

Regnskabsanalyse og værdiansættelse

af Egetæpper A/S

ege[®]

design · quality · respect

HD(R) Afgangprojekt maj 2013

Henrik Roth

1.	Indledning	4
2.	Problemformulering.....	5
3.	Metode og opgavestruktur	6
3.1.	Definition og afgrænsning.....	6
3.2.	Metodevalg	7
3.2.1	Strategisk analyse.....	7
3.2.2	Regnskabsanalyse	8
3.2.3	Budgettering	8
3.2.4	Værdiansættelse	8
3.3.	Opgavestruktur.....	10
4.	Præsentation af Egetæpper A/S	11
4.1.	Historie	11
4.2.	Økonomisk udvikling	12
4.3.	Organisation	14
5.	Strategisk analyse.....	15
5.1.	Ekstern analyse.....	15
5.1.1	PESTEL	15
5.1.2	Porters Five Forces.....	18
5.2.	Intern analyse	22
5.2.1	Porters værdikæde.....	22
5.2.2	VRIN.....	28
5.3.	SWOT.....	30
5.4.	Konkurrencestrategier	31
5.5.	Vækststrategier	34
5.6.	Markedsanalyse.....	35
6.	Regnskabsanalyse	39

6.1.	Reformulering.....	39
6.2.	Rentabilitetsanalyse	41
6.3.	Nøgletalsanalyse.....	47
6.4.	Peer-group sammenligning	53
6.5.	Sammenfatning af regnskabsanalysen.....	55
7.	Budgettering	56
7.1.	Budgetperiodens længde	56
7.2.	Værdidrivere.....	56
7.3.	Budgetteret resultatopgørelse.....	61
7.4.	Budgetteret balance.....	61
7.5.	Sammenfatning af budgettering	61
8.	Værdiansættelse	62
8.1.	Beregning af delkomponenter til indsættelse i det DCF-modellen	63
8.2.	Beregning af det frie cash flow (DCF).....	67
8.3.	Følsomhedsanalyse af værdiansættelsen	68
8.4.	Sammenfatning, værdiansættelse	70
9.	Konklusion.....	71
10.	Perspektivering	72
11.	Litteraturliste	74

1. Indledning

Privates indestående på konti i banker i Danmark vokser hele tiden til nye rekordhøjder. Det skyldes krisen, fordi usikkerheden om fremtiden breder sig til alle samfundslag. Hvis den virksomhed man er ansat i lukker, for eksempel på grund af manglende omsætning eller udflytning til udlandet, er det godt at have en opsparing, så man er forberedt på en omvæltning i ens liv.

Indestående i banker giver i dag nærmest ingen renteafkast. Der er dog sket et skifte i den seneste tid, hvor danskerne er begyndt at overføre midler til de såkaldte højrentekonti.¹ En højrentekonto giver dog kun en forrentning på omkring 1,5-2,0% i effektiv rente.² Det betyder, at mange danskere leder efter nye og mere profitable måder at anbringe deres opsparing på. Aktier er et spændende alternativ, der kunne give et større afkast enten i form af udbytte eller som stigende kursværdi.

Problemet med aktier er, at private investorer har svært ved at gennemskue den meget komplekse aktiemarked. Hvis man ikke ønsker at bruge en investeringsforening, skal man selv finde en virksomhed at investere i. Mange spørgsmål dukker op i denne forbindelse. Er det en kort- eller langvarig investering? Går investor efter løbende udbytter, eller skal virksomheden geninvestere dem i mere værdiskabelse? Hvor meget skal investeres og hvad er risikoen?

Denne opgave handler om værdiansættelse af virksomheden Egetæpper A/S, den børsnoterede danske tæppeproducent, samt de usikkerheder der er i forbindelse med en sådan værdiansættelse.

¹ <http://www.business.dk/bank/hver-dansker-har-148.000-kr.-paa-bankbogen> 25.03.2013

² www.mybanker.dk - eksempel 07.05.2013, 200.000 kr. bundet i tre år.

2. Problemformulering

Formålet med opgaven er at analysere Egetæpper A/S strategiske og økonomiske position, for derigennem at foretage en værdiansættelse af virksomheden. Derefter sammenlignes med Egetæpper A/S aktuelle markedsværdi på NASDAQ-OMX med henblik på at foretage en anbefaling om køb eller salg af aktien.

Problemformuleringen er:

Ved anvendelse af værdiansættelsesmodeller og analyse af Egetæpper A/S strategi, hvad vil Egetæpper A/S teoretiske markedsværdi være pr. 30. april 2013?

Problemformuleringen belyses ved følgende fire underspørgsmål:

- Hvilken markedsstrategi har Egetæpper A/S valgt?
- Hvordan har Egetæpper A/S økonomi udviklet sig gennem de sidste fem år?
- Hvordan forventes det at Egetæpper A/S vil udvikle sig økonomisk de næste fem år?
- Er Egetæpper A/S aktie prisfastsat korrekt i markedet?

3. Metode og opgavestruktur

I dette afsnit defineres de afgrænsninger, der er lagt for opgaven. Derefter gennemgås de valg af metoder, som danner grundlag for analysen af Egetæpper. Ligeledes vil de metoder, der er fravalgt vil blive beskrevet sammen med grundlaget for fravalget.

3.1. Definition og afgrænsning

Egetæpper A/S vil i opgaven blive benævnt som "Egetæpper", og koncernen ansues som en helhed. Andre nævnte virksomheder vil ligeledes blive omtalt i almindelig brugt form, og ikke ved det korrekte fulde juridiske selskabsnavn.

I opgaven omtales terminologien kontraktmarkedet. Dette defineres af Egetæpper som de fem primære kundesegmenter på erhvervskundemarkedet, som der sælges direkte til.

Der er fokuseret på historisk data fem år tilbage i tiden, da det vurderes, at den økonomiske krise kan give et forvrænget billede af nøgletallenes udvikling, hvis en kortere periode vælges. Sammenligningstal er, hvis ikke andet er nævnt, også for en femårig periode.

Årsregnskabsmeddelelsen for regnskabsåret 2012/13 udsendes den 28. juni 2013. Der tages derfor udgangspunkt i kvartalsrapporten for 3. kvartal 2012/13 for perioden 1.maj 2012 - 31.januar 2013. Udviklingen frem til regnskabsårets afslutning skønnes, og samlet udgør det regnskabsåret 2012/13. Tidligere år har omsætningen fordelt sig jævnt over de fire kvartaler. Resultatet i 4. kvartal skønnes derfor at have samme størrelsesorden som de tidligere tre kvartaler.

Egetæppers regnskabsperiode løber fra 1.maj til 30.april. De historiske analyser tager udgangspunkt i årene 2008/09, 2009/10, 2010/11, 2011/12, samt det skønnede 2012/13. Sammenligningstallene fra peer-group virksomheden følger de samme år, dog med en anden skæring af regnskabsårene. Den tyske konkurrent Anker-Teppichboden, som er den konkurrent med de nødvendige tilgængelige regnskabsdata, som Egetæpper bedst kan sammenlignes med, har regnskabsperioden 1. januar til 31. december. Seneste offentliggjorte regnskab er pr. 31.12.2011.

Virksomhedsskatteprocenten er i resultatopgørelserne sat til 25%.

Opgaven er baseret på offentligt tilgængeligt materiale. Der er ikke foretaget interview med virksomheden, ligesom der er ikke har været adgang til interne informationer.

3.2. Metodevalg

Denne hovedopgave er opbygget omkring kendte modeller og teorier. Alle modeller ligger indenfor områderne strategi, regnskabsanalyse og værdiansættelse. I følgende afsnit vil det blive belyst, hvorfor givne modeller og teorier er valgt eller fravalgt til denne opgave.

3.2.1 Strategisk analyse

I den strategiske analyse vil der først arbejdes med de eksterne påvirkninger af Egetæpper, hvorefter virksomhedens interne kapabiliteter vurderes og sættes i perspektiv.

Valgte strategiske modeller

Til belysning af omverden er PESTEL-analysen valgt. Denne omverdensanalyse placerer Egetæpper i den verden, som virksomheden påvirkes af. Derefter benyttes Porters Five Forces til at undersøge markedsforholdene i tæppebranchen.

I den interne analyse bruges Porters værdikæde. Værdikæden ser på de processer som er værdiskabende for virksomheden. Herigennem redegøres for og inddeles Egetæppers interne aktiviteter i en kæde af primære aktiviteter samt en række støttefunktioner.

