket af den ekstraordinære efterspørgsel op til krisen. Derved vurderer vi 2,8 %, som værende realistisk.

Budgettering af: Omsætningen	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018T
Forventet udvikling		0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,8%	2,8%
Omsætning	4.447.091	4.447.091	4.447.091	4.491.562	4.581.393	4.709.672	4.841.543

Figur 15 - Egen tilvirkning

⁸⁰ <http://www.haandvaerkerfradrag.dk/>

5.2 Budgettering af overskudsgraden

Omkostningerne tilknyttet kernerdriftsaktiviteten, udgøres af følgende regnskabslinjer og dertil knyttede gennemsnitlige vægtfordeling for perioden 2006-2012 jf. afsnit "4. Regnskabsanalyse".

	Kernerdriftsom- kostninger	Vareforbrug	Andre eksterne omkostninger	Personale omkostninger	Afskrivninger
2006	-4.624.329	-3.663.857	-310.683	-587.837	-61.952
2007	-6.227.399	-4.746.473	-528.657	-886.150	-66.119
2008	-6.940.146	-5.160.005	-657.421	-1.037.947	-84.773
2009	-4.086.241	-2.908.070	-409.610	-690.006	-78.555
2010	-3.801.646	-2.747.488	-428.613	-553.302	-72.243
2011	-4.217.152	-3.166.015	-422.021	-555.708	-73.408
2012	-4.336.367	-3.284.136	-419.411	-571.742	-61.078
Gennemsnit	-4.890.469	-3.668.006	-453.774	-697.527	-71.161
Vægtet fordeling	100,0%	75,0%	9,3%	14,3%	1,4%

Figur 16 – Egen tilvirkning

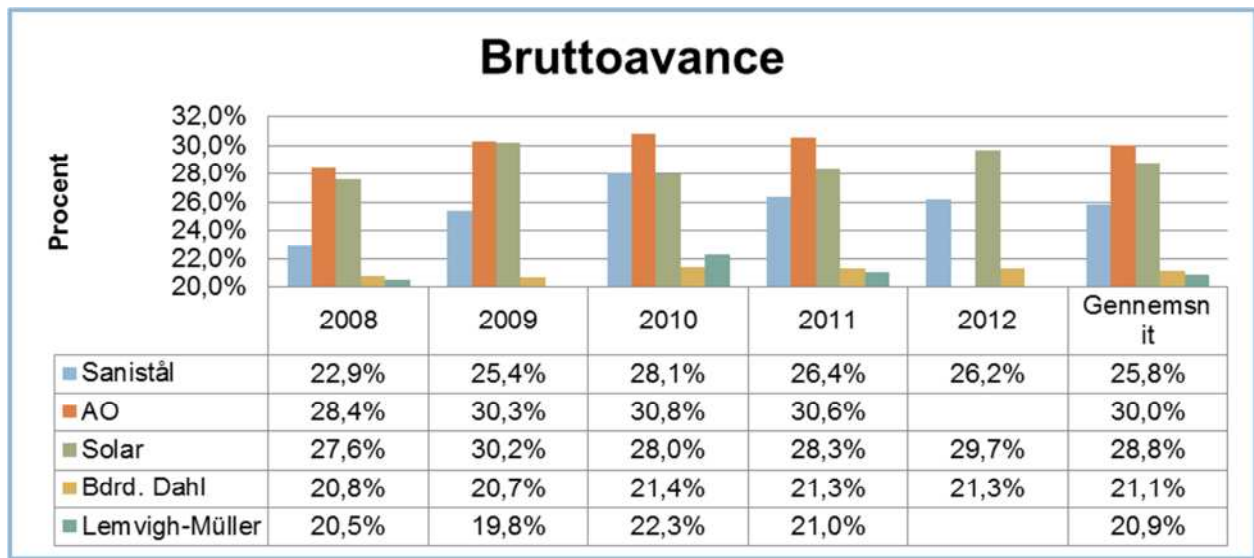
Langt størstedelen af omkostningerne vedr. kernerdriftsaktiviteten udgøres således af vareforbrug, hvor den primære driver hertil er omsætningen. Alligevel er der også andre sekundære drivere som påvirker vareforbruget, som for eksempel stålpriser jf. "3.1.2.4 Udvikling i råvarepriser".

Det har dog ikke været muligt at fremskaffe en tilstrækkelig underliggende dokumentation, som vi med en ønsket grad af overbevisning kunne basere os på vedr. den forventede udvikling i Stålpriserne. Ej heller har Sanistål, eller deres konkurrenter, meldt ud hvad deres forventninger er til stålprisudviklingen for den kommende periode.

På denne baggrund, vurderes de historiske tal, som værende den bedste indikator til brug for udarbejdelse af budgetteringen af driftsoverskud fra kerneaktivitet.

Dette underbygges ligeledes af at Sanistål selv har mulighed for at tilpasse salgspriserne, ved at ændre på deres varelager af stål, samt listepriser.

Sammenholder man Saniståls historisk opnåede bruttoavance med konkurrenternes, fremgår følgende resultat:

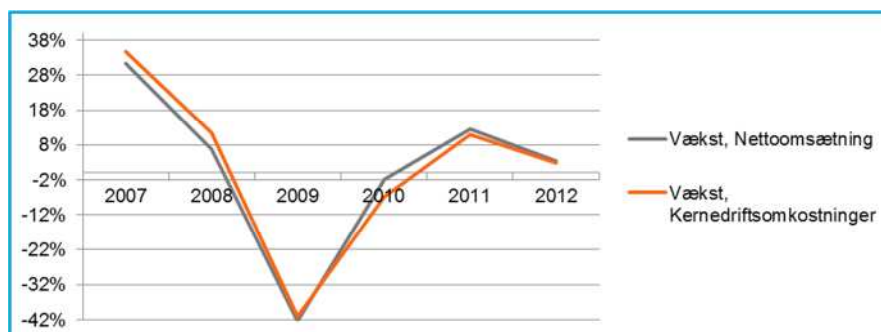


Figur 17 – Egen tilvirkning

Saniståls gennemsnitlige bruttoavance ligger i midten af markedet, men påvirkes negativt af den specielt lave bruttoavance i 2008.

Vi er af den overbevisning, at de seneste års bruttoavance bør tillægges den højeste værdi i forbindelse med budgetteringen, hvorfor en bruttoavanceprocent på omkring de 26 % vurderes sandsynligt.

Kigger man på nedenstående figur fremgår det at udviklingen i nettoomsætningen og kernerdriftsomkostningerne følger hinanden, og at der således kun er en marginal forskel historisk set.

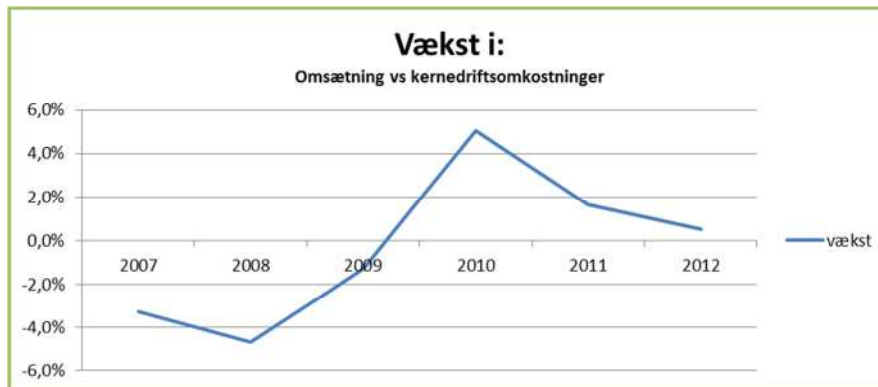


Figur 18 - Egen tilvirkning

Nedbryder man yderligere udviklingen i omsætningen imod kernerdriftsomkostningerne, ses nedenstående:

Eksempel til forståelse af grafen:

"Omsætningsvækst: 10 %, Kernerdriftsomkostningsvækst: 8 %, medføre Netto = 2 %, hvilket er positivt, da omsætningen således procentvis stiger mere end omkostningerne."



Figur 19 - Egen tilvirkning

Grafen viser at Sanistål efter 2009 har opnået en positiv udvikling, og således har formået at tilpasse deres organisation til de nye markedsforhold, ved at være mere omkostningseffektive.

Selvom grafen falder efter 2010, tillægger vi ikke dette den store negative værdi. Årsagen hertil skyldes at omsætningen procentmæssigt stadigvæk stiger mere end omkostningerne forbundet hertil. Alle virksomheder der gennemgår en sådan forandringsproces, som Sanistål har været igennem, med konstant fokus på effektivisering, vil på et tidspunkt komme til et punkt, hvor effekten bliver lavere og lavere. Vi mener at ovenstående kurve er et svar herpå, og at overskudsgraden i fremtiden derfor vil følge omsætningen.

Selvom investeringen i lager og IT-systemerne er en af hovedårsagerne til den positive udvikling, er vi af den overvisning, at den høje medarbejdertilfredshed og –loyalitet, ligeledes har sin andel i ovennævnte succes.

Den største forskel mellem disse 3 faktorer er, at lageret og IT-systemernes påvirkning på succesen er forholdsvis konstant og fremtidssikker, hvorimod medarbejdertilfredsheden hele tiden kan ændres.

Kigger man på analysen i afsnit **"3.3.1.3 Systemer & IT"** og resultatet heraf, fremgår det at Sanistål godt selv er klar over vigtigheden af medarbejdertilfredsheden, og hele tiden har dette i fokus, for at

bevare deres høje niveau. Vi vurderer på baggrund af ovenstående analyse, at risikoen for en faldende medarbejdertilfredshed er lav.

Udviklingen fra 2008 – 2010 på over 8%, vurderer vi således er påvirket af de investeringer Sanistål foretog i nyt automatisering af lagerstyring og nye it-systemer, gennemgået i afsnit ”3.3.1.2 Lager” og ”3.3.1.3 Systemer & IT”.

Budget

På baggrund af ovenstående forudsætninger forventer vi, at overskudsgraden mellem omsætningen og kernerdriftsaktiviteten før skat, i al fremtid kommer til at ligge på samme niveau som opnået overskudsgrad i 2012, nemlig 2,49 % (110.724/4.447.091).

Den effektive skatteprocent var i 2012 14,41% jf. ”Bilag 7”, hvilket er meget lavere end den danske skatteprocent på 25,0 %. Årsagen skyldes at Sanistål sælger til blandt andet Polen, Estland og Tyskland, hvor skatteprocenten ligger på henholdsvis 19 %⁸¹, 18 %⁸² og 28 %⁸³, hvilket giver Sanistål en samlet lavere effektiv skatteprocent.

Af regnskabet fremgår det at der er ikke skattepligtige indtægter på 13,3 mio. kr., som påvirker skatteprocenten til et lavere niveau⁸⁴.

Ydermere frasolgte Sanistål en ejendom, som regnskabsmæssigt gav en gevinst på TDKK 61.621 i 2012. Da det ikke har været muligt at finde tilstrækkelig information omkring den skattemæssige behandling af dette salg, kan vi ikke vide de skattemæssige konsekvenser.

I 2011 havde Sanistål en effektiv skatteprocent på 19,9%, jf. ”Bilag 7”, hvilket dog var påvirket positivt af en indregnet regulering af skat vedrørende tidligere år på MDKK -6. På baggrund heraf, fastsættes den effektive skatteprocent til 25,0 % i al fremtid.

Budgettering af: Overskudsgrad fra kerneaktivitet	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2014E	2013E	2017E	2016E	2015E	2018T
Før skat basis	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%
Effektiv skatteprocent:	14,41%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Efter skat basis	2,13%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%

Figur 20 - Egen tilvirkning

⁸¹ <http://polennu.dk/skat-og-moms-i-polen>

⁸² <http://www.180grader.dk/Erhverv-og-finans/estisk-skattesystem-gearet-til-ivaerksaettere>

⁸³ <http://www.dantax.de/kst2tx.htm>

⁸⁴ Sanistål - Årsrapporten for 2012

5.3 Budgettering af andet driftsoverskud

Af regnskabsanalysen fremgår det at ikke-kernedriftsaktiviteten, som i 2012 indbragte Sanistål TDKK 93.073, kan opdeles i en vedvarende, og ikke vedvarende del. Historisk set har der nemlig indgået ting i ikke kernedriftsaktiviteten som større nedskrivninger på kapitalandele samt avance i forbindelse med salg af ejendomme, som særlige begivenheder i de enkelte år.

I følgende delafsnit vil vi derfor gennemgå baggrunden for vores udarbejdede budget for Sanistål's anden driftsoverskud:

- 5.3.1 – Kapitalandele i AO Johansen A/S
- 5.3.2 – Huslejeindtægter

5.3.1 Kapitalandele i A & O Johansen A/S

Kapitalandelene udgør TDKK 299.788, svarende til 11,2 % af de samlede aktiver i Sanistål, og er derfor en væsentlig post. I resultatopgørelsen påvirkes det samlede resultat positivt med TDKK 35.643 i 2012, svarende til 23,3 % af årets resultat.

Bogført værdi i forhold til markedsværdien

Som tidligere gennemgået i afsnit "[2.7 Konkurrenter](#)", ejer Sanistål 223.005 aktier i A & O Johansen A/S, svarende til 39,11 % af aktiekapitalen. Regnskabspraksis siger at Sanistål skal indregne disse kapitalandele efter indre værdis metoden. Sanistål har kapitalandele i AO Johansen A/S til en bogført værdi af TDKK 299.788 pr. 31. december 2012. A & O Johansen A/S, som er børsnoteret, havde en ultimokurs pr. 31. december 2012 på DKK 1.050, hvilket svarer til at Saniståls aktier har en markedsværdi på TDKK 234.155, hvilket er TDKK 65.633 lavere end den bogførte værdi.

Det er vores vurdering, at denne lavere markedsværdi ikke afspejler den reelle salgsværdi ved eventuelt frasalg af aktierne. Årsagen hertil skal ses i lyset af Saniståls procentmæssige store andel af aktiekapitalen, da et eventuelt salg vil kunne få en stor påvirkning på markedskursen af AO's aktie. Vi vurderer på denne baggrund den bogførte værdi, som værende retvisende.

Fremtidige resultater

For at sandsynliggøre de fremtidige resultater af kapitalandelene i A & O Johanssen A/S, har vi vurderet følgende fremgangsmåde som værende passende i forhold til postens størrelse, og betydning for den samlede værdiansættelse.

1. Resultatopgørelsen for AO er gennemgået, til det formål at frasortere særlige begivenheder i årets resultat, som ikke forventes at forekomme i fremtiden. Således at et grundlag til brug for opgørelsen af de forventede fremtidige resultater fremgår.
2. Sammenholdelse af udvalgte nøgletal mellem Sanistål og A & O Johanssen A/S
3. Gennemgang af andre forhold, som kan have påvirkning på fremtidige resultater i AO.

1. Grundlag for fremtidige resultater

Af resultatopgørelsen for 2012 fremgår en realiseret gevinst i forbindelse med salg af anlæg på MDKK 61,1, hvilket kan henføres til særlige begivenheder. Øvrige poster i regnskabet vurderes at være "konstante". Årets resultat ekskl. særlige poster udgør herefter MDKK 91,5, hvilket svarer til en overskudsgrad på 4 % i forhold til omsætningen, og således en forbedring i forhold til 2011, hvor samme nøgletal udgjorde 3,4 % (gns. 3,7 %). Dette danner grundlag for efterfølgende beregning af fremtidige resultater.

2. Sammenholdelse af udvalgte nøgletal

A & O's soliditetsgrad ligger på 59,6 %, hvilket er en stigning på 7,0 procentpoint i forhold til 2011. I både 2011 og 2012 har A & O haft en egenkapital-forrentning på over 12 %, hvor Sanistål i tilsvarende periode lå på henholdsvis 12,9 og 24,8 %.

På denne baggrund vurderes der ikke at være nogen væsentlig risiko forbundet med A & O under betragtningen af nøgletalssammenligningen.

3. Andre forhold med betydning for fremtiden

- Jf. afsnit "[3.3 Analyse af Sanistål's ressourcer og kompetencer](#)", under konkurrentsammenligning, blev der ikke fundet forhold hos A & O Johansen, som umiddelbart kunne have en negativ effekt på deres konkurrencemæssige fordel for fremtiden.

- Ved gennemgangen af konkurrencesituationen foretaget i afsnit "3.2 Porters Five Forces of Competition" fremgik det at det generelt var svært at difference sig på markedet, og at det derved var marginalen, som udgjorde forskellen.
- Jf. afsnit "5.1 Budgettering af omsætningen", har ledelsen nogenlunde samme forventning til fremtidige resultater for A & O, som Saniståls ledelse.
- Ledelsen i A & O forventer at væksten i omsætningen skal ske via organisk vækst og opkøb⁸⁵, hvilket historisk er tilsvarende hos Sanistål, og som vores forventede salgsvækst for Sanistål delvis er bygget op omkring jf. afsnit " 5.1 Budgettering af omsætningen".