Som et supplement er valgt VRIN-analysen, som ser på de kapabiliteter, som Egetæpper har, samt de strategiske fordele virksomheden har.

Alle de væsentlige forhold der findes i disse analyser sammenfattes i en SWOT analyse sidst i afsnittet.

Fravalgte strategiske modeller

Boston-modellen bruges ikke, da der ikke er tilgængelig information om marginer eller omsætning på de enkelte produkter. Det kan derfor ikke konkluderes, hvor i Boston-modellen Egetæppers produkter kan placeres. Endvidere er størstedelen af Egetæppers salg species varer, hvor hvert produkt er unikt udviklet til den individuelle kunde. Boston-modellen giver i dette tilfælde ingen mening.

I lighed med Boston-modellen bruges produktlivscykluskurven ikke, da udviklingsstadiet af Egetæppers enkelte produkter ikke kan kategoriseres. Årsagen er, at det ikke er generiske produkter, men kundespecifikke ordrer der produceres.

3.2.2 Regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen gennemgås historisk drift, balance og egenkapital. Hertil estimeres drift og balance for regnskabsåret 2013/13 som grundlag for budgettet.

De enkelte regnskabsår reformuleres, så relevante nøgletal til brug for den senere værdiansættelse kan beregnes.

En rentabilitetsanalyse afdækker hvad der driver forrentningen på egenkapitalen, til dette bruges DuPont modellen.

Endeligt giver en række nøgletalsanalyser en indsigt i historiske tal, som danner baggrund for en estimering af den fremtidige vækst.

3.2.3 Budgettering

Til brug for værdiansættelsen skal fremtidige pengestrømme og omsætningstal budgetteres. Disse udledes af den strategiske og regnskabsmæssige analyse, samt ved generelle nøgletal for samfundet fra seneste vismandsrapport og brancheforecast. Forudsætninger for risikopræmie og afkastkrav for Egetæpper argumenteres og beregnes. Budgetperioden er sat til fem år.

3.2.4 Værdiansættelse

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

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

Ulemper ved DCF-modellen er, at pengestrømme fra driften, det vil sige værditilvæksten, reduceres med de investeringer der er foretaget, på trods af at de også skaber værdi. Dermed kommer investeringer til at optræde som et værditab. Modellen favoriserer derfor delvist en ophørstankegang eller passivitet i investeringer. Dermed belønnes virksomheder der ikke satser på ny teknologi og omstillingsparathed.

DCF-modellen er alligevel benyttet i opgaven, da investorer har tendens til at fokusere kortsigtet på cash flow, som skaber værdi for investor hurtigt. Alternativet er tålmodigt at vente på de langsigtede regnskabsmæssige resultater, hvilket kræver langsigtede investeringsplaner.

En alternativ værdiansættelsesmetode er residualindkomst-modellen.

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

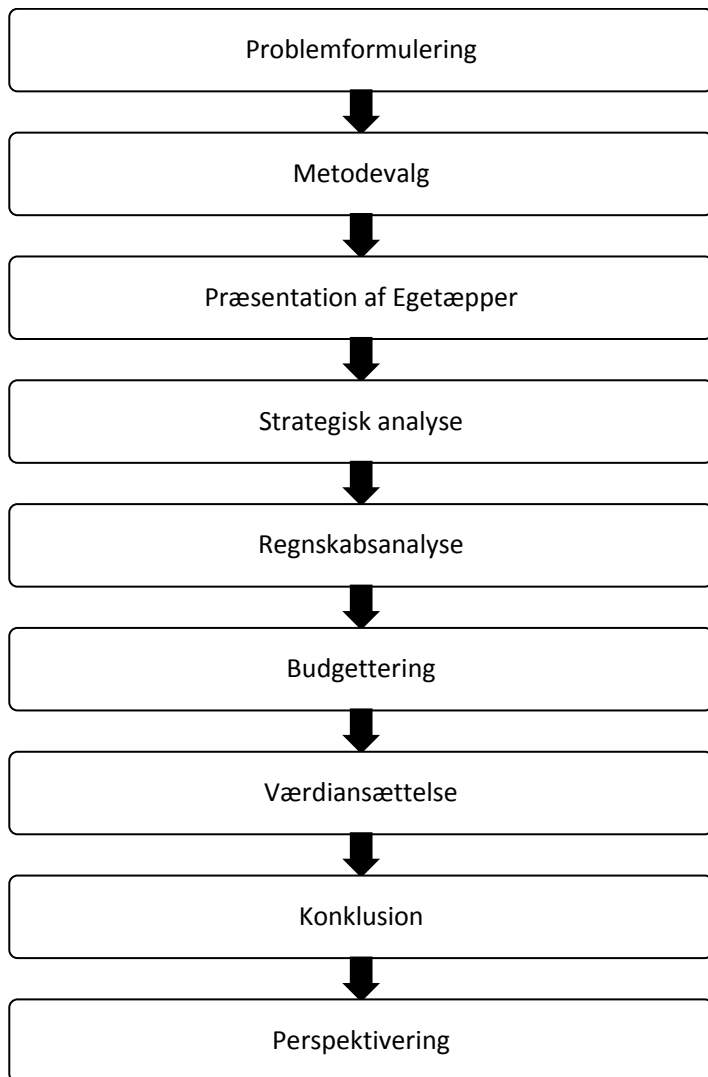
Ulempen ved modellen er, at den bygger på diffuse regnskabskonventioner og kan være utroværdig på grund af eventuel regnskabsmanipulation.³

Residualindkomst-modellen er derfor fravalgt.

³ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup. s.49

3.3. Opgavestruktur

Nedstående viser en grafisk præsentation af opgavens struktur.



Figur 3.1: Opgavestruktur

4. Præsentation af Egetæpper A/S

Historien om Egetæpper er en historie om vestjysk entreprenørånd, en ener i den danske tekstilindustri, en virksomhed som ikke er bange for at forny sig, der kan tilpasse sig tiden, og det marked den er i.

4.1. Historie

Egetæpper blev grundlagt i 1933 af Mads Eg Damgaard og Niels Sørensen, der lejede sig ind i et 50 kvadratmeter gammelt hakkeskæreri. I 1937 gik de to unge fabrikanter hvert til sit, og i de følgende 20 år producerede Damgaards virksomhed både beklædnings- og boligtekstiler.

I 1953 traf Damgaard en beslutning om, at virksomheden måtte specialisere sig for at modstå konkurrencen fra udlandet. Maskinerne, undtagen 2 axministervæve, blev solgt, lokalerne blev udlejet, og medarbejderstaben blev reduceret fra 150 til 15. Tæppeproduktionen var startet og skulle blive det store vendepunkt for virksomheden i en tid hvor importerede tekstiler oversvømmede markedet i Danmark, og mange konkurrerende virksomheder måtte lukke.

En frisk start betød en ny tilknytning til kunstnerne og nye innovative produktionsmetoder. Senere var Egetæpper blandt de første fem i verden, der fik et computerstyret anlæg. En kraftig vækst i 60'erne medførte udvidelse af fabrikken blandt andet til håndtering af den store eksport som Egetæpper nu havde.

I 1974 skete der en nedgang i forbruget, på grund af oliekrisen der startede året før, var der, og virksomheden var i en alvorlig krise. Damgaard konstaterede at produktionsanlægget var glimrende, men at der var for meget af alt i fabrikken undtagen penge og ordrer. En omstrukturering var igen nødvendig, og Damgaard fik igen rettet udviklingen i virksomheden.⁴

I 1985 blev Egetæpper et børsnoteret selskab, hvor Mads Eg Damgaards familiefond fik den bestemmende indflydelse over virksomheden, hvilket den har den dag i dag.¹ Hovedaktivitet er stadig tæppeproduktion med en årlig produktion på omkring 5 mio. kvm. gulvtæpper.⁵

⁴ "Således skabtes Danmarks største virksomheder" Erhvervs-Bladets Forlag november 1988

⁵ www.ege.dk

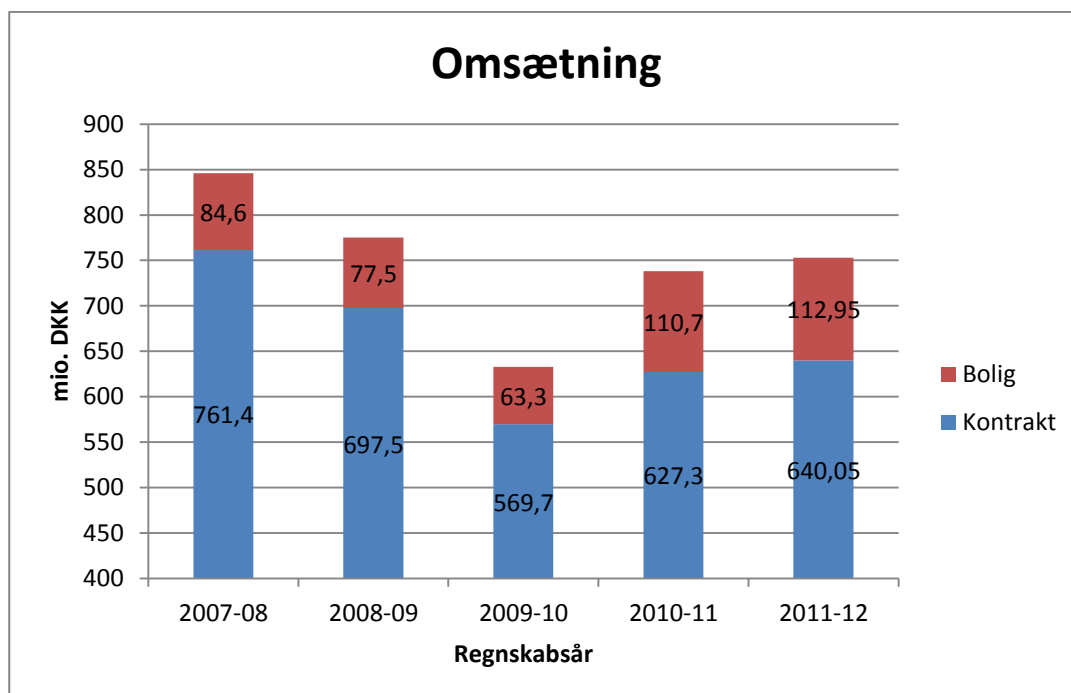
De seneste år har Egetæpper igen vist deres handlekraft ved at lukke ikke-rentable dele af forretningen. På denne baggrund blev spinderiet i Vejle lukket, og et mere rentabelt spinderi i Litauen blev opkøbt.

4.2. Økonomisk udvikling

Nøgletal

Kontraktmarkedet er Egetæppers primære marked, og er det marked der hovedsageligt satses på.

Nedstående graf viser omsætningen, som den har udviklet sig de sidste fem år. Grafen viser fordelingen mellem boligmarkedet (privat markedet), og kontraktsalget (erhvervsmarkedet) som det er oplyst i årsregnskaberne. Værdier er beregnet af total omsætning ved split som angivet i årsrapporterne.



Figur 4.1: Omsætning fordelt på bolig og kontraktmarkedet for Egetæpper (Kilde:Egetæpper - Årsrapporter).

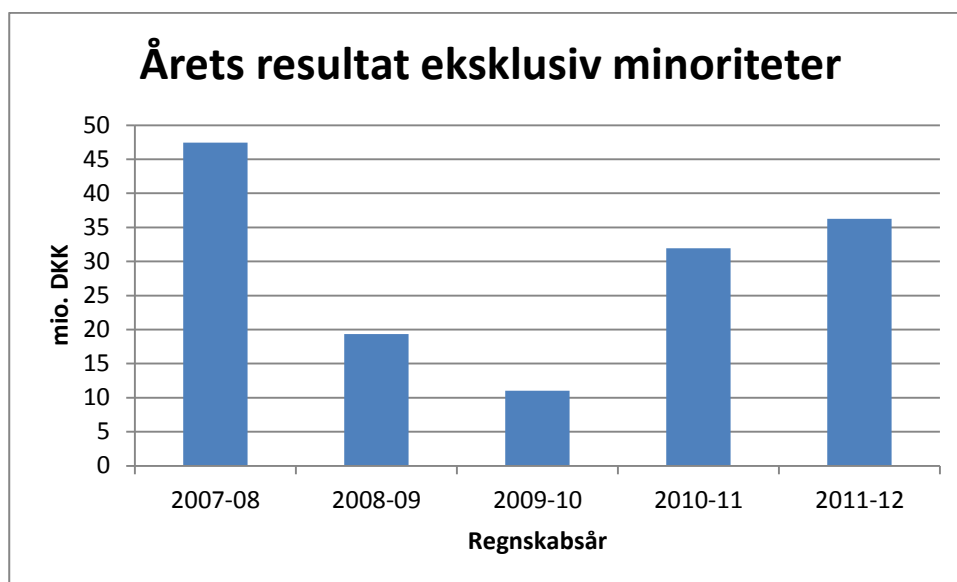
I de første tre år er %-fordelingen 90/10, i de sidste to år er fordelingen forskudt lidt til 85/15. Det primære kundesegment er tydeligt kontraktmarkedet. Der ses en mindre forholdsmæssig stigning i privatkunde segmentet, hvilket er positivt, da det betyder en større risikospredning.

I årene fra 2007/08 til 2009/10 ses et markant fald i omsætningen, hovedsageligt grundet et fald i handlen på kontraktmarkedet. Årsagen til dette ligger i den økonomiske krise, der begyndte i 2008, hvor mange virksomheder var nødsaget til at optimere driften og skære ned på unødige

omkostninger. I den forbindelse blev omkostninger til forbedring af for eksempel kontorfaciliteter som tæpper et overflødig gode. Endvidere har krisen gjort, at bygning af krydstogtskibe, nye hoteller, samt større renoveringer blev sat i bero eller helt opgivet. Dette har været en udfordring for Egetæppers mulighed for afsætning.

Efterhånden som troen på fremtiden vokser, er der igen kommet gang i investeringer på kontraktmarkedet, hvorfor der i årene fra 2009/10 til 2011/12 ses en omsætningsstigning. Der er dog stadig et stykke vej, før omsætningen er tilbage på niveauet fra 2007/08.

Nedenstående graf viser moderselskabsaktionærernes andel af resultatet for de seneste fem år.



Figur 4.2: Årets resultat til moderselskabets aktionærer for Egetæpper (Kilde: Egetæpper - Årsrapporter).

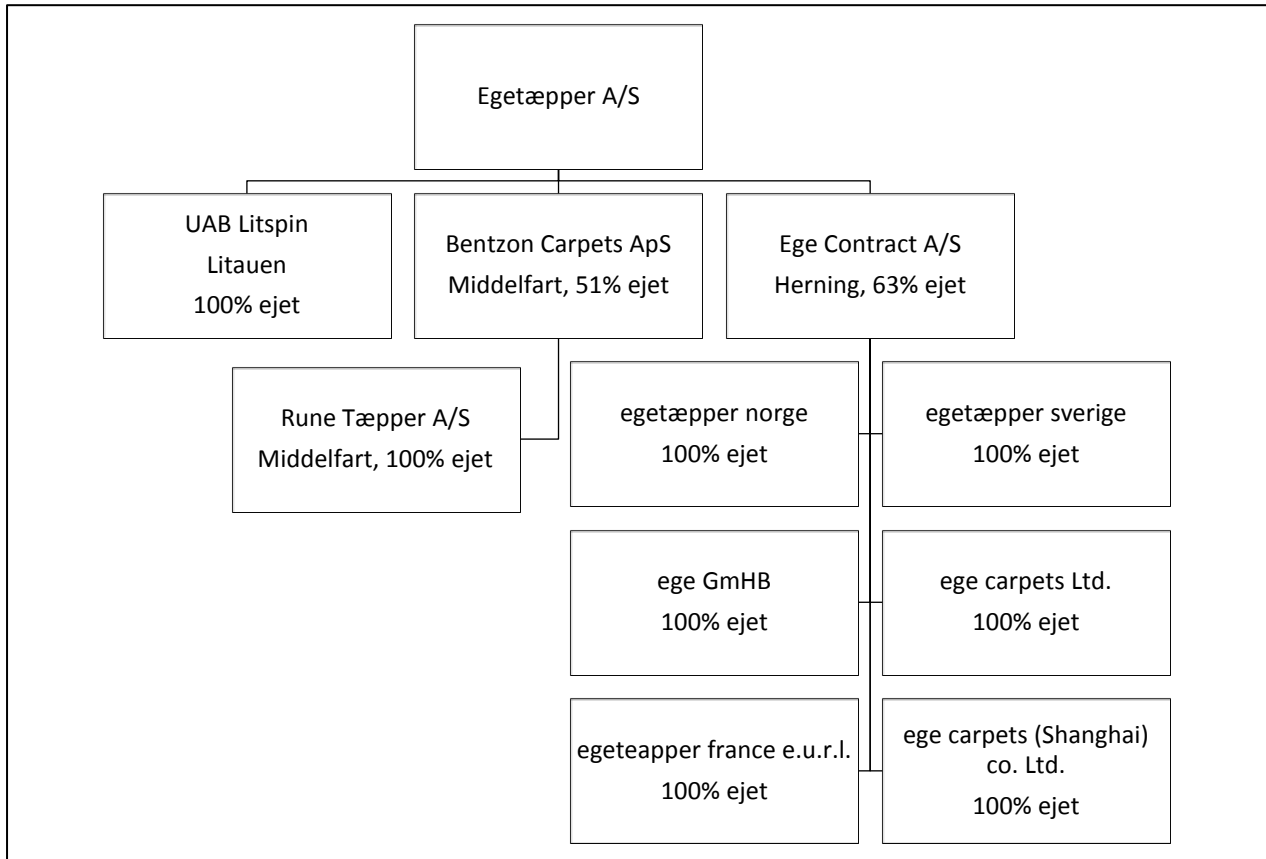
Udviklingen af årets resultat ses at have samme tendens som beskrevet for omsætningen i figur 4.1.