Generelt kan det således konkluderes at Sanistål og A & O, er 2 forholdsvis ens virksomheder, hvorfor den tidligere fundne salgsvækst i procent, vurderes som den bedste indikator for fremtidens salgsvækst hos A & O.

5.3.2 Husleje indtægter

Sidste post vedrørende andet driftsoverskud, er huslejeindtægter fra nogle af koncernens lejede lokaler. Indtægterne udgjorde i 2012 TDKK 7.919, svarende til 5 % af årets resultat.

Sanistål oplyser intet omkring udlejningsprocenten af de samlede lokaler, eller forventningerne til fremtiden. Derfor fastsættes sidste års lejeindtægter, som grundlag for fremtiden, tillagt seneste års gennemsnitlige inflationsrate på ca. 2 %, eksklusiv skat⁸⁶.

Budget

På baggrund af ovenstående gennemgang har vi opstillet følgende budget for andet driftsoverskud:

Budgettering af: Overskudsgrad fra ikke-kerneaktivitet	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2014E	2013E	2017E	2016E	2015E	2018T
Forventet udvikling		0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,8%	2,8%
Årets resultat AO	91.104	91.104	91.104	92.015	93.855	96.483	99.185
Heraf Saniståls andel 39,12 %	35.640	35.640	35.640	35.996	36.716	37.744	38.801
Inflations rate inkl. 25% skat		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Huslejeindtægter	7.919	8.038	8.158	8.281	8.405	8.531	8.659
Forventet udvikling		0,3%	0,3%	1,1%	1,9%	2,6%	2,6%
I alt	43.559	43.678	43.798	44.277	45.121	46.275	47.460

Figur 21 - Egen tilvirkning

⁸⁵ AO – Årsrapporten for 2012, s. 7

⁸⁶ <http://www.tradingeconomics.com/denmark/inflation-cpi>

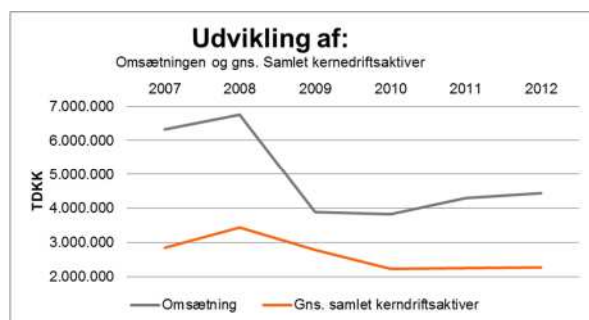
5.4 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed

For at budgettere den samlede forventede udvikling i aktivernes omsætningshastighed, vil vi nedenfor, og for hvert af de enkelte områder, opstille et budget med underbyggede forklaring hertil.

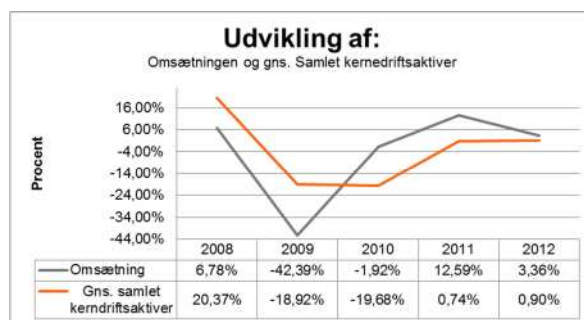
- 5.4.1 – Budgettering af **kernedriffs(aktiver)**
- 5.4.2 – Budgettering af **kernedriffs(forpligtelser)**
- 5.4.3 – Budgettering af **ikke kernedriffs(aktiver)**
- 5.4.4 – Budgettering af **ikke kernedriffs(forpligtelser)**
- 5.4.5 – Budget af aktivernes omsætningshastighed

5.4.1 Budgettering af kernedriffsaktiver

Sammenholder vi den historiske udvikling i de samlede kernedriffsaktiverne med omsætningen, får vi følgende resultat:



Figur 22 - Egen tilvirkning



Figur 23 - Egen tilvirkning

Omsætningen har, sammenlignet med kernedriffsaktiverne, haft en procentmæssig højere stigning siden 2010, hvilket er positivt, da Sanistål derved skaber en større omsætning ved lavere kapitalbinding i kernedriffsaktiverne. Kernedriffsaktiverne er kun steget med 1,64 % over de seneste 2 år, hvorimod omsætningen i tilsvarende periode er steget med 15,95 %.

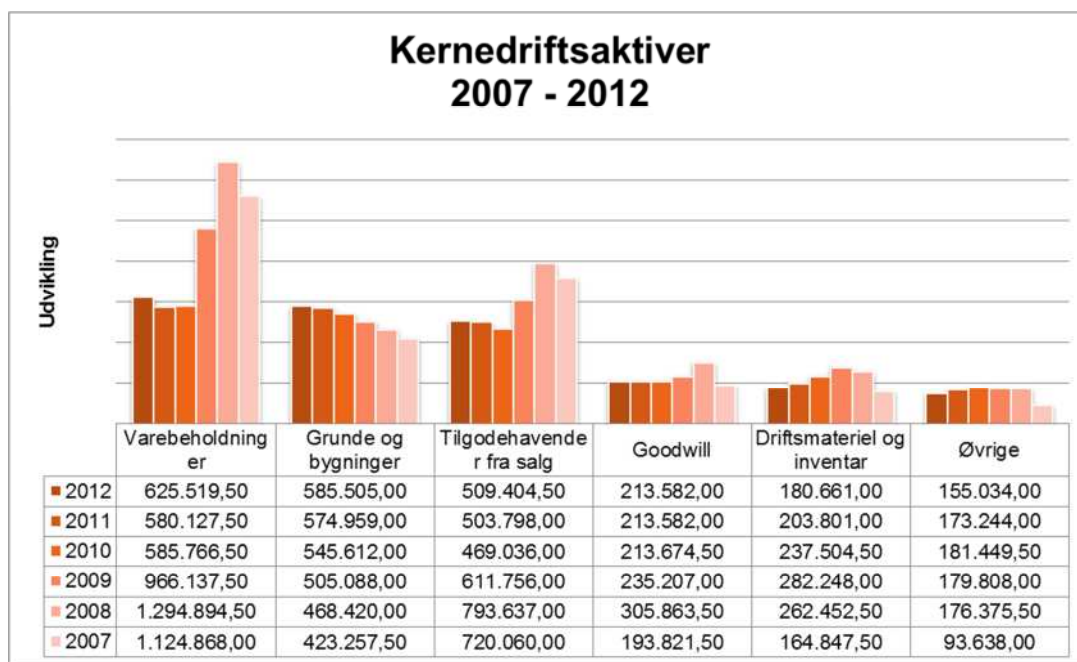
Denne udvikling er i overensstemmelse med vores forventninger på baggrund af analysen foretaget i afsnit 3, hvor vi gennemgik en række af de forretningstiltag Sanistål har gennemført, for at sikre en mere omkostningseffektiv- og hurtigomstillende forretning. Af analysen fremgik det ligeledes, at mange af disse tiltag først ville have virkning fra 2010, hvilket underbygger ovenstående forklaring.

Nedbrydes Saniståls kernerdriftsaktivitet, kan man se at denne udgøres af følgende omkostningsposter, og med hertil tilknyttet vægtet fordeling i 2012:

TDKK	2012	Vægtet fordeling
Varebeholdninger	643.942	29%
Grunde og bygninger	578.585	26%
Tilgodehavender fra salg	497.673	22%
Goodwill	213.582	9%
Driftsmateriel og inventar	172.356	8%
Øvrige	142.533	6%
	2.248.671	100%

Således udgør varebeholdninger, grunde og bygninger, samt tilgodehavende fra salg, klart den største andel af de samlede kernerdriftsaktiver med 76 %, efterfulgt af Goodwill og driftsmateriale og inventar, som udgør 17 %. Resterende som vægter 6 %, udgøres af Kundekreds, periodeafgrænsningsposter, Software, udskudt skat og varemærker.

Udviklingen i de enkelte poster fra 2007 til 2012 fremgår af nedenstående grafiske figur:



Figur 24 - Egen tilvirkning

Varebeholdning

Varebeholdningen er i 2012 steget med 7,82 %, hvor salgsvæksten i samme periode kun steg med 3,36 %, hvilket betegnes som en negativ udvikling. Det er ikke muligt at forklare den præcise årsag til denne udvikling, men vi vurderer dog at stigningen kan tilskrives de stigende stålpriser, som tidligere gennemgået i afsnit "[3.1.2.4 Udvikling i råvarepriser](#)", og at der derved er tale om et enkeltstående

tilfælde. Ligeledes er vi af den overbevisning, at krisen har skærpet fokuset på den bundne kapital, og at niveauet i 2011 er en mere korrekt indikator på fremtiden.

I afsnit "[5.2 Budgettering af overskudsgraden](#)", konkluderede vi at det ikke var muligt at forudsige udviklingen i stålpriserne, og derved ikke budgetterede med stigende stålpriser de første 2 år, hvilket derfor også vil være tilfældet her.

På baggrund af ovenstående, og at varelageret, som tidligere nævnt, primært er drevet af omsætningen, forventer vi varelageret i al fremtid med størst sandsynlighed vil følge samme procentmæssige stigning som salgsvæksten.

Grunde og bygning

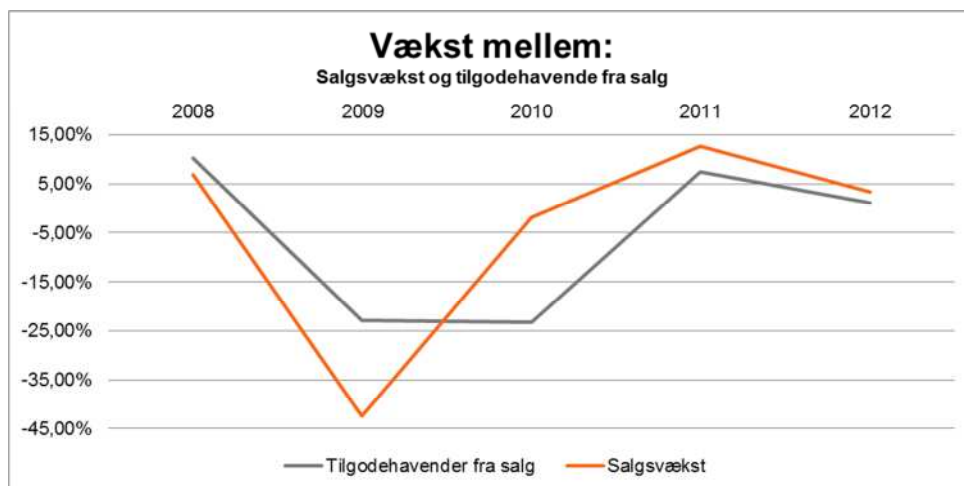
Ligesom varelageret, er grunde og bygninger et nødvendigt investeringsaktiv for at kunne opretholde salgsvæksten. Dog er grunde og bygninger ikke påvirket direkte af omsætningen.

Grunde og bygninger er i gennemsnit steget med 6,75 % om året siden 2007, dog med lavere stigning i 2011/2012, hvor denne kun udgjorde 1,83 %. Dette er såfremt man beregner det på baggrund af et gennemsnit af primo og ultimo for de enkelte år.

Tager man derimod udgangspunkt i ultimo værdien fra 2011 og 2012, ser man første tilbagegang siden 2007, hvor den bogførte værdi er faldet med 2,34 %, svarende til TDKK 13.840.

Under hensynstagen til de større investeringer foretaget de seneste par år i centrallagre m.v., at Sanistål indenfor de nærmeste par år ikke behøver at foretage yderligere investeringer. Dette gør at vi vil se en nedgang i den bogførte værdi af grunde og bygninger på tilsvarende niveau som i år, indtil at vi når terminalværdien, hvor der forventes en nul-vækst.

Tilgodehavende fra salg



Figur 25 - Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående graf, har udviklingen i tilgodehavende fra salg, fulgt omsætningen i en mere eller mindre grad siden 2008, og har siden 2010 været på niveau, med en maksimal varians på 5 %. Da Sanistål ikke har oplyst om ændringer i deres nuværende kreditbetingelser, vurderes den bedste indikator for udviklingen af tilgodehavende fra salg, derfor at være den budgetterede salgsvækstprocent fra afsnit ["5.1 Budgettering af omsætningen"](#).

Goodwill

Goodwill er knyttet op til tidligere opkøb af konkurrenter, som en del af forskellen mellem den indre- og den bogførte værdi. Sanistål har siden 2010 vurderet det retvisende ikke at foretage af- eller nedskrivninger på denne goodwill, da man har vurderet værdien som værende intakt. Det er vores vurdering, at der i fremtiden heller ikke vil blive foretaget af- og nedskrivninger af denne goodwill, da den er knyttet op omkring en del af den nuværende forretning.

I terminalperioden vurderer vi ligeledes værdien af registreret goodwill som værende konstant. Dette skyldes at nye opkøb - som forventes at komme i fremtiden - kan tilbringe yderligere goodwill til Sanistål, hvorfor eventuelle af- eller nedskrivninger som må finde sted, vil blive udlignet.

Driftsmateriel og inventar

Ligesom bygninger og grunde er den primære driver for driftsmateriel og inventar ikke omsætningen. Disse skal betragtes som et investeringsaktiv, som er nødvendigt for at opretholde den ønskede salgsvækst. Driftsmateriel og inventar er faldet med gennemsnitlig 13,8 % om året

siden 2010, hvilket vurderes at være en indikation på at man ønsker en lavere kapitalbinding på området.

Da Sanistål ikke har givet udtryk for deres forventninger til fremtiden på dette område, kan vi kun basere os på egne skøn og forventninger.

Vi forventer at nedgangen vil vare yderligere to år, hvorefter den vil begynde at ujevne sig, for i slutningen af terminalperioden at være konstant, med nul-vækst.

Øvrige poster

Udviklingen i øvrige poster, som der udgøres af kundekreds, periodeafgrænsningsposter, software, udskudt skat og varemærker forventer vi ikke vil få større udsving de kommende år. Dette skal ses i lyset af den gennemsnitlige nedgang der har været siden 2010 på 7,52 % om året, som vi ikke forventer, vil fortsætte mere end 1-2 år, hvorefter den lige som driftsmateriel og inventar begynder at udjævne sig, for at ramme nul-vækst i terminale perioden.

Budget

På denne baggrund har vi opstillet følgende budget for Saniståls kernerdriftsaktivitet:

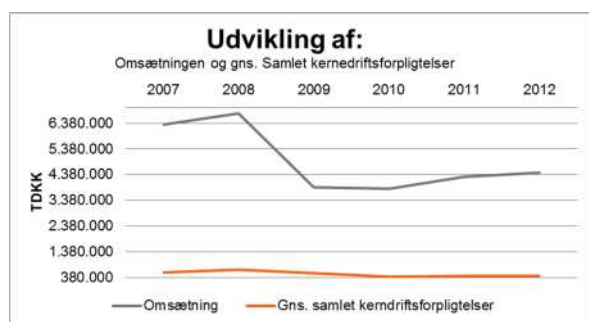
Budgettering af: Kernerdriftsaktiver	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018T
Forventet udvikling		0,0%	0,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Varelager	643.942	643.942	643.942	650.381	660.137	670.039	680.090
Forventet udvikling		-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
Grunde og bygninger	578.585	565.046	551.824	538.911	526.301	513.985	501.958
Forventet udvikling		0,0%	0,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Tilgodehavende fra salg	497.673	497.673	497.673	502.650	510.189	517.842	525.610
Forventet udvikling		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Goodwill	213.582	213.582	213.582	213.582	213.582	213.582	213.582
Forventet udvikling		-13,8%	-13,8%	-10,4%	-6,9%	-3,5%	-3,5%
Driftsmateriel og inventar	172.356	148.571	128.068	114.749	106.831	103.092	99.484
Forventet udvikling		-7,5%	-7,5%	-5,6%	-3,8%	-1,9%	-1,9%
Øvrige poster	142.533	131.815	121.902	115.076	110.703	108.599	106.536
Forventet udvikling		-2,1%	-2,0%	-1,0%	-0,4%	0,0%	0,0%
I alt	2.248.671	2.200.629	2.156.991	2.135.349	2.127.743	2.127.140	2.127.260

Figur 26 - Egen tilvirkning

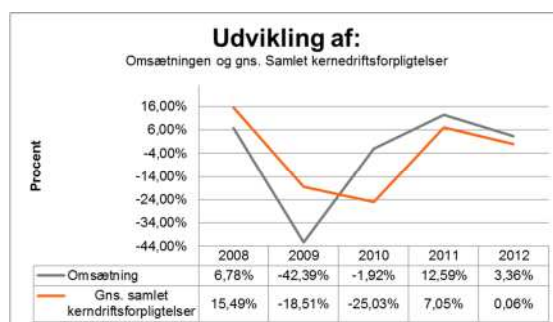
5.4.2 Budgettering af kernerdriftsforpligtelser

Det har ikke været muligt at finde den direkte årsagsforklaring til udviklingen i kernerdriftsforpligtelserne, som hovedsagligt udgøres af kreditorer og anden gæld (95 % i 2012). Derfor har vi til grundlag for udarbejdelse af budgettet, vurderet den mest indflydelsesrige driver for udviklingen i kernerdriftsforpligtelserne, til at være det generelle aktivitetsniveau i Sanistål, altså omsætningen.