De seneste fem år har, set med resultatøjne, været en rutsjetur for Egetæpper. Den generelle omsætning er over en 2 årig periode fra 2007/08 til 2009/10 samlet faldet over DKK 200 mio., hvilket har ramt Egetæpper på bundlinjen i de pågældende år.

Resultatet har siden rettet sig så der i 2010/11 og 2011/12 var et resultat på henholdsvis DKK 32 mio. og DKK 36 mio. Som gældende for omsætningen er der ligeledes et godt stykke fra det seneste resultat til tidligere tiders succes.

4.3. Organisation

Egetæppers organisation er en divisionsopdelte struktur. Opdelingen er baseret på baggrund af produkter og geografi.



Figur 4.3: Koncernstruktur for Egetæpper.

5. Strategisk analyse

I den strategiske analyse skal de ikke-finansielle drivere findes og diskuteres. I den eksterne del af analysen udføres en omverdensanalyse på samfunds og brancheniveau, herudover udføres en intern analyse, som er en gennemgang af virksomhedens ressourcer og kompetencer.

5.1. Ekstern analyse

Til vurdering af virksomhedens eksterne miljø bruges PESTEL der skal belyse omverdensfaktorer på et samfundsmæssigt niveau. På brancheniveau bruges Porters Five Forces modellen til at afklare styrkeforholdet på tæppemarkedet.

5.1.1 PESTEL

PESTEL-modellen placerer påvirkninger fra omverden i seks kategorier, som kan påvirke virksomhedens strategi til enten succes eller fiasko.⁶⁶ Hver kategori gennemgås, med henblik på at finde de faktorer der kan influere på Egetæppers strategi.

Politiske forhold (P)

Egetæpper er ikke specielt påvirket af politiske forhold specifikt vedrørende tæppebranchen. Importforbuddet af tekstiler fra Korea i 50'ere betød, at Egetæpper nød godt af den reducerede konkurrence. Ændringer i sådanne importforbud eller ændringer i skatte- og afgiftspolitikken har konsekvenser for salget. Hvis nye toldbarrierer oprettes i EU, eller hvis der sker ændringer i importtold fra udviklingslande, eller i Egetæppers tilfælde import fra New Zealand, kan Egetæppers omsætning og produktion blive udfordret. Dette er senest sket i solcellebranchen, hvor importen af billige kinesiske solceller nu bliver ramt af EU Kommissionens beslutning om at indføre en straffetold på 47 procent.

Uld er ikke en råvare, der er stor politisk opmærksomhed omkring, som der for eksempel er på olie. Der vil dog altid være en risiko for, at ændringer i parametre som rente- eller kreditpolitik også kan påvirke investeringen i langfristede goder som tekstiler.

Den netop vedtagne vækstplan gør, at selskabsskatten i Danmark gradvist nedsættes i 2014 med 1 procentpoint årligt frem til 2016, hvor satsen ender på 22%. Denne sænkelse er begrundet i at

⁶⁶ "Exploring Strategy" 9th edition, G. Johnson, R. Whittington, K. Scholes. Prentice Hall 2011. s. 50

gøre det mere attraktivt at investere i Danmark. For Egetæpper kan vækstplanen betyde, at overvejelser om at flytte produktionen til udlandet bliver mindre attraktivt.

Økonomiske forhold (E)

Tæppeindustrien er ligesom mange andre brancher påvirket af de aktuelle økonomiske konjunkturer. Nedturen i byggebranchen, både indenfor bolig- og erhvervsbyggeri, påvirker salget negativt. Der ses dog en tidsmæssig forsinkelse i forhold til konjunkturen, da valg af indretning, herunder tæpper, ofte ligger i den sidste del af beslutningsfasen ved et byggeprojekt.

Egetæppers eksport udgør 76% af deres omsætning. Ved at operere globalt, er virksomheden mindre sårbar overfor udsving i konjunkturerne på de enkelte geografiske markeder. Som eksportvirksomhed påvirkes Egetæpper dog således også af renteutviklingen og valutakursforskydningerne i både Danmark og den øvrige verden.

I Europa har krisen, især i Sydeuropa, påvirket hele Euro-samarbejdet og udfordret Euroen som stabil valuta. Den øgede finansielle risiko rammer også Egetæpper, der som stor eksportvirksomhed er sårbare overfor svingninger i den europæiske økonomi. For den danske økonomi gælder, at fastkursaftalen med EU udfordrer den danske krone, da denne hænger sammen med Euroen. Dette påvirker de virksomheder, der eksporterer fra Danmark til ikke-EU lande, idet kronen bliver svagere, når Euroen bliver svagere.

Sociale og kulturelle forhold (S)

En veldefineret CSR-politik, med fokus på miljørigtig produktion og håndtering af produkterne, er til stadighed en faktor hvor virksomheder vælges eller fravælges. Dyrevældfærd er derfor i denne branche vigtigt, da det skal sikres, at den uld man bruger, kommer fra får der bliver behandlet anstændigt. Forbrugere i hele verden bliver konstant mere opmærksomme på dette emne, og produktion foretaget under uetiske forhold risikerer at blive fravalgt. I en krisetid kan det dog vise sig, at slutbrugerne ser mere på de økonomiske aspekter end de etiske forhold i produktionen. Dette vil formodentligt ændre sig på sigt, når krisen aftager, og slutbrugeren igen har økonomisk overskud til at tænke etisk.

Forbrugsvaner og livsstil ændrer sig hele tiden. Derfor skal Egetæpper via sin designafdeling være på forkant med tidens trends for at have en fortsat konkurrencemæssig fordel. Afdelingen skal også søge at skabe mode frem for blot at følge med. Her kan Danmarks status som vidensland og

forgangsløst indenfor design, være med til, via mange kreative mode- og livsstilspersonligheder, at tegne moden i fremtiden. Dette skal Egetæpper være i stand til at omsætte til en førerposition indenfor salg af gulvtæpper.

Egetæppers initiativ til udviklingen af deres medarbejders færdigheder, som skrive- og læsekurser, vidner om et fokus på øget uddannelse. Dette vil den samfundsansvarlige forbruger i øget grad vægte i sit valg af produkt. Hvis produkter produceres under kritisable forhold, som for eksempel set i udviklingslande, kan dette hurtigt blive en PR-udfordring for en virksomhed. Det var tilfældet, da en tekstilfabrik i Bangladesh i april 2013 styrtede sammen med fatal udgang. På denne fabrik produceredes skjorter til blandt andet Tøjeksperten og Wagner.⁷ Dette har medført negativ omtale i pressen, hvilket kan resultere i, at nogle kunder vælger at handle i andre forretninger.

Tekniske forhold (T)

Produktion i Danmark er omkostningstungt, hvorfor alle processer skal optimeres og automatiseres, hvis det kan lade sig gøre. Egetæpper har valgt at beholde størstedelen af produktionen i Danmark. En af årsagerne til det stadig kan betale sig at producere i Danmark, skyldes blandt andet et optimeret produktionsapparat der kan betjenes af relativt få ansatte. Den teknologiske udvikling gør, at tæpper løbende kan produceres hurtigere og billigere.

Internettet har gjort, at kunderne nemmere kan finde Egetæpper, i et marked hvor der er mange udbydere på mange forskellige niveauer. Egetæpper bruger internettet til at fremvise sine produkter via kundereferencer fra hele verden. På den måde kan potentielle købere hurtigt danne sig et overblik over virksomhedens evne til at tilpasse sig kundens behov.

Egetæpper har bevist valgt ikke at tilbyde deres kunder muligheden for at designe deres egne tæpper via internettet. Designudkast skal sendes til Egetæpper, herefter udarbejdes et design i et samarbejde mellem designafdelingen og kunden. På denne måde har virksomheden stadig den kreative kontrol over hvad der bliver produceret, og Egetæpper sikrer at deres krav til design og kvalitet bliver gennemført.

Miljø (E)

I branchen lægges der stor vægt på en række miljøfaktorer som "fra vugge til grav" princippet, mindre spild af råvarer, genanvendelse af restfarver og vand, færre giftstoffer og vedvarende

⁷ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2013/04/24/150447.htm>

energi fra havvindmøller. Miljøpåvirkningen både under produktion og ved afskaffelse af produktet er en vigtig markedsførende promovering for alle i virksomheder.

Lovgivning (L)

Egetæpper er ikke underlagt specielle lovmæssige krav i forhold til deres produktion, arbejdsmiljølove eller udledning af CO₂, udover de for alle virksomheder gældende regler i Danmark.

Konklusion PESTEL

Den økonomiske nedtur har ramt mange virksomheder, hvilket betyder, at både investering i nyt, for eksempel hoteller, kontorer, og krydstogtskibe, eller renoveringer af bestående bygninger, også er mere velovervejet end tidligere. Egetæpper rammes naturligvis også, men virksomheden har formået at levere en ydelse der er ønsket og prioriteret. Den store fokus på CSR, deriblandt miljørigtige produktionsmetoder, er forhold som vil give virksomheden en konkurrencefordel i fremtiden.

Fremtidig vækst i Egetæpper påvirkes af samfundets generelle vækst. Politik, nye miljølove eller sociale faktorer er virksomheden enten ikke voldsomt påvirket af, eller der er foretaget valg, der betyder, at de i vid udstrækning er forberedt på sådanne ændringer.

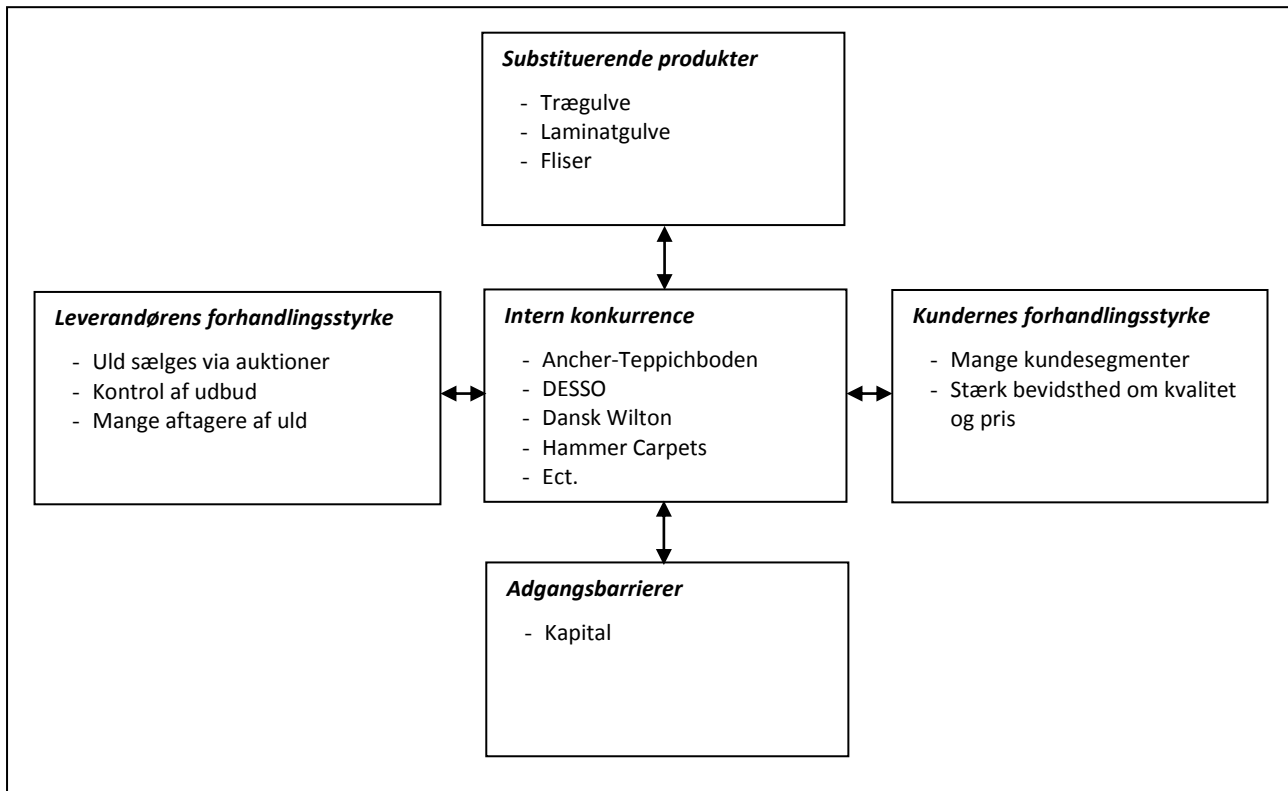
5.1.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces modellen bruges til at beskrive konkurrencesituationen i et givent marked. I Egetæppers tilfælde er markedet tæppebranchen.

Modellen viser styrkeforholdene i branchen fordelt på fem områder: Adgangsbarrierer for nye spillere på markedet, truslen fra substituerende produkter, kundernes magt, leverandørernes magt og konkurrencen fra andre virksomheder i samme industri. Jo stærkere virksomheden står i forhold til de fem markeds kræfter, desto mere værdiskabende er branchen, og potentialet for den enkelte virksomhed i branchen.⁸

⁸ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjøellerup s. 86

Nedenfor ses en skematisk oversigt over styrkeforholdene i tæppebranchen.



Figur 5.1: Porters Five Forces for Egetæpper.

Intern konkurrence

Egetæpper er markedsleder på det danske tæppemarked, hvor konkurrenterne hovedsageligt består af små og mellemstore virksomheder. I et marked hvor kunder ofte finder deres leverandører via internettet, er størrelse og brand vigtige parametre i kampen om kunderne. Volumen er ligeledes en central parameter, idet små tæppeproducenter kan have svært ved at producere de ønskede mængder og størrelser. Dertil kommer, at omkostningsoptimering er nødvendig, hvis man vil bestå som produktionsvirksomhed i Danmark. Her er stordrift en stor fordel.

Egetæpper ligger som nr. 25 på det globale kontraktmarked. Konkurrencen i Europa er intens, med engelske DESSO og tyske ANKER-TEPPICHBODEN som de markedsledende direkte sammenlignelige konkurrenter. Her er Egetæpper en mindre men respekteret spiller.

Egetæppers størrelse og brand på det danske marked er en styrke for virksomheden, hvor den som markedsledende står som en gigant i forhold til resten af de danske producenter. Globalt er

Egetæpper en mindre virksomhed, som skal kæmpe for markedsandele og differentiere sig for at gøre sig bemærket.

Adgangsbarrierer

Startkapital til indkøb af produktionsmidler der kan producere store mængder tæpper, samt specielle maskiner der kan håndtere de store tæppeflader, er de største adgangsbarrierer til markedet. Vævemaskiner kan i princippet uden problemer købes, men der skal rejses store summer kapital til dette. For at gøre indtryk på markedet skal der differentieres på for eksempel kvalitet eller pris, hvilket kræver forberedelse før indrykket og dermed kapital. Ligeledes er kapital til brandopbygning via markedsføring en nødvendighed.

Med mange virksomheder i markedet er det usikkert, om der er plads til flere spillere. Dette er en fordel for de etablerede virksomheder på markedet, heriblandt Egetæpper, der via sin stærke kapital, kan modstå en kampagne fra en konkurrent rettet mod deres marked.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Levering af råvarer sker til konkurrencepriser, som styres af uldauktioner. På uldauktioner kan mange faktorer spille ind på prisen, blandt andet kan efterspørgsel fra flere købere efter det samme parti uld drive prisen op. Eksempler på organer der holder prisen kunstigt oppe, ved at trække partier tilbage fra markedet i de primære markeder, er også en realitet.