Sammenholder vi den historiske udvikling i de samlede kernerdriftsforpligtelser med omsætningen, får vi følgende resultat:



Figur 27 - Egen tilvirkning



Figur 28 - Egen tilvirkning

Kernerdriftsforpligtelserne er således kun steget med 7,11 % siden 2010, hvor omsætningen i tilsvarende periode er steget med 15,95 %.

Tidligere har vi konkluderet at de regnskabsmæssige resultater for de seneste 2 år, er den bedste indikator når forventningen til fremtiden skal udarbejdes, hvorfor der tages udgangspunkt i seneste 2 års udvikling.

Kigger vi på margin mellem udviklingen i omsætningen og kernerdriftsforpligtelserne har forskellen i 2011 og 2012 været henholdsvis 5,5- og 3,3 procentpoint, og med en lille nedadgående tendens.

Vi forventer således at kernerdriftsforpligtelserne følger udviklingen i omsætningen, blot 1,5 procentpoint lavere.

Budget

Vi har på denne baggrund udarbejdet følgende budget over kernerdriftsforpligtelserne:

Budgettering af: Kernerdriftsforpligtelserne	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018T
Forventet udvikling		-1,5%	-1,5%	-0,5%	0,5%	1,3%	1,3%
Kernerdriftsforpligtelserne	423.395	417.044	410.788	408.734	410.778	416.118	421.528

Figur 29 - Egen tilvirkning

5.4.3 Budgettering af ikke-kernerdriftsaktiver

Sanistål's ikke-kernerdriftsaktiver består af kapitalandele i associerede virksomheder, aktiver bestemt for salg, husleje deposita og andre tilgodehavende, med følgende vægtede fordeling i 2012:

- Kapitalandele i associerede virksomheder 71,2 %
- Aktiver bestemt for salg 20,2 %
- Husleje deposita 5,9 %
- Andre tilgodehavender 2,7 %

Kapitalandele i A & O Johansen A/S

Da Sanistål ikke har givet udtryk for et muligt salg af kapitalandelene i A & O Johansen indenfor nærmeste fremtid, og under hensynstagen til at et frasalg tidligere er blevet blokeret af konkurrencemyndighederne, forventes kapitalandele at følge den samme udvikling som det budgetterede resultat fra disse.

Aktiverne bestemt for salg

2 af de danske ejendomme bestemt for salg, er fortsat i en salgsproces. Sanistål har i årsrapporten for 2012 udtalt at denne salgsproces er længere end forventet, men at det fortsat er selskabets intention at afhænde disse ejendomme.⁸⁷

På denne baggrund har vi vurderet det sandsynligt, at ejendommene sælges i løbet af 2014.

⁸⁷ <https://www.sanistaal.com/media/336074/2013%20nr.%2002%20-%20Årsrapport%202012.pdf>

Husleje deposita og andre tilgodehavende

Udgør en mere uvæsentlig andel af de samlede aktiver for dette område, og vi har vurderet at den bedste indikator for udviklingen heri, er henholdsvis den forventede huslejeudvikling og omsætningen.

Budget

Vi har på denne baggrund udarbejdet følgende budget over ikke-kernedriftsaktiverne:

Budgettering af: ikke-kernedriftsaktiverne	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018T
Forventet resultater		35.640	35.640	35.996	36.716	37.744	38.801
Kapitalandele i ass. AO	299.788	335.428	371.068	407.064	443.780	481.525	520.326
Forventet udvikling		0,0%	-100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiver bestemt for salg	85.000	85.000	0	0	0	0	0
Forventet udvikling		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Husleje deposita	24.852	25.225	25.603	25.987	26.377	26.773	27.174
Forventet udvikling		0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,8%	2,8%
Andre tilgodehavende	11.173	11.173	11.173	11.285	11.510	11.833	12.164
Forventet udvikling		8,6%	-10,7%	8,9%	8,4%	8,0%	7,6%
I alt	420.813	456.826	407.844	444.336	481.668	520.130	559.664

Figur 30 - Egen tilvirkning

5.4.4 Budgettering af ikke-kernedriftsforpligtelser

Saniståls ikke-kernedriftsforpligtelser udgøres udelukkende af forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg, altså de 2 ejendomme nævnt i afsnit "5.4.3 Budgettering af ikke-kernedriftsaktiver". Disse har vi budgetteret med at blive solgt i 2014 uden fortjeneste, hvilket fører os til nedenstående budget.

Budget

Budgettering af: ikke-kernedriftsforpligtelser	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018T
Forventet udvikling		0,0%	-100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	52.019	52.019	0	0	0	0	0

Figur 31 - Egen tilvirkning

5.5 Budget konklusion

På baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen og de efterfølgende opstillede budgetforudsætningen for den fremtidige udvikling i Sanistål, har vi udarbejdet følgende budget:

Sanistål A/S Budget	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018T
Udvikling		0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,8%	2,8%
Omsætning	4.447.091	4.447.091	4.447.091	4.491.562	4.581.393	4.709.672	4.841.543
Kerne driftsoverskud	94.769	83.043	83.043	83.873	85.551	87.946	90.409
Anden driftsoverskud	43.559	43.678	43.798	44.277	45.121	46.275	47.460
Udvikling		-8,4%	0,1%	1,0%	2,0%	2,7%	2,7%
Driftsoverskud efter skat	138.328	126.721	126.841	128.150	130.672	134.222	137.869
NDA, kerne	1.825.276	1.783.584	1.746.203	1.726.615	1.716.965	1.711.022	1.705.732
Udvikling i %		2,3%	2,1%	2,1%	2,6%	3,2%	3,1%
AOH, kerne	2,44	2,49	2,55	2,60	2,67	2,75	2,84
NDA, total	2.194.070	2.188.391	2.154.047	2.170.951	2.198.633	2.231.152	2.265.396
Udvikling i %		0,3%	1,6%	0,2%	0,7%	1,3%	1,2%
AOH, total	2,03	2,03	2,06	2,07	2,08	2,11	2,14

Figur 32 - Egen tilvirkning

6. Værdiansættelse af Sanistål

I det følgende vil vi udarbejde værdiansættelsen af Sanistål's aktie med udgangspunkt i den udarbejdede proforma-opgørelse fra afsnit "5 Budgettering".

For at kunne værdiansætte aktien, har vi valgt at gøre brug af DCF-modellen. DCF-modellen bygger på de fremtidige frie cash flows der tilbagediskonteres til en nutidsværdi, på baggrund af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, herefter benævnt WACC.

Vi må derfor starte med at estimere WACC'en, før den endelige værdiansættelse kan udarbejdes.

6.1 Estimering af WACC

For at estimere WACC'en, vil vi indledningsvis i afsnit (6.1.1) belyse forholdet mellem markedsværdien af egenkapitalen (V_0^E), de netto finansielle forpligtelser (V_0^{NFF}) og virksomhedens (V_0^{NDA}). Derefter vil vi i afsnit (6.1.2) gennemgå ejernes afkastkrav (R_e). For til sidst i afsnit (6.1.3) at kigge på de finansielle omkostninger efter skat (R_g).

Formelen til beregning af WACC ses nedenfor:

WACC = $((V_0^E / V_0^{NDA}) \times R_e) + ((V_0^{NFF} / V_0^{NDA}) \times R_g)$	
Afsnit	WACC = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
6.1.1	V_0^E = markedsværdien af egenkapitalen
6.1.1	V_0^{NFF} = markedsværdien af netto finansielle forpligtelser
6.1.1	V_0^{NDA} = markedsværdien af virksomheden
6.1.2	R_e = ejernes afkastkrav
6.1.3	R_g = finansielle omkostninger efter skat

Figur 33⁸⁸

⁸⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen

6.1.1 Estimering af forholdet mellem markedsværdien af E, NFF og NDA

Estimeringen af kapitalomkostningerne tager udgangspunkt i den budgetterede kapitalstruktur i fremtiden. Udgangspunktet er Sanistål's nuværende kapitalstruktur under de nuværende markedsværdier. Vi har benyttet os af kursen pr. 31. december 2012 og multipliceret denne med antallet af udestående aktier, og ydermere tillagt de nettofinansielle forpligtelser.

Hertil har vi fået følgende kapitalstruktur:

Antal udestående aktier pr. 31/12-2012	
Total antal aktier 31/12-2012	11.923.784
Egne aktier 31/12-2012	82.481
I alt	11.841.303

Figur 34 – Egen tilvirkning

Markedsværdi af virksomhed pr. 31/12-2012	
Aktiekurs pr. 31. december 2012	56,18
Antal aktier i Sanistål A/S	11.841.303
= Markedsværdi	665.244.403
+ Netto finansieller forpligtelser	1.497.614.000
Markedsværdi af virksomhed	2.162.858.403
Gældsandel	69%
Egenkapitalandel	31%

Figur 35 – Egen tilvirkning

Af ovenstående fremgår det at Sanistål's nuværende kapitalstruktur er 69% gæld mod 31% egenkapital.

Sanistål har i årsrapporten for 2012 forklaret, at de ikke forventer at udbetale udbytte før den rentebærende gæld er markant nedbragt⁸⁹, hvilket er ensbetydende med at de ikke finder den nuværende kapitalstruktur optimal. Der oplyses hverken i årsrapporten for 2011 eller 2012, hvad Sanistål ser som værende en optimal kapitalstruktur, hvorfor vi selv må definere denne.

Jf. afsnit "2.3 Ejerforhold", fremgår det at bankerne med deres ejerandel på 76,24%, har den bestemmende indflydelse i Sanistål. Derved kan bankerne også enerådigt beslutte hvorvidt der skal udbetales udbytte eller ej. Vi er af den overbevisning at bankerne er interesseret i gradvis at skabe en sundere virksomhed, rent soliditetsmæssigt. Hvorfor årets resultat i fremtiden – ligesom det var tilfældet i 2012 - hovedsagligt vil bruges på at nedbringe gælden, og derved skabe en større soliditetsgrad.

⁸⁹ Sanistål's årsrapport 2012, side. 34

Som tidligere nævnt i afsnit "5.1 Budgettering af omsætningen", har Sanistål historisk haft en soliditetsgrad på 44,7-50,9 %. Tilsvarende økonomiske målsætning om en soliditetsgrad på mindst 40% er fastsat af A & O Johansen A/S i årsrapporten for 2012.

Under hensynstagen til den krise Sanistål har været igennem, og som har medvirket til flere års overlevelseskamp⁹⁰, vurderer vi at de fremover vil ligge en den højere ende af det tidligere soliditetsniveau.

Baseret på ovenstående fastsætter vi den optimale kapitalstruktur til at være:

50 % egenkapital / 50 % gæld

6.1.2 Estimering af ejernes afkastkrav

Til fastsættelse af ejernes afkastgrad anvendes CAPM-modellen. Modellen tager udgangspunkt i forskellen mellem afkastet på den enkelte virksomheds aktie, og afkastet på hele aktiemarkedet. Dette da man forventer at en investor vil kræve et merafkast, som kompensation for den risiko der er forbundet med investering i en enkelt virksomhed, i forhold til markedet⁹¹.

CAPM-modellen ser ud som følger;

R_e	=	$r_f + \beta \times (E(r_m) - r_f)$
Afsnit		
	R_e	= Ejernes afkastkrav
6.1.2.1	r_f	= Risiko frie rente
6.1.2.2	β	= Beta-værdi
6.1.2.3	V_0^{NDA}	= Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

Figur 36⁹²

Vi skal således her estimere den risiko frie rente, beta-værdi og markedets risikopræmie.

⁹⁰ <http://www.business.dk/ejendom/direktoer-for-stor-vvs-grossist-vi-har-dummet-os-helt-vildt>

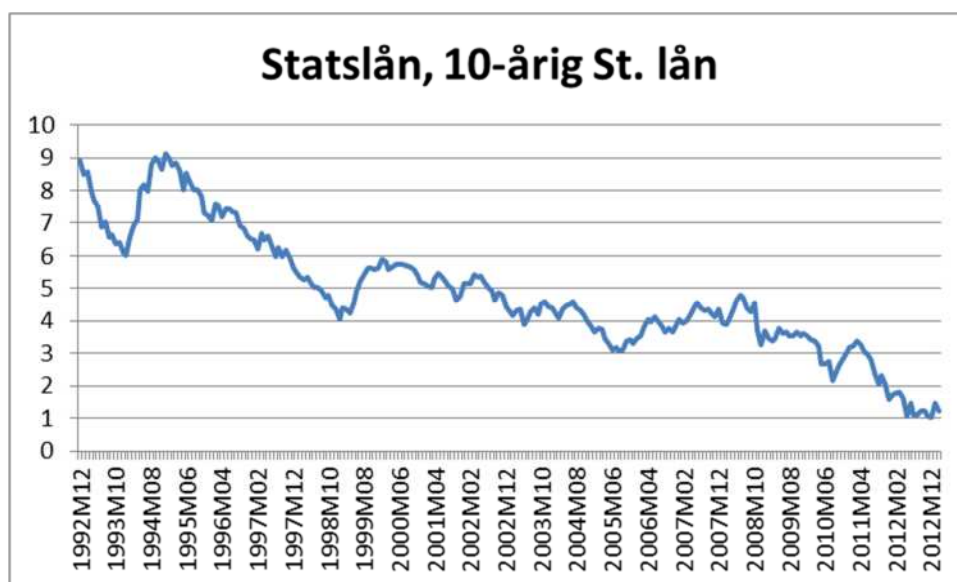
⁹¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, side. 54

⁹² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, side. 54

6.1.2.1 Risiko frie rente

I praksis ses det ofte, at den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation, anvendes som estimat for den risikofrie rente, hvorfor vi ligeså har valgt at tage udgangspunkt i dette. Af nedenstående graf fremgår det, at der har været væsentlige udsving de sidste mange år, og at niveauet indenfor de sidste par år, er historisk lavt. På nuværende tidspunkt, den 25. marts 2013, ligger renten på den toneangivende 10-årige statsobligation på 1,46 procent⁹³. Vi forventer ikke at den nuværende rente er et udtryk for fremtidens renteniveau. Denne holdning ses i lyset af årets inflation som udgjorde ca. 2 %⁹⁴, hvorfor der i praksis er tale om en negativ realrente.

Vi vurderer derfor at der bør tages udgangspunkt i den gennemsnitlige rente set over en 10 årig periode.



Figur 37⁹⁵

Den gennemsnitlige rente, og den af os vurderede **risikofrie rente udgør således 3,4 %**.

⁹³ http://www.avisen.dk/onsdagens-obligationer-rentelussing-til-italien_211736.aspx

⁹⁴ <http://www.ifr.dk/composite-716.htm>

⁹⁵ Danmarks statistik: <http://www.statistikbanken.dk/MPK22>

6.1.2.2 Beta-værdi

Beta-værdien er et udtryk for aktiens udsving i forhold til markedsporteføljen. Følger aktien markedsporteføljen, vil beta-værdien være 1. Når beta-værdien er højere end 1 indikerer det at aktien er mere volatil, da den reagerer kraftigere end markedet. Omvendt hvis den er lavere end 1, indikerer det at den reagerer i en mindre grad end markedet.

For at komme frem til en beta-værdi for Sanistål har vi grebet problemstillingen an på 2 forskellige metoder:

Metode 1) Samvarition

Først har vi prøvet at beregne en beta-værdi på grundlag af den historiske samvariation mellem Sanistål's akties afkast, og afkastet på aktiemarkedet, som i dette tilfælde er C20-indekset. Et problem med denne metode er at der er tale om historiske tal, som derfor ikke altid er anvendelige, eftersom vi jo ønsker at estimere fremtiden.

Da vi tidligere har konkluderet at der har været en del udsving i Sanistål's aktie de seneste par år, føler vi os nødsaget til at gå længere tid tilbage end blot en 5-årig periode, som normalt anbefales. Vi har derfor lavet denne **samvariation over en 11-årig periode, som viser en beta-værdi for Sanistål på 0,84** jf. "Bilag 8".

Samme beregning af **samvariation over en 5-årig periode, viser en beta-værdi for Sanistål på 0,87** jf. "Bilag 9", hvilket ikke afviger meget fra vores første beregning.