De forskellige typer af uld gør, at man har mulighed for at benytte substituerende råvarer. Dog kan brugen af en speciel eller sjælen type uld gøre, at virksomheden er afhængig af specifikke leverandører. Der er ikke umiddelbart knaphed på de ressourcer Egetæppers efterspørger, men udbuddet af uld er reduceret grundet opkøb fra især Kina.⁹

Egetæppers indkøbere af uld har erfaring med den facon ulden handles på, idet de ved hvordan markedet fungerer, og kan stå mål med de øvrige opkøbere fra konkurrerende virksomheder. Denne ekspertise giver Egetæpper en fordel på uldauktioner, hvor nye virksomheder ikke nødvendigvis har samme erfaring med opkøb af uld i markedet. Samlet stiller dette Egetæpper i en favorabel position i forhold til andre indkøbere af uld, men måden ulden handles på betyder, at leverandørerne har meget kontrol, og deres forhandlingsstyrke er høj.

⁹ "Usikkerhed om prisudvikling" Børsen 19.marts 2012

Kundernes forhandlingsstyrke

På kontraktmarkedet er kunderne private virksomheder eller offentlige institutioner som hoteller, butikker, offentlige og private kontorer, lufthavne, institutioner mv. Dermed alle steder hvor der skal bygges nyt, eller gammelt skal renoveres, er der potentielle kunder.¹⁰ Det betyder, at der er uendeligt mange potentielle kunder. De mange forskelle kundetyper betyder, at Egetæpper hverken er afhængige af enkelte segmenter eller specifikke kunder, og dermed spreder virksomheden sin risiko. Kundernes forhandlingsstyrke minimeres dermed, da Egetæpper ikke er afhængig af enkelte brancher.

En fokusering på kvalitet og ikke prisen skal give Egetæppers brand en identitet. Relationen til beslutningstagere, designere og arkitekter er vigtig, da det er dette, kunden skal opleve som Egetæppers force.

Disse parametre stiller Egetæpper stærkt i forhold til forhandling med kunder.

Substituerende produkter

Produkter som trægulve, laminatgulve eller fliser er alle alternative løsninger som kunden kan vælge i stedet for tæpper. Kundens valg vil afhænge af det specifikke behov, for eksempel om der er tale om et lokale med meget støj, i så tilfælde kan gulvtæpper fungere som støjreducering. Gulvtæpper kræver til gengæld mere rengøring og kan på den måde være dyrere at vedligeholde, og vil ofte have en kortere levetid end for eksempel et laminatgulv. Dette er overvejelser kunder vil tage i betragtning ved valg af gulvløsning.

Bare eksistensen af et substituerende produkt lægger et loft over prisen på produktet. Egetæppers svaghed er ikke deres produkt, men eksistensen af utallige substituerende produkter, som også har værdi for deres kunder. Dermed er substituerende produkter en trussel for afsætningen af gulvtæpper.

Sammenfatning Porters Five Forces

Analysen på forretningsniveau fortæller om en hård branche med mange små og store konkurrenter. Dog står Egetæpper stærkt på det danske marked som absolut markedsleder. Adgangsbarriererne til branchen er høje via krav om store investeringer, hvis man skal producere for eksempel i Danmark. Leverandørerne står stærkt på grund af stor kontrol over udbuddet af

¹⁰ Strategi 2012-2014 fra www.ege.dk

uld, til gengæld er kundepotentialet stort og varieret, hvilket betyder at der er mange afsætningsmuligheder, og en mulighed for at trykke den varierende pris på uld videre til forbrugeren. Desuden findes truslen fra flere substitueringer.

5.2. Intern analyse

I dette afsnit afdækkes de væsentlige interne faktorer af ikke-finansielle værdidrivere. Denne analyse er naturligvis påvirket af, at der ikke har været adgang til interne data, hvorfor analysen næsten udelukkende er baseret på offentligt tilgængeligt materiale.

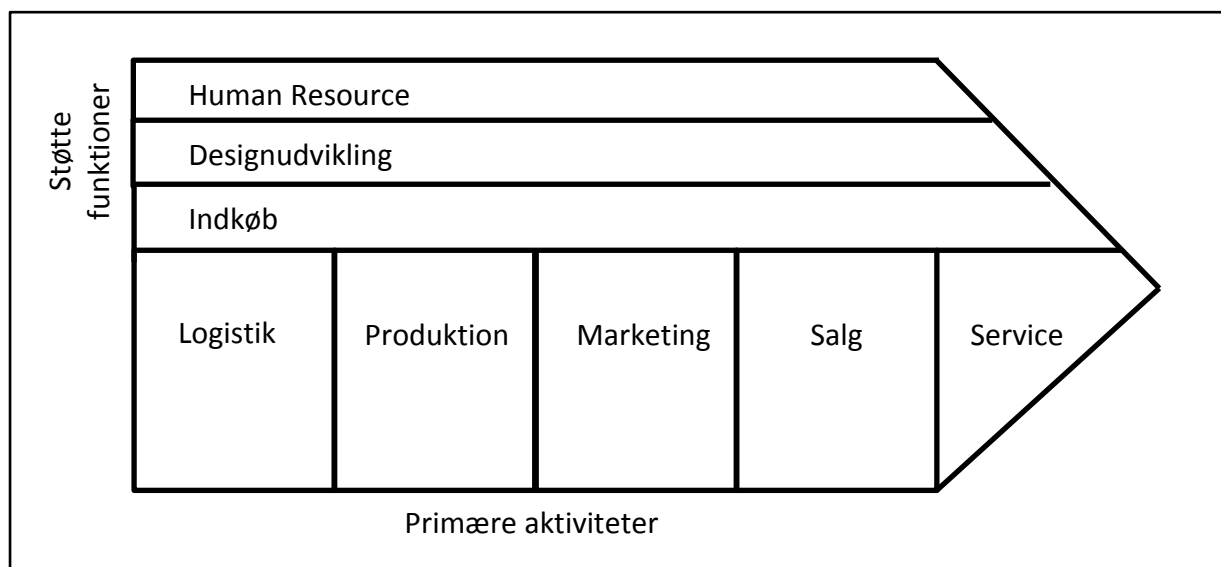
5.2.1 Porters værdikæde

Til at belyse Egetæppers ressourcer og kapabiliteter benyttes Porters værdikæde. Værdikæden er opbygget med en række primære aktiviteter som logistik og produktion samt støttefunktioner som human ressource og indkøb. Hvert led i kæden skaber værdi til det samlede produkt.

Modellen bruges til at danne et overblik over de funktioner og aktiviteter, der skaber en konkurrencemæssig fordel for Egetæpper. Den bruges på forretningsområdeniveau, og skal afdække om områderne sammen skaber en synergieffekt, der samlet giver en højere værdi end summen af værdibidragene. Den skal samtidig demonstrere, om den valgte strategi per funktion er konsistent med den generelle strategi for hele virksomheden?¹¹

¹¹ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjøllerup s. 95

I figur 5.2 ses en skematisk præsentation af Porters værdikæde for Egetæpper.



Figur 5.2: Porters værdikæde for Egetæpper.

Kvalitet i hele værdikæden er en af konkurrenceparametre, hvor Egetæpper vil differentiere sig i forhold til sine konkurrenter. Nedenstående er beskrevet de funktioner i værdikæden, hvor Egetæpper skaber værdi.

Human Ressource

Der foregår en løbende udvikling af medarbejderne, blandt andet igennem årlige medarbejderudviklingssamtaler. Efteruddannelse og kurser er desuden oprettet til at få fokus på strategi, markeder og segmenter. Endelig satses på uddannelse i mere basale færdigheder som læsning, stavning, regning og IT af medarbejderne.

Der bliver lagt stigende vægt på brug af IT til intern kommunikation mellem Egetæppers funktioner for at lette interne arbejdsgange. Ligeledes foregår en stor del af kontakten til leverandører, kunder og øvrige samarbejdspartnere elektronisk. Fokus er at effektivisere organisationen med blandt andet vidensdeling og online markedsføring. Derfor er det vigtigt, at alle medarbejdere har et vist niveau af læse- og skrivefærdigheder, for at kunne benytte denne form for kommunikation. Samtlige medarbejdere blev i foråret 2011 screenet, men henblik på at fastslå om de kunne have gavn af et stave- eller læsekursus. Denne screening resulterede blandt andet i at 19 medarbejdere takkede ja til et ordblindekursus, der har forbedret medarbejdernes danskkundskaber samt styrket sammenhold og selvtillid på arbejdspladsen. Alle kurser er efterfølgende fulgt op med henblik på at oprette nye hold på relevante niveauer.