Sammenligner man denne beta-værdi med andre i branchen, fx A&O Johansen, som har en Beta-værdi på henholdsvis 0,8.⁹⁶, vurderes ovenstående beta-værdi for Sanistål at være repræsentativ.

Oftest antager man at aktier med en beta-værdi under 0,8 har lav risiko, beta-værdier mellem 0,8 og 1,3 har en mellemrisiko, og over 1,3 har høj risiko, hvorfor Sanistål's aktie i forbindelse med vores beregning ligger i den lave ende af mellemrisiko gruppen. Dette går meget godt i tråd med at typiske lav-beta aktier findes indenfor blandt andet byggeri og anlæg⁹⁷.

⁹⁶ <http://www.google.com/finance?q=CPH%3ASANI&ei=ATJ1UdikBqr1wAPF4AE>

⁹⁷ <http://aktieugebrevet.dk/artikel3>

Metode 2) Aswath Damodarans database

Hvis man anvender Aswath Damodarans database, benytter han sig af en industry group beta på 0,6118⁹⁸ for branchen Sanistål befinder sig i. Denne beta-værdi tager dog udgangspunkt i virksomheder, som er 100 % egenfinansieret, hvilket ikke er tilfældet i Sanistål.

Sanistål kapitalstruktur er, som det fremgår af "Bilag 6", 31% egenkapital og 69% gæld, hvorfor vi er nødsagtigt til at beregne en levered beta.

Aswath Damodaran har beregnet denne levered beta til 1,7983⁹⁹.

Hvis vi selv beregner den levered beta værdi ved hjælp af nedenstående formel og på baggrund af den nuværende kapitalstruktur, får vi en levered beta på 1,63 jf. nedenfor:

$\beta_{\text{equity}} = \beta_{\text{asset}} [1 + (1 - \text{Tax rate}) \text{Debt/Equity}]$

$$\beta_{\text{equity}} = 0,6118 \times (1 + ((1-0,25) \times (0,69/0,31))) = 1,63$$

Som tidligere beskrevet i afsnit "6.1.1" forventes en soliditetsgrad på 50 %, hvorfor dette føre os til følgende beta-værdi for Sanistål:

$$\beta_{\text{equity}} = 0,6118 \times (1 + ((1-0,25) \times (0,5/0,5))) = 1,07$$

Sanistål's nuværende høje gældsandel skaber således grundlaget for den høje beta-værdi. Men da vi forventer at Sanistål i fremtiden vil ændre deres kapitalstruktur, påvirkes beta-værdien i en nedadgående retning.

På baggrund af ovenstående har vi vurderet at **beta-værdien for Sanistål skal ligge på 1,07**.

⁹⁸ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, d. 24. April 2013

⁹⁹ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, d. 24. April 2013

6.1.2.3 Risikopræmie

Risikopræmien er den præmie som investorerne kræver som tillæg for at investere i en bestemt aktie, i forhold til at investere i risikofrie papirer, som fx danske statsobligationer. Problemet med risikopræmien er at den ikke umiddelbart er direkte observerbar i markedet, hvorfor det er en størrelse man er nødt til at estimere.

Der er flere forskellige måder at beregne denne risikopræmie på.

SKAT's estimering

SKAT anbefaler en **risikopræmie på 4,5%**, men bemærker også at der er tale om en statisk størrelse, hvorfor der sagtens kan findes argumenter for en anden risikopræmie¹⁰⁰.

Deloitte's estimering

Revisionsfirmaet Deloitte skriver i deres ÅrsNyt fra december 2012, at den økonomiske krise er en udfordring for den normale fremgangsmåde i forbindelse med opgørelsen af afkastkravet, grundet nedskrivningstest af forskellige aktivklasser. Ydermere er den risikofrie rente, som vi også kunne konkludere ovenfor, meget lav, hvilket dog ikke er et tegn på at risikoen ved at eje aktiver er tilsvarende faldet, og afkastkravet nødvendigvis blevet mindre.

Med de lave risikofrie renter mener Deloitte derfor, at markedsrisikopræmien derfor er tilsvarende højere. Efter deres anbefalinger bør risikopræmien have et krisetillæg på 2%-point til den normale risikopræmie på 5%, hvorfor den samlede risikopræmie efter deres anbefaling burde ligge på **7%**¹⁰¹.

Aswath Damodarans database

Hvis man sammenligner markedsrisikopræmien fra Aswath Damodarans database, som henter sine data fra blandt andet Bloomberg og Capital IQ, benytter han sig af en **præmie på 5,8%** for Danmark¹⁰², hvilket går meget godt i tråd med de ovenstående præmier fra henholdsvis Deloitte og SKAT.

¹⁰⁰ <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813262&chk=208529>

¹⁰¹ <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Denmark/Local%20Assets/Documents/Udgivelser/Publikationer/Regnskab/DeloitteAarsNyt%202012.pdf>

¹⁰² <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Vores estimering

Ud fra ovenstående har vi derfor valgt at benytte os af en **markedsrisikopræmie på 5,5%**, som vi mener er passende.

6.1.2.4 Estimering af ejernes afkastkrav

Med ovenstående 3 variabler på plads kan vi nu beregne ejernes afkastkrav.

Risikofri rente		Beta		Risikopræmie		Beregnet ejerafkastkrav
3,40%	+	1,07	x	5,50%	=	9,3%

6.1.3 Estimering af finansielle omkostninger efter skat

Før vi kan beregne vores WACC skal vi estimere renten på vores netto finansielle forpligtelser (NFF).

Aswath Damodarans database

Hvis vi tager udgangspunkt i Aswath Damodarans database benytter han sig af en rente på henholdsvis 3,76%¹⁰³. Denne er fastsat på baggrund af en US dollar risiko fri rente på 1,76%, samt et totalt default spread på 2%.

Sanistål's årsrapport

Hvis vi tager udgangspunkt i oplysningerne fra Sanistål's seneste årsrapport note 19.¹⁰⁴ har de to fastforrentede lån på henholdsvis 3,9% og 6,4%, som udgør 20% af de netto finansielle forpligtelser. De resterende 80% har en variable rente der pt. ligger 1,8% og 2,8%.

Men da vi ønsker at estimere den forventede fremtidige finansieringsrente, mener vi at ovenstående er for lavt sat. Da vi har fastsat vores risiko frie rente på 3,4% jf. afsnit "6.1.2.1 risiko frie rente", samt tillægger samme spread som ovenstående fra Aswath Damodarans database på henholdsvis 2%, fremkommer en rente på 4,9% hvorfor vi har valgt at benytte os af denne. Da skattesatsen på nuværende tidspunkt ligger på 25%, vil vores efter skat kapitalomkostning derfor udgøre **3,68 %**.

¹⁰³ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

¹⁰⁴ Sanistål årsrapport 2012.

6.1.4 WACC

Vi kan nu ud fra formelen vist i toppen af afsnit "6.1 Estimering af WACC", beregne WACC'en for Sanistål:

Kapitaltype	Procent af den totale kapital	Kapitalomkostninger	Skattesats	Efter skat	Bidrag til vægtet gennemsnit
NFF	50%	5%	25%	3,68%	1,84%
Egenkapital	50%	9,3%		9,3%	4,64%
WACC	100%				6,48%

Den beregnede WACC kan synes en smule lav, i forhold til at Sanistål for blot 2-3 år tilbage stod midt i en krise, hvor risikoen for konkurs var en del af dagsordenen.

En påstand om en for lav fastsat WACC, kunne måske underbygges af en værdiansættelse udarbejdet af Jyske Bank den 3. september 2008, hvor den beregnede WACC udgjorde 10,8%¹⁰⁵. På daværende tidspunkt havde Sanistål i seneste aflagte årsrapport (2007), netop meldt ud at resultaterne for nyanskaffede Carl F ikke levede op til forventningerne. Ligeledes var Sanistål's soliditetsgrad kun 26,9 %. Samtidig var krisen først lige begyndt at melde sig ankomst, hvorfor WACC'en måske havde været endnu højere, hvis værdiansættelsen var blevet udarbejdet blot et halv år senere. Sanistål's økonomiske situation i dag, og fremadrettet, ser dog noget anderledes ud, sammenlignet med dengang. Derfor vurderer vi ikke at disse tal er sammenlignelige.

Så hvordan kan en WACC på kun 6,48 % forsvares?

Før krisen, og investeringerne i Carl F, AO Johansen og lageret fandt sted, udarbejdede Spar Nord d. 29. juni 2006 en værdiansættelse af Sanistål, hvor de fastsatte en WACC på 7,2%¹⁰⁶. På daværende tidspunkt havde Sanistål netop leveret et resultat på TDKK 158.575, hvoraf de TDKK 31,8 var et resultat af stålprisudviklingen. Dette resultat blev leveret på baggrund af en soliditetsgrad på 44,7% og en aktivmasse på TDKK 2.188. Hvilket nogenlunde stemmer overens med vores forventninger til den fremtidige økonomiske situation i Sanistål.

På denne baggrund, og ovenstående nærmere gennemgang af den underliggende dokumentation for beregningen af WACC'en, vurderer vi det korrekt at fastsætte en **WACC på 6,48 %** for Sanistål.

¹⁰⁵

[https://jbp.dk/wps/wcm/connect/07bcb6804d0cae9dabd2bb37153bd780/280291_Sanistl.analyse.q2.2008.pdf?MOD=AJPERES&CAC](https://jbp.dk/wps/wcm/connect/07bcb6804d0cae9dabd2bb37153bd780/280291_Sanistl.analyse.q2.2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=07bcb6804d0cae9dabd2bb37153bd780)

¹⁰⁶

[https://investeringsportal.sparnord.dk/publikationer/aktie/virksomheder/sanistaal/publikationer/analyser/Sanistaal%20Analyse%20](https://investeringsportal.sparnord.dk/publikationer/aktie/virksomheder/sanistaal/publikationer/analyser/Sanistaal%20Analyse%2029062006)
29062006

6.2 Værdiansættelse

Vi kan nu på baggrund af ovenstående beregne værdiansættelsen for Sanistål's aktie pr. 31. december 2012.

Budgettering af: Værdiansættelse	Seneste regnskab	Kort sigt		Mellemlang sigt			Lang sigt (terminalperiode)
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018T
Netto driftsaktiver (NDA)	2.194.070	2.188.391	2.154.047	2.170.951	2.198.633	2.231.152	2.265.396
Samlet driftsoverskud		126.721	126.841	128.150	130.672	134.222	137.869
FCF		132.400	161.186	111.247	102.990	101.702	103.625
Vækst i FCF			21,7%	-31,0%	-7,4%	-1,2%	1,89%
Diskonteringsfaktor		0,94	0,88	0,83	0,78	0,73	0,69
PV FCF budgetperiode (E)	513.070	124.342	142.164	92.147	80.116	74.300	71.098
Terminalværdi							2.300.508
PV af terminalværdi (T)	1.578.394						1.578.394
Virksomhedsværdien	2.091.465						Wacc = 6,48%
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-1.497.614						
Egenkapitalværdien DKK	593.850.577						
Antal aktier	11.923.784						
- Heraf egne aktier	-82.481						
Værdi pr. aktie DKK	50,2						

Figur 38 – Egen tilvirkning

Som det fremgår ovenfor har vi beregnet værdien af Sanistål's aktie til 50,2 kr. hvilket er lavere end handelsværdien, der pr. 31. december 2012 var 56,18 kr. Dette indikerer, at markedet umiddelbart synes at overvurdere aktien.

6.3 Følsomhedsanalyse

Der er i afgangsprojektet foretaget en række forudsætninger, estimater og regnskabsmæssige skøn i forbindelse med budgettingen af Sanistål's fremtidige resultater og økonomiske kapitalstruktur. Tilsvarende er ligeledes foretaget ved estimering af den fastsatte WACC.

Der vil derfor være en usikkerhedsmargin forbundet med vores kurs på 50,2 kr. pr. aktie.

Denne usikkerhed vil specielt gøre sig gældende i terminalperioden, hvor den budgetterede økonomiske situation for Sanistål, vil have den største effekt på værdiansættelsen.

Følsomhedsanalyse terminalvækst

Da Sanistål befinder sig i en branche med stor konkurrence og med lille mulighed for at differentiere sig jf. afsnit "[3.2 Porters Five Forces of Competition](#)", er risikoen og chancen for udsving i den fastsatte vækst lav.

Af den interne analyse - og præsentationen af Sanistål, har vi kunnet konkludere at de har stærke kerne- og dertil knyttede støtte-kompetencer. Disse vil fremover sikre at Sanistål kan opnå den ønskede vækst, da de giver Sanistål en konkurrencemæssig fordel. Ligeledes er der ingen indikationer om at disse værdiskabende kompetencer vil bortfalde på nuværende tidspunkt. Dette underbygger den fastsatte vækstrate, ligesom man kan argumentere for en yderligere vækststigning heraf jf. afsnit "[2 Præsentation af Sanistål](#)" og "[3.3 Analyse af Sanistål's ressourcer og kompetencer](#)".

Den variabel som har den største indflydelse på omsætningsvæksten er dog den økonomiske verdenssituation jf. afsnit "[3.2 Porters Five Forces of Competition](#)". Det må dog antages af verdensøkonomien efterhånden har nået sig lavpunkt, hvorfor det vurderes fald i efterspørgsel vurderes usandsynligt.

På baggrund heraf vurderer vi terminalvæksten til at variere med op til +/- 0,5%-point.

Følsomhedsanalyse WACC

Vores vurdering er at den beregnede WACC til brug for værdiansættelsen er meget lav, men dog velbegrundet. I henhold til afsnit "[6.1.4 WACC](#)" har to andre banker tidligere fastsat en højere WACC, dog under andre økonomiske forudsætningen for Sanistål. Dette taler for at den nuværende WACC

kunne have tendens til at påvirkes i opadgående retning, hvilket ville påvirke aktiekursen negativ jf. ovenstående figur.

På denne baggrund vurderer vi at WACC'en ville kunne stige med op til 1,5 %.

Følsomhedsanalyses figur

Vi vil derfor nedenfor belyse hvilken effekt det har på værdiansættelsen, såfremt vi ændrer den fastsatte WACC og terminalvækst i ovennævnte retninger.

		Terminalvækst				
		0,89%	1,39%	1,89%	2,39%	2,89%
WACC	9,98%	-31,82	-28,34	-24,42	-19,99	-14,94
	9,48%	-26,54	-22,53	-18,00	-12,83	-6,87
	8,98%	-20,59	-15,96	-10,67	-4,57	2,52
	8,48%	-13,86	-8,45	-2,21	5,05	13,60
	7,98%	-6,17	0,21	7,64	16,40	26,87
	7,48%	2,70	10,30	19,26	29,99	43,05
	6,98%	13,03	22,21	33,18	46,55	63,19
	6,48%	25,23	36,47	50,15	67,18	88,96
	5,98%	39,84	53,85	71,28	93,58	123,09
	5,48%	57,65	75,50	98,33	128,54	170,43
	4,98%	79,83	103,21	134,15	177,04	240,46

Figur 39 – Egen tilvirkning

Vores følsomhedsanalyse viser således at Sanistål's aktie ville kunne variere fra 0,21 til 67,18, hvorved vores nuværende aktiekurs på 50,15 ligger i den høje ende heraf.

6.4 Øvrige forhold med betydning for investor

Såfremt man som mulig investor finder ovenstående værdiansættelse korrekt og interessant, bør man være særlig opmærksom på den faldende interesse investorer har lagt i aktien efter bankernes overtagelse jf. afsnit "2.4.2 Udvikling i aktiekursen – Handler".

I dag bliver der jf. afsnit "2.4.2" handlet for ca. 225.750 kr. om dagen, hvilket vil medføre en vanskeliggørelse ved større afhændelse af aktien, ligesom de enkelte handler får en større effekt.

Da størstedelen af aktien ejes af bankerne, kan dette også skramme større investorer.

7. Konkursrisiko

Sanistål har som tidligere nævnt, været igennem en noget turbulent periode, hvor flere naturligtvis har tvivlet på om Sanistål forsat kan betragtes som værende going concern. På denne baggrund vil vi derfor vurdere Sanistål's nuværende konkursrisiko.

7.1 Konkursrisikoen for Sanistål

Mange virksomheder, heriblandt Sanistål, har været stærkt påvirket af den finansielle situation i form af svingende efterspørgsel. Dette har ligeledes for den almene virksomhed medført flere nedskrivninger til at imødegå tab på debitorer. Derudover har de ligeledes haft svært ved at opnå eller fastholde eksisterende finansiering med bankerne. Dette betyder at ledelsen har fået nye udfordringer i forhold til at fastholde eller øge virksomhedens indtjening. I de værste tilfælde har det været så alvorligt, at ledelsens største udfordring generelt bare har været, at sikre virksomhedens overlevelse.

Årsregnskabslovens opfattelse af going concern-princippet lyder som følger;

*"Driften af en aktivitet formodes at fortsætte, medmindre den ikke skal eller ikke antages at kunne fortsætte."*¹⁰⁷

Med alt det for øje har IAASB (International Audit and Assurance Board) genudsendt sit notat fra 2009, hvori der redegøres for nogle af de mere væsentlige forhold og overvejelser der bør indgå i revisors vurdering, om en virksomhed kan betragtes som going concern eller ej.

Hovedpunkter i notatet:

- Forudsætningen om virksomhedens fortsatte drift er grundlæggende for regnskabsaflæggelsen.
- Det er ledelsens ansvar at vurdere virksomhedens muligheder for at fortsætte som going concern.
- Det er revisors ansvar ved enhver revision at overveje, om det er passende, at ledelsen har aflagt regnskabet under forudsætningen om fortsat drift.

¹⁰⁷ <https://www.retsinformation.dk/Forms/r0710.aspx?id=136726>

- ISA 570 om fortsat drift fastsætter krav og giver vejledning, om de overvejelser revisor bør gøre sig, ved stillingtagen til, om det er passende, at ledelsen aflægger regnskabet under forudsætning om fortsat drift, og om revisors erklæringsafgivelse.
- Den finansielle krise og generelle økonomiske nedgang har mindsket virksomhedernes muligheder for kredit. Et forhold der kan påvirke virksomhedernes muligheder for at fortsætte driften.
- Ledelsens vurdering af virksomhedens muligheder for at fortsætte driften er sammen med kravene i den relevante regnskabsmæssige begrebsramme de faktorer, der afgør omfanget af oplysninger i regnskabet
- Hvornår virksomhedens mulighed for at fortsætte driften er forbundet med en usikkerhed, der er så betydelig, at forholdet bør omtales i en supplerende oplysning i revisors erklæring er en faglig vurdering. En sådan vurdering foretages under hensyntagen til de faktiske omstændigheder, der knytter sig til virksomheden. Det forhold, at der er en økonomisk krise og virksomheden omtaler denne i sit regnskab, gør ikke i sig selv krav på, at revisor omtaler forholdet i en supplerende oplysning i sin erklæring.¹⁰⁸

Efter at have koncentreret os om værdiansættelsen af Sanistål, har vi fundet det interessant at skulle vurdere, ved hjælp af en konkursmodel, om Sanistål på nuværende tidspunkt kan betragtes som værende "going concern". Dette på baggrund af Sanistål's historik.

I årsrapporten for 2012 nævner Sanistål's ledelse selv følgende vedrørende going concern:

*"Ledelsen har i forbindelse med regnskabslæggelsen vurderet, hvorvidt det er velbegrunderet, at going concern-forudsætningen lægges til grund. Ledelsen anser det for rimelig, sagligt og velbegrunderet at lægge going concern-forudsætningen til grund for regnskabslæggelsen. Konklusionen er foretaget på baggrund af de skønnede fremtidsudsigter og de identificerede usikkerheder og risici der knytter sig hertil"*¹⁰⁹

For at kunne vurdere om en virksomhed på sigt er konkurstruet, er der udviklet forskellige konkursmodeller. Den grundlæggende idé med disse modeller er altså at opstille en generel model, der kan bedømme overlevelsessevnen for alle typer af virksomheder ud fra faste kriterier.

¹⁰⁸ http://www.ifac.org/sites/default/files/downloads/iaasb_staff_audit_practice_alerts_2009_01.pdf

¹⁰⁹ Sanistål årsrapport 2012

Vi har dog valgt at benytte os af Altmans Z-score model, da den stadig er en af de mest anerkendte modeller i denne sammenhæng.

Altmans Z-score model

Edward I. Altman udviklede allerede i 1968 denne model, som er baseret på en multipel diskriminantanalyse af 33 eksisterende og 33 konkursramte virksomheder. Her sammenholdte han data der var udledt fra de forskellige virksomheders finansielle opgørelser et år før deres respektive konkurser.¹¹⁰ Modellen ser ud som følger;

$$Z\text{-score} = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

Hvor:

- X_1 = Arbejdskapital / Aktiver i alt
- X_2 = Overført resultat / Aktiver i alt
- X_3 = Resultat før renter og skat / Aktiver i alt
- X_4 = Markedsværdi / Gæld
- X_5 = Omsætning / Aktiver i alt
- Z-score = Z-score indeks

Som det kan ses tager modellen udgangspunkt i 5 forskellige nøgletal, der hver vægter en hvis andel.

X1 er et mål for nettostørrelsen af de likvide aktiver relativ til det samlede kapitalapparat, som giver en indikation af, hvor likvid virksomheden er.

X2 giver et billede af geninvesteringerne over virksomhedens fulde levetid, og den bringer derfor også virksomhedens alder i betragtning, idet den kumulative effekt af overførte overskud/underskud vil have en væsentlig betydning for nøgletallet. Nøgletallet vil derfor også vise at yngre virksomheder har større risiko for konkurs, hvilket også gør sig gældende i den virkelige verden.¹¹¹

X3 viser aktivernes forrentningsevne. Eftersom en virksomheds ultimative overlevelsessevne er baseret på hvor god denne er til at forrente aktiverne, er den særlig god i forbindelse med det at

¹¹⁰ PREDICTING FINANCIAL DISTRESS OF COMPANIES:REVISITING THE Z-SCORE AND ZETA® MODEL Edward I. Altman*, July 2000

¹¹¹ PREDICTING FINANCIAL DISTRESS OF COMPANIES:REVISITING THE Z-SCORE AND ZETA® MODEL Edward I. Altman*
July 2000

bedømme hvor konkurstruet en virksomhed er, hvorfor den også vægter med den klart største andel.

X4 viser hvor meget virksomhedens aktiver kan falde i værdi, og hvor gearet en virksomhed er. X3 og X4 er to vigtige mål for en virksomheds overlevelsessevne, idet en virksomhed er dybt afhængig af, at dets aktiver kan generere indtjening, samt at den ikke er gearet for hårdt.

X5 er den sidste variabel i ligningen. Den illustrerer hvor stort et salg aktiverne kan generere. Denne variabel er dog lidt speciel eftersom den i sig selv ikke er så vigtig. I denne sammenhæng korrelerer den dog kraftigt med de andre variabler, hvorfor den er ligningens næst vigtigste variable efter X3.

De 4 første variabler skal altså i den oprindelige model indtastes i %, og den sidste som almindeligt tal. Mange har dog med årene omskrevet modellen til;

$$Z\text{-score} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Når beregningen er foretaget på en virksomhed fremkommer Z-scoren. Man inddeler denne Z-score i 3 kategorier;

$3 <$ Er konkurs ikke sandsynligt.

$1,8 - 3,0$: Kan konkurs ikke umiddelbart forudses.

$1,8 >$ Er en virksomheds sandsynlighed for at gå konkurs stor.

Denne formel vil vi benytte på Sanistål, for at konkludere om virksomheden pr. 31. december 2012 er konkurstruet. I afsnit "[6.2 Værdiansættelse af Sanistål](#)" beregnede vi os frem til en kurs pr. 31. december 2012 på 50,2 kr. pr. aktie. Hvis vi beregner os frem til en Z-score på Sanistål ud fra denne værdi, fremkommer Sanistål's totale Z-score på henholdsvis 2,87.

- $X_1 = \text{Arbejdskapital} / \text{Aktiver i alt} : 877.960 / 2.678.583 = 0,33$
- $X_2 = \text{Overført resultat} / \text{Aktiver i alt} : 703.184 / 2.678.583 = 0,26$
- $X_3 = \text{Resultat før renter og skat} / \text{Aktiver i alt} : 215.907 / 2.678.583 = 0,08$
- $X_4 = \text{Markedsværdi} / \text{Gæld} : 594.433 / 1.980.072 = 0,37$
- $X_5 = \text{Omsætning} / \text{Aktiver i alt} : 4.447.091 / 2.678.583 = 1,66$

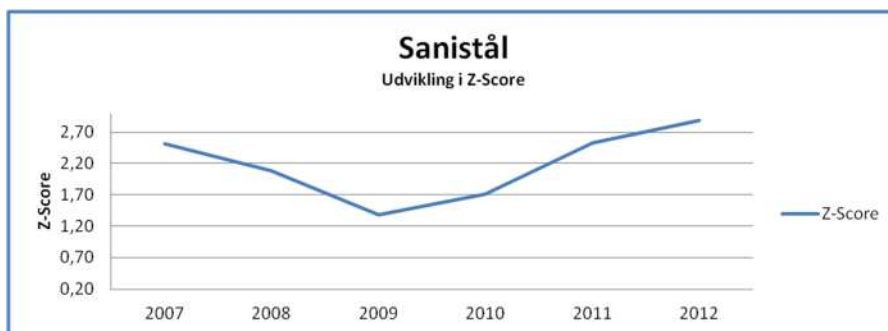
$$\underline{Z\text{-score} = 1,2(0,33) + 1,4(0,26) + 3,3(0,08) + 0,6(0,30) + 1,0(1,66) = 2,87}$$

Dette indikerer altså at en mulig konkurs for Sanistål på nuværende tidspunkt, ud fra vores beregninger, ikke kan forudses. Dog ligger Sanistål i den høje ende af skalaen, hvilket alt andet lige er positivt, hvorfor man på de regnskabsmæssige tal må konkludere, at de er godt på vej ud af krisen. Da vores beregnede aktiekurs pr. 31. december 2012 ikke ligger langt fra den aktuelle kurs på 56,18 kr. pr. 31. december 2012, ændrer vores Z-score sig kun til 2,89 hvis vi beregner denne på den aktuelle kurs.

- $X1 = \text{Arbejdskapital} / \text{Aktiver i alt} : 877.960 / 2.678.583 = 0,33$
- $X2 = \text{Overført resultat} / \text{Aktiver i alt} : 703.184 / 2.678.583 = 0,26$
- $X3 = \text{Resultat før renter og skat} / \text{Aktiver i alt} : 215.907 / 2.678.583 = 0,08$
- $X4 = \text{Markedsværdi} / \text{Gæld} : 665.244 / 1.980.072 = 0,36$
- $X5 = \text{Omsætning} / \text{Aktiver i alt} : 4.447.091 / 2.678.583 = 1,66$

$$\text{Z-score} = 1,2(0,33) + 1,4(0,26) + 3,3(0,08) + 0,6(0,34) + 1,0(1,66) = \mathbf{2,89}$$

Hvis man derimod sammenligner den nuværende Z-score med de seneste 5 års Z-score, ser det noget anderledes ud.



Figur 40 - Egen tilvirkning

Her ses det tydeligt at Sanistål har været nede i en dyb krise, hvorfor bankernes indgriben har været årsagen til virksomhedens overlevelse.

7.2 Følsomhedsanalyse for konkursrisiko

Af følsomhedsanalysen for aktiekursen jf. afsnit "6.3 Følsomhedsanalyse" forekommer 3 mulige scenarier for aktiekursen:

- Best case: 67,18 kr.
- Forventet: 50,15 kr.
- Worst case: 0,12 kr.

Hvorfor en ændring i aktiekursen ud fra ovenstående formel vil have følgende effekt på konkursrisikoen:

- Best case: 2,93
- Forventet: 2,87
- Worst case: 2,69

Dette indikerer at en mulighed konkurs af Sanistål stadig ikke umiddelbart kan forudsiges ud fra den teoretiske model.

8. Konklusion

I 2004 og årene frem var Sanistål en virksomhed i vækst. De oplevede på blot 4 år at gå fra en omsætning på 3,5 til 6,7 mia. kr. Dette på baggrund af vertikal integration og organisk vækst, samt en generel stigning i økonomien, som medførte stigende efterspørgsel.

I 2008 kolliderede det hele da finanskrisen brød ud og efterspørgsel faldt. Sanistål havde netop påbegyndt en større investering i logistik, som skulle imødegå den efterspørgsel, som ikke længere fandtes. Ydermere havde Sanistål netop opkøbt Carl F og en betydelig andel af konkurrenten A&O Johansen A/S, som langt fra gav det forventede afkast. Med disse investeringer havde Sanistål sat sig selv under et massivt pres.

Dette afgangsprojekt har haft til formål at belyse følgende problemstilling;

”Hvad er værdien af Sanistål’s aktie pr. 31. december 2012, samt er selskabet fortsat konkurstruet pr. 31. december 2012 i relation til gældskonverteringen d. 16. juni 2011, hvor bankerne overtog 76,3 % af aktiekapitalen”.

Besvarelsen af denne problemstilling er blevet foretaget med udgangspunkt i en analyse af den historiske værdiskabelse på baggrund af en strategisk analyse, samt regnskabsanalyse. Med udgangspunkt i disse er der blevet udarbejdet et proforma regnskab over den fremtidige udvikling, som dermed har dannet grundlaget for vores værdiansættelse, samt videre vurdering om Sanistål er mulig konkurstruet.

Resultatet af den strategiske analyse har vist at Sanistål opererer i en meget konjunkturfølsom branche, hvor udsving i økonomien påvirker virksomheden i stor grad.

Der bliver løbende foretaget politiske tiltag, for at sætte gang i økonomien, hvilket har en positiv påvirkning på Sanistål. I forbindelse med vores strategiske analyse har det også vist sig at det er en branche hvor det er svært for nye indtrængere da det kræver et stort kapitalapparat, hvorfor det er relativt få, men store spillere der dominerer markedet. Det er dog svært at differentiere sig, hvorfor det er et marked med stor konkurrence. Det kræver derfor høj leveringssikkerhed, varetilgængelighed samt veludviklede IT-systemer for at kunne tilgodese kundernes behov bedst og hurtigst muligt, hvorfor det er maginalen der gør forskellen for kunderne. Vi har identificeret

Sanistål's kernekompetencer til at omhandle leverings og kvalitetssikkerhed, høj varetilgængelighed efter opførelsen af de to nye centrallagre, samt sagsstyring og digital integration. Disse 3 faktorer hjælper Sanistål med at skabe værdi overfor kunderne samt en konkurrencemæssig fordel overfor konkurrenterne på markedet.

På baggrund af Sanistål's officielle årsrapporter for perioden 2006 til 2012 er de nødvendige reformuleringer foretaget for at kunne udarbejde en regnskabsanalyse ved hjælp af Dupont-pyramiden. Denne regnskabsanalyse var med til at kortlægge den svingende udvikling Sanistål har været igennem de sidste 6 år, samt hvilke faktorer der har været den medvirkende årsag til denne udvikling. Stort set alle komponenter var påvirket i krisetiden, hvilket skyldtes øgede personaleomkostninger, nedgangen i efterspørgslen samt store nedskrivninger på kapitalandelene i associerede virksomheder. Sanistål formåede dog at tilpasse forretningen, og lavede et turn around, og har sidenhen udvist flotte resultater og en forbedring i rentabiliteten.

Eftersom at Sanistål befinder sig på et meget konjunkturfølsomt marked er de meget afhængig af at kunne tilpasse omkostningerne til udviklingen i verdensøkonomien. En stor del af Sanistål's omkostninger er dog variable og ved indførelsen af de to nye centrallagre og ved hjælp af LEAN-processer har Sanistål formået at tilpasse sig aktivitetsniveauet. Den største driftsmæssige risiko er derfor markedsudviklingen, og udviklingen i stålpriserne. På nuværende tidspunkt er den finansielle risiko dog af væsentlig betydning, da gældsandelen stadig er stor, hvilket der dog arbejdes på at nedbringe i forbindelse med overholdelse af covenants overfor bankerne.

Med udgangspunkt i analyserne af den historiske værdiskabelse er der blevet udarbejdet en prognose over den fremtidige udvikling i form af proforma-opgørelser, som udgør grundlaget for estimeringen af værdien af en aktie i Sanistål.

Værdiansættelsen viste en værdi på **50,2 kr. for en aktie i Sanistål pr. 31.12.2012**, hvilket er lavere end markedsværdien på 56,18 kr. og svarer til at aktien var overvurderet med 10,6%.

Følsomhedsanalysen med terminalvæksten og WACC'en som variabler viste værdien af Sanistål's aktie i intervallet 0,21- til 67,18 kr.

Vores analyse af konkurs risikoen for Sanistål viste at det på nuværende tidspunkt ikke er muligt at forudsige en konkurs.

Selvom den beregnede aktiekurs viser at Sanistål's aktie er overvurderet, mener vi at Sanistål igennem deres turn around viser positive tendenser og derved har skabt et fornuftigt fundament for at skabe en fremtidig værdiskabende virksomhed overfor aktionærerne.

9. Bilag

Bilag 1 - Officielle resultatopgørelser

Nedenfor fremgår de officielle resultatopgørelser for Sanistål A/S i perioden 2012 – 2006.