Det styrkede sammenhold via efteruddannelse og personlig udvikling skaber glade medarbejdere, der gør at virksomheden i stand til at holde på eksisterende og tiltrække ny kvalificeret arbejdskraft. Denne form for personalepleje, i en tid hvor mange virksomheder fravælger disse goder, gør Egetæpper attraktiv. Dermed minimeres gennemstrømningen af medarbejdere, der har den negative effekt, at virksomheden mister viden og ressourcer skal bruges til at oplære nye ansatte.

Designudvikling

I et samarbejde mellem arkitekter og designere samt købere og brugere, udvikler Egetæpper løsninger og kollektioner der skønnes at have værdi for deres kundegrupper. Man vil ikke lade design- og produktudviklingen styres af enkelstående kundeforespørgsler, ligesom konkurrenters tiltag ikke får lov til at diktere i hvilken retning Egetæppers design skal gå. Egetæpper har egen designafdeling, som løbende henter eksterne designere ind fra udlandet til enkelte job. Et projektsamarbejde med Christian Lacroix i forbindelse med en udstilling på det franske kunstmuseum Musée Réattu, er et eksempel på et samarbejde med kunstens verden, som giver værdifuld inspiration.¹² Inspirationskilderne til kollektionerne er mange, der bruges blandt andet et trendbureau i Paris, hvis service der abonneres på. Egetæppers chefdesigner henter også inspiration gennem rejser, kunststillinger, magasiner og messer, såsom London Design-week.

Egetæppers søgen efter nye designs og den løbende kontakt til modeverdenen viser, at Egetæpper prioriterer designfasen højt, som man ser som en kilde til fortsat vækst. Dette er en stærk værdiskabende del af værdikæden.

Indkøb

Indkøb af råvarer sker på uldauktioner. I et marked hvor leverandørerne har høj forhandlingsstyrke i form af kontrol over udbud, og en auktionsatmosfære hvor prisen på uld handles op, kræver det erfarne indkøbere som kender de forskellige råvarer og deres værdi. Som en mindre spiller på verdensmarkedet, kan Egetæpper ikke aftage samme mængder uld som nogle konkurrerende virksomheder, men man kan koncentrere sig om mindre partier kvalitetsuld. Værditilvæksten fra indkøb af kvalitetsuld til den rigtige pris, er en vigtig del af værdikæden. På den måde er indkøb én af de vigtigste støttefunktioner.

¹² <http://news.cision.com/dk/egetaeppler/r/egetaeppler-i-samarbejde-med-christian-lacroix,c390065>

Logistik

Afdelingens arbejde består i at prioritere og uddelegere de modtagne ordrer. Herefter skal der følges op, så kunden får det der er bestilt til tiden. Logistik fungerer dermed som bindeled imellem salg, design, produktion og distribution. Ekspedienter i afdelingen arbejder sammen med designerne i små teams, delt på landebasis, for at udføre kundeopgaver på bestilling, hvilket udgør 90% af salget. Dette skaber en løbende kontakt på tværs af afdelingerne, hvor det pågældende lands smagspræferencer er kendt af alle i gruppen. Logistikafdelingen og designafdelingen er placeret i samme lokale, hvilket optimerer kommunikationen mellem de to grupper, dog er ulempen mere støj.

Som bindeled skaber logistikafdelingen værdi, ved at få afdelingerne til at arbejde smidigt sammen, så alle arbejder mod samme fælles mål.

Produktion

Produktionen foregår på to fabrikker i Danmark og en i Litauen:

- Herning: Produktion og salg af mønstrede, tuftede og fladvævede tæpper
- Gram: Produktion af tuftede og fladvævede tæpper
- Litauen: Spinderi af uld

Egetæpper køber desuden ufarvet fladvævet råvæv hos Bentzon Carpets. Råvævet farves og får bagside på, hvorefter det sælges videre.

Produktionen består af et højteknologisk produktionsapparat, der kan håndtere store og små serier af tæpper med høj fleksibilitet, som gør, at designudviklingen ikke er begrænset produktionens kapabilitet. Der bruges ikke konventionelle maskiner i produktionen, men specialdesignet udstyr som for eksempel et digitalstyret inkjetanlæg. Dette produktionsapparat, et Millitron anlæg, udgør et af de mest sofistikerede i verden.¹³

Specielle produkter produceres hos andre leverandører, så Egetæpper kan koncentrere sig om sine centrale produkter. Flexibilitet er nøgleordet i produktionen, og med en leveringstid på kun 2-

¹³ "Design og produktion af trykte tekstiler" V.Riisberg 2006, Arkitektskolen i Aarhus/Designskolen Kolding s.101

3 uger er Egetæpper foretrukket af en række større hotelkæder, blandt andet Mövenpick Hotels & Resorts.¹⁴

Fremstillingen sker i overensstemmelse med DS/OHSAS 18001, som sikrer medarbejdernes sikkerhed og sundhed i fremstillingsprocessen. Det er et internationalt ledelsessystem indenfor arbejdsmiljø og sikkerhed, der sigter efter at hjælpe virksomheder med at kontrollere og minimere sikkerheds- og sundhedsrisici.¹⁵

At levere et produkt som er miljørigtigt, er et vigtigt konkurrenceparameter, som kunderne lægger vægt på, og som Egetæpper får ros for at imødekomme. Blandt andet var Egetæpper blandt 19 virksomheder, der i 1991 tog initiativ til at stifte GuT, der står for "Gemeinschaft umweltfreundlicher Teppichboden". Formålet var at sikre, at medlemmerne producerer tæpper, som ikke har skadelige indvirkninger på miljøet. De forskellige tæppekvaliteter bliver alle testet for skadelige stoffer på 3 områder:

- Indhold af miljøfarlige stoffer.
- Emission af farlige stoffer.
- Lugtafgivelse.

Der skal foretages en løbende kontrol af produktionsanlægget, som skal miljøgodkendes. Denne kontrol tilpasses og udvikles i takt med den teknologiske udvikling. Egetæpper arbejder løbende på at forbedre miljøtiltagene, for eksempel forsøger man at undgå anvendelse af sort farvestof, da det indeholder tungmetal, idet en sort farve uden tungmetal ikke kan opnå holdbare lysægtigheder. Som yderligere miljøtiltag kan nævnes, at vandet genbruges to gange i Millitron anlægget, og i de gamle anlæg opsamles og genanvendes al restfarve.¹⁶

Blandt andet via fokus blandt andet på genvinding i produktionen og fremme i vedvarende energi opnår virksomheden besparelser blandt andet på omkostninger til energi. Halvdelen af denne besparelse investeres i vedvarende energi. Denne klimastrategi anvendes også i markedsføringen.

Produktionen er dermed et centralt værdiskabende element, som, udover output i form af tæpper, understøtter den grønne profil og arbejder for at omkostningsoptimere.

¹⁴ <http://news.cision.com/dk/egetaeppe/r/egetaeppe-har-succes-blandt-store-hotelkaeder,c493948>

¹⁵ Egetæpper A/S CSR-rapport 2011/2012

¹⁶ Design og produktion af trykte tekstiler" V.Riisberg 2006, Arkitektskolen i Aarhus/Designskolen Kolding s. 122

Marketing

En stor vægt lægges på "market intelligence", som er viden om markedet herunder markedets behov og tendenser. I de dele af markedet som Egetæpper fokuserer på, lægges "market intelligence" til grundlag for virksomhedens valg af strategi. De forskellige produkter og designmuligheder vises i kataloger og årsrapporter med kundereferencer. Dette kan bruges som inspiration og giver potentielle kunder et indtryk af Egetæppers kompetencer og udbredelse i verden. Kontakt opnås med nye kunder via messer, ved at afholde events og reklamere i relevante fagblade for eksempel i arkitektmagasiner.

Virksomhedens image har bevist rykket sig mod kvalitet koblet sammen med design og funktion, hvor der tidligere blev fokuseret ensidigt på funktion. Tendensen er, at designet "slides" op, før tæppet er slidt op.¹⁷

Klimastrategien i Egetæpper er med til at øge virksomhedens troværdighed, hvor sælgerstyrken uddannes i strategiens indhold, så man kan guide kunderne til at skelne imellem "Greenwashing" og reelle grønne valg.

Gennem fremvisning af færdigmonterede produkter hos en række kunder, fordelt på forskellige kundesegmenter over hele verdenen, søger marketingsafdelingen, at fremvise de resultater Egetæpper kan præstere på tværs af kulturer, brancher og størrelser. Kombineret med en promovring af den grønne profil, den sociale ansvarlighed, og virksomhedens lange succesfulde historie, skaber marketing et billede af en seriøs, kvalitetsbevist virksomhed, der har kunden og omverdenen i fokus. På den måde skaber marketing et incitament til at købe Egetæppers produkter, hvilket skaber værdi i værdikæden.