TDKK	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	5.080.467	4.819.619
Vareforbrug	-3.284.136	-3.166.015	-2.747.488	-2.908.070	-5.160.005	-3.873.898	-3.663.857
Bruttoavance	1.162.955	1.136.566	1.074.073	988.162	1.602.589	1.206.569	1.155.762
Andre driftsindtægter	69.540	6.465	18.310	33.036	23.088	1.269	27.540
Andre eksterne omkostninger	-419.411	-422.021	-428.613	-409.610	-657.421	-404.319	-310.683
Personaleomkostninger	-571.742	-555.708	-553.302	-690.006	-1.037.947	-684.209	-587.837
Primær drift før afskrivninger	241.342	165.302	110.468	-78.418	-69.691	119.310	284.782
Af- og nedskrivninger	-61.078	-73.785	-74.866	-145.118	-188.122	-45.986	-61.952
Primær drift (EBIT)	180.264	91.517	35.602	-223.536	-257.813	73.324	222.830
Andel af resultat efter skat af associerede virksomheder	35.643	31.239	2.406	1.071	-5.732	0	0
Nedskrivning af kapitalandele i associerede virksomheder	0	0	0	0	-215.276	0	0
Finansielle indtægter	23.222	24.273	24.606	22.665	37.771	73.520	20.042
Finansielle omkostninger	-62.490	-72.153	-107.211	-112.387	-155.315	-77.332	-28.258
Resultat af finansielle poster	-39.268	-47.880	-82.605	-89.722	-117.544	-3.812	-8.216
Resultat før skat	176.639	74.876	-44.597	-312.187	-596.365	69.512	214.614
Skat af årets resultat	-23.523	-6.653	-7.571	73.619	44.852	-8.149	-56.039
Årets resultat	153.116	68.223	-52.168	-238.568	-551.513	61.363	158.575
Årets resultat af ophørende aktivitet		-3.184	-78.045	-84.104			
Årets resultat	153.116	65.039	-130.213	-322.672	-551.513	61.363	158.575

Bilag 2 - Reformulerede resultatopgørelser

Nedenfor fremgår de reformulerede resultatopgørelser for Sanistål A/S i perioden 2012 – 2006.

TDKK	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Driftsoverskud fra salg							
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334	4.819.619
Vareforbrug	-3.284.136	-3.166.015	-2.747.488	-2.908.070	-5.160.005	-4.746.473	-3.663.857
Bruttoresultat	1.162.955	1.136.566	1.074.073	988.162	1.602.589	1.586.861	1.155.762
Andre eksterne omkostninger	-419.411	-422.021	-428.613	-409.610	-657.421	-528.657	-310.683
Personale omkostninger	-571.742	-555.708	-553.302	-690.006	-1.037.947	-886.150	-587.837
Driftsoverskud fra salg før, afskrivninger og skat (EBITDA)	171.802	158.837	92.158	-111.454	-92.779	172.054	257.242
Afskrivninger & amortiseringer	-61.078	-73.408	-72.243	-78.555	-84.773	-66.119	-61.952
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	110.724	85.429	19.915	-190.009	-177.552	105.935	195.290
Skat af årets resultat	-23.523	-6.653	-7.571	73.619	44.852	-13.224	-56.039
Skat på finansielle poster	-9.817	-11.970	-20.651	-22.431	-29.386	-17.407	-2.300
Skat på anden driftsoverskud	17.385	1.616	4.578	8.259	5.772	1.188	7.711
Driftsoverskud fra salg efter skat (Core)	94.769	68.422	-3.730	-130.562	-156.314	76.492	144.662
Andet driftsoverskud (før-skat-poster)							
Avance ved salg af ejendom	61.621		12.974	27.753	14.282		23.269
Andre driftsindtægter (husleje mv.)	7.919	6.465	5.336	5.283	8.806	4.752	4.271
Skat herpå	-17.385	-1.616	-4.578	-8.259	-5.772	-1.188	-7.711
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)							
Indtægter fra kapitalandele i ass. Virksomheder, efter skat	35.643	31.239	2.406	1.071	-5.732	5.163	
Årets resultat af ophørende aktiviteter		-3.184	-78.045	-84.104			
Nedskrivning på kapitalandele i ass. Virksomheder		0	0		-215.276		
Nedskrivninger	0	-377	-2.623	-66.563	-103.349	0	0
Dirty surplus:							
Reserve for valutakursregulering	239	-3.193	877	885	-10.383	828	-54
Reserve for sikringstransaktioner	5.036	3.752	2.771	-5.837	-26.764	7.703	7.124
Andet driftsoverskud, efter skat	93.073	33.086	-60.882	-129.771	-344.188	17.258	26.899
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	187.842	101.508	-64.611	-260.333	-500.502	93.750	171.561
Finansielle aktiviteter							
Finansielle indtægter	23.222	24.273	24.606	22.665	37.771	27.601	20.042
Finansielle omkostninger	-62.490	-72.153	-107.211	-112.387	-155.315	-97.229	-28.258
Netto renteomkostninger før skat	-39.268	-47.880	-82.605	-89.722	-117.544	-69.628	-8.216
Skat herpå	9.817	11.970	20.651	22.431	29.386	17.407	2.300
Netto renteomkostninger efter skat (NFO)	-29.451	-35.910	-61.954	-67.292	-88.158	-52.221	-5.916
Total indkomst	158.391	65.598	-126.565	-327.624	-588.660	41.529	165.645
Selskabsskatteprocent	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	28,0%
Afstemning af totalindkomst							
Årets resultat officielt	153.116	65.039	-130.213	-322.672	-551.513	32.998	158.575
Dirty-surplus	5.275	559	3.648	-4.952	-37.147	8.531	7.070
Totalindkomst	158.391	65.598	-126.565	-327.624	-588.660	41.529	165.645
Afvigelse	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 3 - Officielle balancer

Nedenfor fremgår de officielle balancer for Sanistål A/S i perioden 2012 – 2006.

Tkr.	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
AKTIVER							
Langfristede aktiver							
Immaterielle aktiver							
Goodwill	213.582	213.582	213.582	213.767	256.647	355.080	32.563
Varemærker	35.625	38.125	40.625	43.125	114.062	120.312	
Kundekreds	10.625	13.125	15.625	18.125	20.625	23.125	
Software	15.133	12.757	11.650	12.972	13.681	6.733	3.804
	274.965	277.589	281.482	287.989	405.015	505.250	36.367
Materielle aktiver							
Grunde og bygninger	578.585	592.425	557.493	533.731	476.445	460.395	386.120
Driftsmateriel og inventar	172.356	188.966	218.636	256.373	308.123	216.782	112.913
Materielle aktiver under opførelse						226.038	
	750.941	781.391	776.129	790.104	784.568	903.215	499.033
Andre langfristede aktiver							
Kapitalandele i associerede virksomheder	299.788	262.633	233.537	227.248	227.241	451.220	
Udskudt skat	70.951	94.770	95.085	81.886	1.888		
Tilgodehavender og deposita	24.852	20.829	14.097	14.915	15.701	12.401	6.499
	395.591	378.232	342.719	324.049	244.830	463.621	6.499
Langfristede aktiver i alt	1.421.497	1.437.212	1.400.330	1.402.142	1.434.413	1.872.086	541.899
Kortfristede aktiver							
Varebeholdninger	643.942	607.097	553.158	618.375	1.313.900	1.275.889	973.847
Tilgodehavender	508.846	523.638	503.629	462.385	782.830	841.787	638.144
Periodeafgrænsningsposter	10.199	8.758	15.968	27.838	25.414	26.911	6.391
Selskabsskat						35.553	1.742
Likvide beholdninger	9.099	14.599	11.235	20.084	19.622	38.546	13.759
Aktiver bestemt for salg					326.500	16.486	12.675
	1.172.086	1.154.092	1.083.990	1.128.682	2.468.266	2.235.172	1.646.558
Ophørende aktiviteter og aktiver bestemt for salg	85.000	128.993	229.530	449.895			
Kortfristede aktiver i alt	1.257.086	1.283.085	1.313.520	1.578.577	2.468.266	2.235.172	1.646.558
AKTIVER I ALT	2.678.583	2.720.297	2.713.850	2.980.719	3.902.679	4.107.258	2.188.457

Tkr.	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
PASSIVER							
Egenkapital							
Aktiekapital	11.924	11.924	192.378	192.378	192.378	192.378	192.378
Andre reserver	-16.597	-21.872	-32.223	-38.998		14.244	6.541
Reserve for sikringstransaktioner					-12.520	-2.895	-3.723
Reserve for valutakursregulering					-13.278		
Overført resultat	703.184	546.500	-235.090	-107.910	212.063	758.947	745.130
Foreslået udbytte						9.392	37.992
Egenkapital i alt	698.511	536.552	-74.935	45.470	378.643	972.066	978.318
Forpligtelser							
Langfristede forpligtelser							
Ansvarlig lånekapital			299.990	549.959			
Udskudt skat						67.655	24.528
Kreditinstitutter	56.341	64.529	49.597	972.160	679.910		478.350
Hensatte forpligtelser	12.941	14.110	13.080			936.965	8.340
	69.282	78.639	362.667	1.522.119	679.910	1.004.620	511.218
Kortfristede forpligtelser							
Ansvarlig lånekapital			250.000				
Kreditinstitutter	1.442.951	1.587.984	1.646.508	609.722	1.964.076	1.542.820	207.937
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	403.241	417.324	399.074	394.457	688.767	567.593	476.231
Affedte finansielle instrumenter (negativ dagsværdi)	7.421	14.219					
Selskabsskat	1.303	1.584	671	4.378	2.110		
Hensatte forpligtelser	3.855	6.934	7.784		1.954	13.000	6.660
	1.858.771	2.028.045	2.304.037	1.008.557	2.656.907	2.123.413	690.828
Forpligtelser vedrørende ophørende aktivitet og aktiver bestemt for salg	52.019	77.061	122.081	404.573	187.219	7.159	8.093
	1.910.790	2.105.106	2.426.118	1.413.130	2.844.126	2.130.572	698.921
Forpligtelser i alt	1.980.072	2.183.745	2.788.785	2.935.249	3.524.036	3.135.192	1.210.139
PASSIVER I ALT	2.678.583	2.720.297	2.713.850	2.980.719	3.902.679	4.107.258	2.188.457

Bilag 4 - Reformulerede balancer

Nedenfor fremgår de reformulerede balancer for Sanistål A/S i perioden 2012 – 2006.

TDKK	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Kernedriftsaktiver							
Driftsmateriel og inventar	172.356	188.966	218.636	256.373	308.123	216.782	112.913
Goodwill	213.582	213.582	213.582	213.767	256.647	355.080	32.563
Grunde og bygninger	578.585	592.425	557.493	533.731	476.445	460.395	386.120
Kundekreds	10.625	13.125	15.625	18.125	20.625	23.125	
Materielle aktiver under opførelse			0			219.131	0
Periodeafgrænsningsposter	10.199	8.758	15.968	27.838	25.414	26.911	6.391
Selskabsskat			0			35.553	1.742
Software	15.133	12.757	11.650	12.972	13.681	6.733	3.804
Tilgodehavender fra salg	497.673	521.136	486.460	451.612	771.900	815.374	624.746
Udskudt skat	70.951	94.770	95.085	81.886	1.888		
Varebeholdninger	643.942	607.097	553.158	618.375	1.313.900	1.275.889	973.847
Varemærker	35.625	38.125	40.625	43.125	114.062	120.312	
Samlet kernedriftsaktiver	2.248.671	2.290.741	2.208.282	2.257.804	3.302.685	3.555.285	2.142.126
Driftsforpligtelser							
Udskudt skat						65.928	24.528
Hensatte forpligtelser	16.796	21.044	20.864		1.954	13.000	15.000
Leverandører af varer og tjenesteydelser	263.655	266.840	244.072	210.690	438.089	358.556	335.200
Anden gæld	139.586	164.703	155.002	183.767	250.678	209.037	141.031
+ Aktiebaseret vederlæggelse, reklasser fra EK	2.055	2.755	2.277	123	4.481	1.487	1.127
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	52.019	77.061	122.081	404.573	187.219	7.159	8.093
Selskabsskat	1.303	1.584	671	4.378	2.110		
Samlet driftsforpligtelser	475.414	533.987	544.967	803.531	884.531	655.167	524.979
Keerne Netto driftsaktiver	1.773.257	1.756.754	1.663.315	1.454.273	2.418.154	2.900.118	1.617.147
Ikke kernedriftsaktiver							
Kapitalandele i associerede virksomheder	299.788	262.633	233.537	227.248	227.241	451.220	
Aktiver bestemt for salg	85.000	128.993	229.530	449.895	326.500	16.486	12.675
Huslejedeposita	24.852	14.506	14.097	14.915	15.701	12.401	6.499
Andre tilgodehavender	11.173	8.825	17.169	10.773	10.930	26.413	13.398
Netto driftsaktiver (NDA)	2.194.070	2.171.711	2.157.648	2.157.104	2.998.526	3.406.638	1.649.719
Finansielle forpligtelser							
Likvide beholdninger	-9.099	-14.599	-11.235	-20.084	-19.622	-38.546	-13.759
Ansvarlig lånekapital, langfristet			299.990	549.959			
Ansvarlig lånekapital, kortfristet			250.000				
Kreditinstitutter, langfristet	56.341	64.529	49.597	972.160	679.910	936.965	478.350
Kreditinstitutter, kortfristet	1.442.951	1.587.984	1.646.508	609.722	1.964.076	1.542.820	207.937
Afledte finansielle instrumenter (negativ dagsværdi)	7.421						
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	1.497.614	1.637.914	2.234.860	2.111.757	2.624.364	2.441.239	672.528
Egenkapital (CSE)	696.456	533.797	-77.212	45.347	374.162	965.399	977.191
Gennemsnit							
NDA (Nettodriftsaktiver)	2.182.891	2.164.680	2.157.376	2.577.815	3.202.582	2.528.179	
NFF (Netto finansielle forpligtelser)	1.567.764	1.936.387	2.173.309	2.368.061	2.532.802	1.556.884	
Egenkapital (CSE)	615.127	228.293	-15.933	209.755	669.781	971.295	

Bilag 5 - Officielle egenkapitalopgørelser

Nedenfor fremgår de officielle egenkapitalopgørelser for Sanistål A/S i perioden 2012 – 2006.

2006 tkr.						
	Aktiekapital	Reserve for sikringstransaktioner	Reserve for valutakursregulering	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
Egenkapital primo	192.378	-583	-3.669	616.530	37.780	842.436
Valutakursregulering, udenlandske dattervirksomheder			-54			-54
Værdiregulering af sikringsinstrumenter		9.529				9.529
Værdiregulering overført til finansielle indtægter		366				366
Skat af egenkapitalbevægelser		-2.771				-2.771
Aktiebaseret vederlæggelse				1.127		1.127
Nettogevinster indregnet direkte på egenkapitalen		7.124	-54	1.127		8.197
Årets resultat				120.583	37.992	158.575
Totalindkomst i alt	-	7.124	-54	121.710	37.992	166.772
Udloddet udbytte					-37.780	-37.780
Salg af egne aktier ved incitamentsprogram				824		824
Egne aktier tildelt til medarbejdere				6.066		6.066
Egenkapitalbevægelser i alt	-	7.124	-54	128.600	212	135.882
Egenkapital ultimo	192.378	6.541	-3.723	745.130	37.992	978.318

2007 tkr.						
	Aktiekapital	Reserve for sikringstransaktioner	Reserve for valutakursregulering	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
Egenkapital primo	192.378	6.541	-3.723	745.130	37.992	978.318
Valutakursregulering, udenlandske dattervirksomheder			828			828
Værdiregulering af sikringsinstrumenter		11.536				11.536
Værdiregulering overført til finansielle indtægter		-1.137				-1.137
Skat af egenkapitalbevægelser		-2.696				-2.696
Aktiebaseret vederlæggelse				1.487		1.487
Nettogevinster indregnet direkte på egenkapitalen		7.703	828	1.487		10.018
Årets resultat				23.606	9.392	32.998
Totalindkomst i alt	-	7.703	828	25.093	9.392	43.016
Udloddet udbytte					-37.992	-37.992
Erhvervelse af egne aktier				-17.193		-17.193
Salg af egne aktier ved incitamentsprogram				722		722
Egne aktier tildelt til medarbejdere				15		15
Egenkapitalbevægelser i alt	-	7.703	828	8.637	-28.600	-11.432
Egenkapital ultimo	192.378	14.244	-2.895	753.767	9.392	966.886

2008 tkr.

	Aktiekapital	Reserve for sikringsinstrum enter	Reserve for valutakursregu lering	Reserve for egne aktier	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
Egenkapital primo	192.378	14.244	-2.895	-23.266	777.033	9.392	966.886
Ændring af regnskabspraksis					5.180		5.180
Korrigeret egenkapital primo	192.378	14.244	-2.895	-23.266	782.213	9.392	972.066
Årets indregnede indtægter og omkostninger		-26.764	-10.383		-551.513		-588.660
Udloddet udbytte						-9392	-9.392
Aktiebaseret verdælægelse					4.481		4.481
Salg af egne aktier ved incitamentsprogram				235	-87		148
Egenkapitalbevægelser i alt	-	-26.764	-10.383	235	-547.119	-9.392	-593.423
Egenkapital ultimo	192.378	-12.520	-13.278	-23.031	235.094	-	378.643

2009 tkr.

	Aktiekapital	Reserve for sikringsinstrum enter	Reserve for valutakursregu lering	Reserve for egne aktier	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
Egenkapital primo	192.378	-12.520	-13.278	-23.031	235.094		378.643
Årets indregnede indtægter og omkostninger		-5.837	885		-322.672		-327.624
Andre reguleringer							-
associerede virksomheder					-2.735		-2.735
Aktiebaseret verdælægelse					23		23
Erhvervelse af egne aktier				-2.937			-2.937
Egenkapitalbevægelser i alt	-	-5.837	885	-2.937	-325.384		-333.273
Egenkapital ultimo	192.378	-18.357	-12.393	-25.968	-90.290	-	45.370

2010 tkr.

	Aktiekapital	Reserve for sikringsinstrum enter	Reserve for valutakursregu lering	Reserve for egne aktier	Overført resultat	I alt
Egenkapital primo	192.378	-18.357	-14.064	-8.248	-106.239	45.470
Totalindkomst for perioden						-
Årets resultat					-130.213	-130.213
Anden totalindkomst						-
Valutakursregulering ved omringing af udenlandske dattervirksomheder				877		877
Egenkapitalbevægelser i associerede virksomheder					3.883	3.883
Værdiregulering af sikringsinstrumenter:						-
Periodens værdiregulering		-11.613				-11.613
Værdireguleringer overført til finansielle poster		15.386				15.386
Skat af sikringsinstrumenter		-1.002				-1.002
Anden totalindkomst i alt		2.771	877	-	3.883	7.531
Totalindkomst i alt for perioden	-	2.771	877	-	-126.330	-122.682
Transaktioner med ejerne						
Aktiebaseret verdælægelse					2.277	2.277
Transaktioner med ejerne i alt	-	-	-	-	2.277	2.277
Egenkapital ultimo	192.378	-15.586	-13.187	-8.248	-230.292	-74.935

2011 tkr.

	Aktiekapital	Reserve for sikringsinstru- menter	Reserve for valutakursregu- lering	Reserve for egne aktier	Overført resultat	I alt
Egenkapital primo	192.378	-15.586	-13.187	-8.248	-230.292	-74.935
Totalindkomst for perioden						-
Årets resultat					65.039	65.039
Anden totalindkomst						-
Valutakursregulering ved omrenging af udenlandske dattervirksomheder			-3.193			-3.193
Egenkapitalbevægelser i associerede virksomheder					-2.143	-2.143
Værdiregulering af sikringsinstrumenter:						-
Periodens værdiregulering		-5.758				-5.758
Værdireguleringer overført til finansielle poster		10.889				10.889
Skat af sikringsinstrumenter		-1.379				-1.379
Anden totalindkomst i alt	-	3.752	-3.193	-	-2.143	-1.584
Totalindkomst i alt for perioden	-	3.752	-3.193	-	62.896	63.455
Transaktioner med ejerne						
Kapitalnedsættelse	-190.454	6.425		8.165	175.864	-
Kapitalforhøjelse	10.000				540.000	550.000
Omkostninger i forbindelse med emission					-4.723	-4.723
Aktiebaseret verdælægelse					2.755	2.755
Transaktioner med ejerne i alt	-180.454	6.425	-	8.165	713.896	548.032
Egenkapital ultimo	11.924	-5.409	-16.380	-83	546.500	536.552

2012 tkr.

	Aktiekapital	Reserve for sikringsinstru- menter	Reserve for valutakursregu- lering	Reserve for egne aktier	Overført resultat	I alt
Egenkapital primo	11.924	-5.409	-16.380	-83	546.500	536.552
Totalindkomst for perioden						-
Årets resultat					153.116	153.116
Anden totalindkomst						-
Valutakursregulering ved omrenging af udenlandske dattervirksomheder			239			239
Egenkapitalbevægelser i associerede virksomheder					1.513	1.513
Værdiregulering af sikringsinstrumenter:						-
Periodens værdiregulering		-2.736				-2.736
Værdireguleringer overført til finansielle poster		9.551				9.551
Skat af sikringsinstrumenter		-1.779				-1.779
Anden totalindkomst i alt	-	5.036	239	-	1.513	6.788
Totalindkomst i alt for perioden	-	5.036	239	-	154.629	159.904
Transaktioner med ejerne						
Aktiebaseret verdælægelse					2.055	2.055
Transaktion med ejerne i alt					2.055	2.055
Egenkapital ultimo	11.924	-373	-16.141	-83	703.184	698.511

Bilag 6 – Reformulerede egenkapitalopgørelser

Nedenfor fremgår de reformulerede egenkapitalopgørelser for Sanistål A/S i perioden 2012 – 2006.

TDKK	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Egenkapital primo	536.552	-74.935	45.470	378.643	966.886	978.318	842.436
Ændring af regnskabspraksis					5.180		
Korrigeret egenkapital	536.552	-74.935	45.470	378.643	972.066	978.318	842.436
<i>Transaktioner med ejere:</i>							
Betalt udbytte					-9.392	-37.992	-37.780
Salg af egne aktier ved incitamentsprogram					148	722	6.066
Egne aktier tildelt til medarbejdere						15	824
Erhvervelse af egne aktier				-2.937		-17.193	
Andre reguleringer ass. Virksomheder				-2.735			
Omkostninger i forbindelse med emission		-4.723					
Kapital forhøjelse		550.000					
Nettodividende	0	545.277	0	-5.672	-9.244	-54.448	-30.890
<i>Totalindkomst:</i>							
Årets resultat	153.116	65.039	-130.213	-322.672	-551.513	32.998	158.575
<i>Dirty surplus:</i>							
Reserve for valutakursregulering	239	-3.193	877	885	-10.383	828	-54
Reserve for sikringstransaktioner	5.036	3.752	2.771	-5.837	-26.764	7.703	7.124
Egenkapitalbevægelser i ass. Virksomheder	1.513	-2.143	3.883				
Totalindkomst i alt	159.904	63.455	-122.682	-327.624	-588.660	41.529	165.645
Egenkapital ultimo	696.456	533.797	-77.212	45.347	374.162	965.399	977.191
Gns. Egenkapital	615.127	228.293	-15.933	209.755	669.781	971.295	
<i>Ultimosaldoen i den reformulerede egenkapitalopgørelse er beregnet som følger:</i>							
Rapporteret saldo	698.511	536.552	-74.935	45.470	378.643	966.886	978.318
Aktiebaseret vederlæggelse	-2.055	-2.755	-2.277	-123	-4.481	-1.487	-1.127
	696.456	533.797	-77.212	45.347	374.162	965.399	977.191

Bilag 7 – Rentabilitetsanalyse

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Niveau 1						
ROE = Totalindkomst / CSE, EK	25,7%	28,7%	N/A	-156,2%	-87,9%	4,3%
Drive for afkast på netto driftsaktiver						
ROIC = DO efter skat / NDA	8,6%	4,7%	-3,0%	-10,1%	-15,6%	3,7%
Drive for finansiel gearing:						
r (NFO / NFF)	1,9%	1,9%	2,9%	2,8%	3,5%	3,4%
SPREAD	6,73%	2,8%	-5,8%	-12,9%	-19,1%	0,4%
FGEAR (NFF / EK)	2,55	8,48	N/A	11,29	3,78	1,60
Tjek CSE med ligning 8.1 i Oles bog	25,7%	28,7%	N/A	-156,2%	-87,9%	4,3%
Niveau 2	0	0	-	0	0	0
ROIC = DO efter skat / NDA	8,6%	4,7%	-3,0%	-10,1%	-15,6%	3,7%
OG (DO efter skat / nettoomsætningen)	4,2%	2,4%	-1,7%	-6,7%	-7,4%	1,5%
AOH (Nettoomsætning / NDA)	2,04	1,99	1,77	1,51	2,11	2,51
AOH/1	0,49	0,50	0,56	0,66	0,47	0,40
Niveau 3						
OG salg (DO salg efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	1,6%	-0,1%	-3,4%	-2,3%	1,2%
OG (DO andet efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	0,8%	-1,6%	-3,3%	-5,1%	0,3%
Vareforbrug	-73,8%	-73,6%	-71,9%	-74,6%	-76,3%	-74,9%
Bruttoavanceprocent	26,2%	26,4%	28,1%	25,4%	23,7%	25,1%
Andre driftsindtægter	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Andre eksterne omkostninger	-9,4%	-9,8%	-11,2%	-10,5%	-9,7%	-8,3%
Personaleomkostninger	-12,9%	-12,9%	-14,5%	-17,7%	-15,3%	-14,0%
EBITDA	3,9%	3,7%	2,4%	-2,9%	-1,4%	2,7%
Afskrivninger	-1,4%	-1,7%	-1,9%	-2,0%	-1,3%	-1,0%
EBIT	2,5%	2,0%	0,5%	-4,9%	-2,6%	1,7%
OG salg	2,1%	1,6%	-0,1%	-3,4%	-2,3%	1,2%
OG (DO andet efter skat / nettoomsætningen)	2,1%	0,8%	-1,6%	-3,3%	-5,1%	0,3%
Avance ved salg af ejendom	1,4%	0,0%	0,3%	0,7%	0,2%	0,0%
Andre driftsindtægter (husleje mv.)	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Indtægter fra kapitalandele i ass. Virksomheder, efter skat	0,8%	0,7%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,1%
Årets resultat af ophørende aktiviteter	0,0%	-0,1%	-2,0%	-2,2%	0,0%	0,0%
Nedskrivning på kapitalandele i ass. Virksomheder	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	0,0%
Nedskrivninger	0,0%	0,0%	-0,1%	-1,7%	-1,5%	0,0%
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
NDA	2.182.891	2.164.680	2.157.376	2.577.815	3.202.582	2.528.179
AOH	2,04	1,99	1,77	1,51	2,11	2,51
AOH (Nettoomsætning / NDA)	2,04	1,99	1,77	1,51	2,11	2,51
AOH/1	0,49	0,50	0,56	0,66	0,47	0,40
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Immaterielle aktiver	276.277	279.536	284.736	346.502	455.133	505.250
AOH (Immaterielle anlægsaktiver)	16,10	15,39	13,42	11,24	14,86	12,54
AOH (Immaterielle anlægsaktiver)/1	0,06	0,06	0,07	0,09	0,07	0,08
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Materielle anlægsaktiver	766.166	778.760	783.117	787.336	730.873	677.177
AOH (Materielle anlægsaktiver)	5,80	5,52	4,88	4,95	9,25	9,35
AOH (Materielle anlægsaktiver)/1	0,17	0,18	0,20	0,20	0,11	0,11
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Varebeholdning	625.520	580.128	585.767	966.138	1.294.895	1.275.889
AOH (Varebeholdning)	7,11	7,42	6,52	4,03	5,22	4,96
AOH (Varebeholdning)/1	0,14	0,13	0,15	0,25	0,19	0,20
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Tilgodehavender fra salg	509.405	503.798	469.036	611.756	793.637	815.374
AOH (Tilgodehavender fra salg)	8,73	8,54	8,15	6,37	8,52	7,77
AOH (Tilgodehavender fra salg)/1	0,11	0,12	0,12	0,16	0,12	0,13
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Udskudt skat	82.861	94.928	88.486	41.887	944	0
AOH (Udskudt skat)	53,67	45,32	43,19	93,02	7.163,76	#DIV/0!
AOH (Udskudt skat)/1	0,02	0,02	0,02	0,01	0,00	#DIV/0!
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Andre kernet driftsaktiver	9.479	12.363	21.903	26.626	153.505	281.595
AOH (Andre kernet driftsaktiver)	469,18	348,02	174,48	146,33	44,05	22,49
AOH (Andre kernet driftsaktiver)/1	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	0,04
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Driftsforpligtelser	440.161	439.906	410.922	548.135	672.660	582.447
AOH (Driftsforpligtelser)	10,10	9,78	9,30	7,11	10,05	10,87
AOH (Driftsforpligtelser)/1	0,10	0,10	0,11	0,14	0,10	0,09
Nettoomsætning	4.447.091	4.302.581	3.821.561	3.896.232	6.762.594	6.333.334
Ikke kernet driftsaktiver	417.885	454.645	598.582	641.602	543.446	269.546
AOH (Ikke kernet driftsaktiver)	10,64	9,46	6,38	6,07	12,44	23,50
AOH (Ikke kernet driftsaktiver)/1	0,09	0,11	0,16	0,16	0,08	0,04
	0,51	0,53	0,63	0,74	0,49	#DIV/0!
	-0,01	-0,02	-0,07	-0,08	-0,01	#DIV/0!
Effektiv skatteprocent	-14,4%	-19,9%	-118,7%	-31,3%	-12,0%	-27,8%

Bilag 8 – Beregning af beta-værdi over 11-årig periode

Date	Sanistål	KFX Index (OMXC20)		kfx	Sanistål
2013/3 Average	61,40	534			
2013/2 Average	60,40	547		0,024344569	-0,016286645
2013/1 Average	59,55	536		-0,020109689	-0,016286645
2012/12 Average	57,06	496		-0,074626866	-0,013997592
2012/11 Average	60,18	491		-0,010080645	-0,041906489
2012/10 Average	60,26	485		-0,012219959	0,054732896
2012/9 Average	58,00	493		0,016494845	0,001313543
2012/8 Average	56,09	490		-0,006085193	-0,037518038
2012/7 Average	54,00	484		-0,012244898	-0,032983508
2012/6 Average	53,20	446		-0,078512397	-0,037209302
2012/5 Average	61,87	432		-0,031390135	-0,014814815
2012/4 Average	68,78	459		0,0625	0,162940245
2012/3 Average	63,03	445		-0,030501089	0,111678246
2012/2 Average	56,02	454		0,020224719	-0,083504186
2012/1 Average	48,95	409		-0,099118943	-0,111220536
2011/12 Average	41,78	390		-0,046454768	-0,126264343
2011/11 Average	40,81	385		-0,012820513	-0,146553821
2011/10 Average	41,83	363		-0,057142857	-0,023149539
2011/9 Average	43,81	350		-0,035812672	0,025098389
2011/8 Average	42,98	359		0,025714286	0,047229265
2011/7 Average	50,10	421		0,17270195	-0,018964786
2011/6 Average	51,04	431		0,023752969	0,165816413
2011/5 Average	37,74	456		0,05800464	0,018627637
2011/4 Average	35,28	463		0,015350877	-0,26053453
2011/3 Average	40,42	467		0,008639309	-0,065093783
2011/2 Average	51,37	474		0,014989293	0,145480959
2011/1 Average	55,79	462		-0,025316456	0,270863812
2010/12 Average	54,21	458		-0,008658009	0,086064719
2010/11 Average	55,59	425		-0,072052402	-0,028169014
2010/10 Average	54,43	424		-0,002352941	0,025392263
2010/9 Average	55,16	417		-0,016509434	-0,020908772
2010/8 Average	60,11	396		-0,050359712	0,013421618
2010/7 Average	60,50	411		0,037878788	0,089822827
2010/6 Average	63,77	393		-0,04379562	0,006427221
2010/5 Average	66,78	389		-0,010178117	0,054094666
2010/4 Average	79,11	412		0,059125964	0,047121248
2010/3 Average	74,87	383		-0,07038835	0,18469218
2010/2 Average	72,00	355		-0,07310705	-0,053615046
2010/1 Average	76,40	355		0	-0,038327526

2009/12 Average	68,85	337	-0,050704225	0,061111111
2009/11 Average	85,10	327	-0,029673591	-0,09882199
2009/10 Average	86,02	324	-0,009174312	0,235951171
2009/9 Average	92,50	335	0,033950617	0,010899425
2009/8 Average	96,26	335	0	0,075297226
2009/7 Average	87,52	311	-0,071641791	0,040669241
2009/6 Average	99,48	291	-0,064308682	-0,090795686
2009/5 Average	108,64	291	0	0,136574764
2009/4 Average	92,37	275	-0,054982818	0,092122532
2009/3 Average	80,55	228	-0,170909091	-0,149766515
2009/2 Average	95,70	241	0,057017544	-0,127997928
2009/1 Average	101,74	262	0,087136929	0,188148984
2008/12 Average	100,70	248	-0,053435115	0,063093994
2008/11 Average	163,70	263	0,060483871	-0,01022947
2008/10 Average	249,98	285	0,08365019	0,625663139
2008/9 Average	325,68	351	0,231578947	0,527051074
2008/8 Average	363,14	424	0,207977208	0,302840563
2008/7 Average	358,02	417	-0,016509434	0,115023427
2008/6 Average	445,70	424	0,016786571	-0,014102213
2008/5 Average	490,03	460	0,08490566	0,244896472
2008/4 Average	516,55	427	-0,07173913	0,099450303
2008/3 Average	478,36	428	0,00234192	0,054125032
2008/2 Average	527,90	431	0,007009346	-0,073926404
2008/1 Average	604,36	408	-0,053364269	0,103569562
2007/12 Average	687,06	464	0,137254902	0,144834599
2007/11 Average	802,36	472	0,017241379	0,136830183
2007/10 Average	882,70	508	0,076271186	0,167823786
2007/9 Average	876,80	500	-0,015748031	0,100119213
2007/8 Average	967,91	496	-0,008	-0,006679145
2007/7 Average	1.025,41	500	0,008064516	0,103915424
2007/6 Average	1.144,05	484	-0,032	0,059402079
2007/5 Average	1.226,70	501	0,035123967	0,115701051
2007/4 Average	1.100,44	485	-0,031936128	0,072243346
2007/3 Average	1.023,50	467	-0,037113402	-0,102922928
2007/2 Average	1.053,15	455	-0,025695931	-0,069921244
2007/1 Average	966,95	463	0,017582418	0,028969223
2006/12 Average	863,42	441	-0,047516199	-0,081845373
2006/11 Average	791,36	424	-0,038548753	-0,107071727
2006/10 Average	772,86	419	-0,011792453	-0,083455709
2006/9 Average	764,24	403	-0,038186158	-0,023385575
2006/8 Average	755,36	391	-0,029776675	-0,011152187
2006/7 Average	729,58	369	-0,056265985	-0,011612165
2006/6 Average	725,44	371	0,005420054	-0,034135465
2006/5 Average	779,90	373	0,005390836	-0,005679293

2006/4 Average	784,12	397	0,064343164	0,075084981
2006/3 Average	776,00	395	-0,005037783	0,005401794
2006/2 Average	759,85	391	-0,010126582	-0,010352588
2006/1 Average	760,36	389	-0,00511509	-0,020811856
2005/12 Average	671,14	394	0,01285347	0,000675971
2005/11 Average	589,82	368	-0,065989848	-0,117339619
2005/10 Average	594,69	357	-0,029891304	-0,12117342
2005/9 Average	589,14	371	0,039215686	0,008260672
2005/8 Average	580,95	366	-0,013477089	-0,009339501
2005/7 Average	594,95	352	-0,038251366	-0,013887817
2005/6 Average	595,36	344	-0,022727273	0,024094545
2005/5 Average	569,15	327	-0,049418605	0,000691241
2005/4 Average	572,64	306	-0,064220183	-0,044029623
2005/3 Average	566,55	317	0,035947712	0,006123166
2005/2 Average	541,05	312	-0,015772871	-0,010626315
2005/1 Average	481,81	291	-0,067307692	-0,045009267
2004/12 Average	425,90	287	-0,013745704	-0,109491685
2004/11 Average	407,14	283	-0,013937282	-0,116030836
2004/10 Average	403,07	272	-0,038869258	-0,044067125
2004/9 Average	397,19	282	0,036764706	-0,00998421
2004/8 Average	402,97	267	-0,053191489	-0,014590348
2004/7 Average	399,38	266	-0,003745318	0,014560289
2004/6 Average	360,12	267	0,003759398	-0,00891555
2004/5 Average	323,63	253	-0,052434457	-0,098306904
2004/4 Average	328,31	255	0,007905138	-0,101338843
2004/3 Average	329,52	259	0,015686275	0,014462899
2004/2 Average	333,98	276	0,065637066	0,003707436
2004/1 Average	344,64	262	-0,050724638	0,013511277
2003/12 Average	316,09	244	-0,06870229	0,031942083
2003/11 Average	302,24	243	-0,004098361	-0,082852789
2003/10 Average	307,19	258	0,061728395	-0,043826184
2003/9 Average	303,40	238	-0,07751938	0,016395114
2003/8 Average	272,19	242	0,016806723	-0,012340722
2003/7 Average	252,71	215	-0,111570248	-0,102864524
2003/6 Average	245,59	215	0	-0,071567346
2003/5 Average	239,79	208	-0,03255814	-0,028173014
2003/4 Average	229,81	206	-0,009615385	-0,023603445

2003/3 Average	216,70	187		-0,09223301	-0,041654742
2003/2 Average	210,86	178		-0,048128342	-0,057028889
2003/1 Average	219,00	187		0,050561798	-0,026962885
2002/12 Average	218,75	199		0,064171123	0,038617886
2002/11 Average	221,93	209		0,050251256	-0,001141553
2002/10 Average	233,63	200		-0,043062201	0,014530612
2002/9 Average	230,92	192		-0,04	0,052703573
2002/8 Average	231,20	224		0,166666667	-0,011565214
2002/7 Average	252,08	218		-0,026785714	0,001199201
2002/6 Average	258,63	254		0,165137615	0,090325836
2002/5 Average	254,03	257		0,011811024	0,025950413
2002/4 Average	253,67	279		0,085603113	-0,017762204
2002/3 Average	247,63	273		-0,021505376	-0,001435191
2002/2 Average	245,15	263		-0,036630037	-0,023817346
2002/1 Average	238,33	271		0,030418251	-0,00997942
			cov	0,003012688	
			var (kfx)	0,003578092	
			Beta	0,841981641	

Bilag 9 – Beregning af beta-værdi over 5-årig periode

Date	Sanistål	KFX Index (OMXC20)		kfx	Sanistål
2008M02	528	431			
2008M03	478	428		-0,006960557	-0,0938496
2008M04	517	427		-0,002336449	0,079827785
2008M05	490	460		0,077283372	-0,051345932
2008M06	446	424		-0,07826087	-0,090454569
2008M07	358	417		-0,016509434	-0,196720352
2008M08	363	424		0,016786571	0,01430393
2008M09	326	351		-0,172169811	-0,103157857
2008M10	250	285		-0,188034188	-0,232446373
2008M11	164	263		-0,077192982	-0,345143056
2008M12	101	248		-0,057034221	-0,384866412
2009M01	102	262		0,056451613	0,010335194
2009M02	96	241		-0,080152672	-0,059349403
2009M03	81	228		-0,053941909	-0,158354707
2009M04	92	275		0,206140351	0,146786266
2009M05	109	291		0,058181818	0,176147515
2009M06	99	291		0	-0,084351828
2009M07	88	311		0,068728522	-0,120163467
2009M08	96	335		0,077170418	0,099862797
2009M09	93	335		0	-0,039079891
2009M10	86	324		-0,032835821	-0,07002457
2009M11	85	327		0,009259259	-0,010781909
2009M12	69	337		0,03058104	-0,190906547
2010M01	76	355		0,053412463	0,109658678
2010M02	72	355		0	-0,057591623
2010M03	75	383		0,078873239	0,039855072
2010M04	79	412		0,075718016	0,056652471
2010M05	67	389		-0,055825243	-0,155898876
2010M06	64	393		0,010282776	-0,045000756
2010M07	61	411		0,045801527	-0,051318603
2010M08	60	396		-0,03649635	-0,006386176
2010M09	55	417		0,053030303	-0,08241966
2010M10	54	424		0,016786571	-0,013243864
2010M11	56	425		0,002358491	0,021355285
2010M12	54	458		0,077647059	-0,024763462

2011M01	56	462		0,008733624	0,028985507
2011M02	51	474		0,025974026	-0,079244558
2011M03	40	467		-0,014767932	-0,213133626
2011M04	35	463		-0,00856531	-0,127004258
2011M05	38	456		-0,01511879	0,069626003
2011M06	51	431		-0,054824561	0,352328189
2011M07	50	421		-0,023201856	-0,018286994
2011M08	43	359		-0,147268409	-0,142232011
2011M09	44	350		-0,025069638	0,019331402
2011M10	42	363		0,037142857	-0,04509926
2011M11	41	385		0,060606061	-0,024483883
2011M12	42	390		0,012987013	0,02369814
2012M01	49	409		0,048717949	0,17172005
2012M02	56	454		0,11002445	0,14451092
2012M03	63	445		-0,019823789	0,125138508
2012M04	69	459		0,031460674	0,091112457
2012M05	62	432		-0,058823529	-0,100459145
2012M06	53	446		0,032407407	-0,140110591
2012M07	54	484		0,085201794	0,015037594
2012M08	56	490		0,012396694	0,038647343
2012M09	58	493		0,006122449	0,034108527
2012M10	60	485		-0,016227181	0,03898051
2012M11	60	491		0,012371134	-0,001311819
2012M12	57	496		0,010183299	-0,05189266
2013M01	60	536		0,080645161	0,043739456
2013M02	60	547		0,020522388	0,014196306
			cov	0,003685072	
			var (kfx)	0,004234078	
			Beta	0,870336322	

10. Litteraturliste

Bøger:

- **Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang**
4. Udgave, 2012
Ole Sørensen
Gjellerup
- **Steven Penman: Financial Statement Analysis and Security Valuation**
5. udgave, 2012. McGraw-Hill
- **Finance for Executives Managing for Value Creation**
4th edition, 2011
Gabriel Hawawini & Claude Learning
South-Western, Cengage Learning
- **Corporate Financial Distress, a complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy**
Edward I. Altman, 1983
A Wiley-Interscience Publication

Rapporter, præsentationer mv.:

- **Sanistål's årsrapporter**
Regnskabsåret: 2006 til 2012
- **Brødrene A&O Johansen A/S's årsrapport**
Regnskabsåret: 2012
- **Solar Danmark A/S' årsrapport**
Regnskabsåret: 2012
- **Saint-Gobain Distribution Denmark A/S's årsrapport**
Regnskabsåret: 2012

- **Lemvigh-Müller A/S's årsrapport**
Regnskabsåret: 2011
- **Titel: Storaktionærmeddelelse - Indgåelse af ejeraftale mellem Danske Bank A/S, Nordea Bank Danmark A/S, Jyske Bank A/S og Nykredit Bank A/S**
Link: https://www.sanistaal.com/media/311621/2011_nr._24_-_Storaktionærmeddelelse_-_Indgaaelse_af_ejeraftale_mellem_Danske_Bank_A_S__Nordea_Bank_Danmark_A_S__Jyske_Bank_A_S_og_Nykredit_Bank_A_S.pdf
- **Titel: Ekstraordinær generalforsamlings præsentation 18. marts 2011**
Link: https://www.sanistaal.com/media/230837/EGeneralforsamling_2011.pdf
- **Titel: Konjunkturanalyse februar 2013**
Link: <http://www.danskbyggeri.dk/files/Filbibliotek/Analyser%20og%20Statistik/Konjunkturanalyser/Konjunkturanalyse%20februar%202013.pdf>
- **Titel: Konjunkturanalyse februar 2012**
Link: <http://www.danskbyggeri.dk/files/Filbibliotek/Analyser%20og%20Statistik/Konjunkturanalyser/Konjunkturanalyse%20februar%202012.pdf>
- **Titel: Håndværkere effektiviserer med mobil it service fra Synchronicer**
Link: http://www.synchronicer.dk/app_res/res_synch/billeder/Sanist%C3%A5l-Mobile-medarbejdere-med-time-og-sagsstyringssystem.pdf
- **Titel: Sanistål - EasySupply - Kassetækning der ses på bundlinjen**
Link: <https://publikationer.sanistaal.dk/Sanistaal/Industri/E/>

Artikler:

- **Titel: Sanistål køber Carl F**
Link: <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-5807476:sanist%C3%A5l-k%C3%B8ber-carl-f.html?rss>
- **Titel: Sanistål forlænger aftale om kreditfaciliteter med sine banker frem til 30. juni 2014**
Link: <https://www.sanistaal.com/da/artikler/fondsboers/sanistaal-forlaenger-aftale-om-kreditfaciliteter.aspx>
- **Titel: Sanistål en turn around aktie**
Link: <http://aktier-og-investering.dk/pages/Sanistaal.pdf>
- **Titel: Fra 24 til 2 topmoderne lagre**
Link: <http://www.scm.dk/fra-24-til-2-topmoderne-lagre>

- Titel: **Saniståls megalager indfrier forventningerne**
Link: <http://ing.dk/artikel/sanistals-megalager-indfrier-forventningerne-97876>
- Titel: **Sanistål forbedrer kædereaktionen**
Link: <http://www.scm.dk/sanist%C3%A5l-forbedrer-k%C3%A6dereaktionen>
- Titel: **Dramatiske op- og nedture i VVS- gigant**
Link: <http://www.investorbriefing.dk/default.asp?Content=Vistekst&ID=827>
- Titel: **WMS og lean hjælper Sanistål til at reducere lagerværdi med 45%**
Link: <http://www.consafelogistics.dk/knowledgecenter/articles/sanistal>
- Titel: **Brødrene Dahl investerer i strukturændring**
Link: http://www.building-supply.dk/article/view/12939/broedrene_dahl_investerer_i_strukturaendring
- Titel: **Dyb IT-integration sikrer Sanistål**
Link:
http://www.brainsbusiness.dk/download/ICTNORCOM_materialer/downloads_fra_arrangementer/20121127__sanistaal.pdf
- Titel: **Distributionsaftale har udviklet sig til en brancheførende løsning**
Link: <http://www.scm.dk/distributionsaftale-har-udviklet-sig-til-en-branchef%C3%B8rende-l%C3%B8sning>
- Titel: **OECD tegner dystert billede af verdensøkonomien**
Link: <http://www.danskebank.com/da-dk/Presse/Morgenkommentarer/Allan-von-Mehren/Pages/27112012.aspx>
- Titel: **Direktør for stor VVS-grossist: Vi har dummet os helt vildt**
Link: <http://www.business.dk/ejendom/direktoer-for-stor-vvs-grossist-vi-har-dummet-os-helt-vildt>
- Titel: **Onsdagens obligationer: Rentelussing til Italien**
Link: http://www.avisen.dk/onsdagens-obligationer-rentelussing-til-italien_211736.aspx
- Titel: **Hvilken type investor er du?**
Link: <http://aktieugebrevet.dk/artikel3>
- Titel: **Deloitte ÅrsNyt 2012**
Link: <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Denmark/Local%20Assets/Documents/Udgivelser/Publikationer/Regnskab/DeloitteAarsNyt%202012.pdf>
- Titel: **Large problems at Carl F International**
Link:

https://jbpb.dk/wps/wcm/connect/07bcb6804d0cae9dabd2bb37153bd780/280291_Sanistl.analyse.q2.2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=07bcb6804d0cae9dabd2bb37153bd780

- Titel: **Sanistål, Potentiale på længere sigt**
Link: <https://investeringsportal.sparnord.dk//publikationer/aktie/virksomheder/sanistaal/publikationer/analyser/Sanistaal%20Analyse%2029062006>
- Titel: **Audit considerations in respect of going concern in the current economic environment**
Link: http://www.ifac.org/sites/default/files/downloads/iaasb_staff_audit_practice_alerts_2009_01.pdf

Hjemmesider:

- www.sanistaal.com
- http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3435
- <http://www.sydbank.dk/investering/kurser/aktier/historiske?kode=DK0010245661>
- <http://www.valutakurser.dk/>
- <http://www.haandvaerkerfradrag.dk/>
- <http://www.kpmg.com/dk/da/nyheder-og-indsigt/nyheder/ejendom-entreprise/sider/haandv%C3%A6rkerfradrag-din-mulighed-for-at-sikre-dine-privatkunder-et-skattefradrag.aspx>
- <http://blog.3byggetilbud.dk/danskerne-star-i-ko-for-handvaerkerfradraget/>
- http://www.bolig-fradrag.dk/boligfradrag_20132014.asp
- http://stenastal.se/_Prislistor/
- <http://www.kfst.dk/konkurrenceomraadet/afgoerelser/tidligere-aars-afgoerelser/afgoerelser-1998/konkurrenceraadet-den-29-april-1998/klage-over-vvs-grossisters-forretningsbetingelser/>
- <http://www.ramboll.dk/projects/viewproject?projectid=EDE1B7F5-5047-4648-B3CD-AA01A147189B>
- www.solar.dk

- www.ao.dk
- www.bd.dk
- <http://www.haandvaerkerfradrag.dk/>
- <http://polennu.dk/skat-og-moms-i-polen>
- <http://www.180grader.dk/Erhverv-og-finans/estisk-skattesystem-gearet-til-ivaerksaettere>
- <http://www.dantax.de/kst2tx.htm>
- <http://www.tradingeconomics.com/denmark/inflation-cpi>
- <http://www.ifr.dk/composite-716.htm>
- <http://www.statistikbanken.dk/MPK22>
- <https://www.google.com/finance?q=CPH:SANI&ei=ATJ1UdikBqr1wAPF4AE>
- http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813262&chk=208529>
- <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- Nationalbanken (Cibor-renter)
- <http://www.danskebank.com>
- <https://www.retsinformation.dk/Forms/r0710.aspx?id=136726>