Salg

Der er udarbejdet en overordnet centraliseret salgsstrategi, hvor der dog tilstræbes en større decentral styring af salgsindsatsen i dialog med de markedsansvarlige. Salgsstrategien har fokus på udvalgte segmenter både generelt og geografisk. Strategiske relationer skal opbygges, udvikles og fastholdes, både direkte og indirekte.

¹⁷ Design og produktion af trykte tekstiler" V. Riisberg 2006, Arkitektskolen i Aarhus/Designskolen Kolding s.122

"Direkte salg" omfatter salg foretaget af Egetæppers danske salgsorganisation samt udenlandske datterselskaber og repræsentationskontorer, hvor "Indirekte salg" defineres som salg foretaget via handelsagenter eller til importører/distributører i udlandet.¹⁸

På boligmarkedet (privatkunder) koncentrerer Egetæpper sig om Danmark og Sverige. Kunderne er især kæder som Garant, Biva og Tæppeland i Danmark samt Golvkedjan i Sverige, hertil kommer en række enkeltstående detailforretninger.¹⁹

Salgsafdelingen står for den primære kontakt til kunden. Afdelingen sørger for kundeplejen, og sikrer at kunden får den ønskede oplevelse ved at købe produkter hos Egetæpper. På den måde får virksomheden en tilfreds kunde, det kan potentielt generere salg i fremtiden, hvis kunden en anden gang får brug for et gulvtæppe. Dette skaber værdi for virksomheden både i øjeblikket og i fremtiden.

Service

Servicepersonale skal sikre, at der er overensstemmelse imellem kundens forventninger og den reelle købsoplevelse. Reklamationer betragtes først og fremmest som en imagemæssig omkostning, selv om det naturligvis også har en økonomisk omkostning. Som gældende for salgsafdeling, skaber service derfor værdi i fremtiden, idet kundens forventninger indfries, og virksomhedens image bevares.

Sammenfatning på Porters værdikæde

Analysen af Egetæppers værdikæde viser, at alle dele af værdikæden er vigtige, for det endelige produkt. De vigtigste dele af værditilvæksten sker i designfasen, hvor produktet tilpasses den enkelte kunde, i produktionen hvor en omstillingsparat enhed leverer til tiden, samt i markedsføringen, hvor man lægger en bevidsthed hos kunden om, at Egetæpper er et socialt ansvarligt selskab, der producerer et kvalitetsprodukt. Dette er værdiskabende for Egetæpper.

5.2.2 VRIN

For at opnå strategiske konkurrencefordele i markedet skal kapabiliteterne have en række grundlæggende kvaliteter for kunden.

¹⁸ Egetæpper A/S årsrapport 2011/2012

¹⁹ Egetæpper A/S CSR-Rapport 2001/2012

V	Værdifulde for kunden (<i>valuable</i>)	↓	Øget permanente strategiske fordele
R	Sjældne (<i>rare</i>)		
I	Svære (umulige) at imitere (<i>inimitable</i>)		
N	Svære (umulige) at substituere (<i>nonsubstitutable</i>)		

Figur 5.3: VRIN (Kilde: "Exploring Strategy" 9th edition, G. Johnson, R. Whittington, K. Scholes. Prentice Hall 2011, s. 94)

Hos Egetæpper skaber man værdi for kunden ved at være foran på innovation og design, som udvikles af kendte designerne i samarbejde med kundernes egne arkitekter og designere. Hermed skabes basis for strategiske fordele.

Sjældne kapabiliteter hos Egetæpper er virksomhedens historie og dens fokus på kvalitet og funktionalitet samt deres brug af verdenskendte designere. Denne kombination af kapabiliteter øger de strategiske fordele.

Evnen til at forstå kundens behov og levere produkter af den ønskede kvalitet, er om ikke umulig så svær at imitere. Det er nemt at producere selve gulvtæppet, idet råvarer er tilgængelige på verdensmarkedet, maskiner kan erhverves, og knowhow kan købes. Design er en sværere kunst, da det kræver de rigtige mennesker med øje for design, der følger med i den seneste modes udvikling. Dette differentierer Egetæpper i forhold til mange konkurrenter og skaber yderligere strategiske fordele.

Udfordringen er, at der er nemt at substituere produkterne med for eksempel laminatgulve eller trægulve, hvor pris, funktion eller design kan tiltale slutbrugeren mere end et gulvtæppe. Dette medfører derfor ikke nogen strategiske fordele.

5.3. SWOT

SWOT-analysen sammenfatter de ikke-finansielle værdidriveranalyser i en helhedsvurdering af virksomhedens strategiske position. Hermed kan man som ekstern analytiker vurdere, om virksomhedens strategiske retning er valgt.²⁰

	Potentielle stærke sider	Potentielle svage sider
Intern	Stærkt brand Teknologisk veldrevet Grøn profil Omdømme for kvalitet og service	Højere omkostninger end konkurrenter Produktion kendes kun for en uge ad gangen
	Potentielle muligheder	Potentielle trusler
Ekstern	Opkøb Udvide eksportmarkeder	Substituerende produkter Konjunkturfølsomhed Svingende uldpriser

Figur 5.4: SWOT-analyse for Egetæpper.

Intern analyse

Egetæppers stærke sider er et stærkt brand i markedet, som bruger teknologien til at føre deres virksomhed frem. Egetæpper bruger deres grønne profil, der omfatter alt fra ressourceforbrug, genanvendelse og dyrevelfærd, til at profilere deres brand til at markedsføre deres produkt. Kvalitet og service giver deres produkt et godt omdømme, som især på kontraktmarkedet er vigtigt. Den svage side er, at Egetæpper har højere omkostninger end deres udenlandske konkurrenter, grundet produktionen i Danmark. En produktion der kun kendes for en uge af gangen, hvilket betyder, at der ikke kan planlægges råvareindkøb af større mængder, eller produceres mere optimalt hvor spildtid på maskiner undgås.

Ekstern analyse

Egetæppers muligheder er at foretage strategiske opkøb af bestående fabrikker eller leverandører, hvis der findes et strategisk match. De har også mulighed for at udvide deres geografiske eksportmarkeder også udenfor EU. Den primære trussel er substituerende produkter som trægulve, fliser og laminatgulve. Konjunkturerne gør, at kunderne kan være tvunget til at

²⁰ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 117

nedsætte deres budget til indretning eller færdiggørelse af deres byggeprojekt. Svingende uldpriser med varierende udbud grundet i den specielle handelsform, gør ligeledes Egetæppers indkøb af råvarer til en udfordring.

5.4. Konkurrencestrategier

I dette afsnit gennemgås Egetæppers vision, mission og værdigrundlag ligesom strategien præsenteres. De strategiske mål vil blive kommenteret og placeret i Porters generiske konkurrencestrategier.

Vision og mission

Egetæppers vision er "Vi vil være den trendsættende udbyder til den krævende del af markedet". Med den "krævende del af markedet" omtaler Egetæpper kontraktmarkedet, som er deres primære marked. Det er den del af markedet, som ikke har brug for en standardløsning, men en total tæppeløsning der udarbejdes i samarbejde med kunden. På denne måde har man bevist valgt ikke at prioritere den del af markedet, som henvender sig til private kunder.

Egetæppers mission er "Vi designer kvalitetstæpper med respekt for mennesker og miljø".²¹ Missionen om at producere gulvtæpper af høj kvalitet, er tæt knyttet til den kvalitet af tæpper deres primære kundesegment, kontraktmarkedet, efterspørger. Respekt for mennesker og miljø er også en nødvendig differentiering i det krævende kontraktmarked, hvor en god CSR-politik kan gøre forskellen ved en kundes valg af produkter. Dette er især gældende, hvis kunderne er højt profileret i offentligheden.

Værdigrundlag

Egetæppers værdier er: "Design, Kvalitet, Respekt". Dette sammenfatter deres fokus på trendsættende design, kvalitet i produktionen, som materialevalg og produktionstid, samt respekten for miljø og medarbejder. Dette værdigrundlag understøtter visionen og missionen, så kunderne på kontraktmarkedet modtager produkter af den ønskede kvalitet.

I 2011 gennemførte Egetæpper i samarbejde med et eksternt analyseinstitut en større international analyse på deres 6 største geografiske markeder: Danmark, Norge, Sverige, Storbritannien, Tyskland og Frankrig. Formålet med analysen var, dels at få et troværdigt indblik i

²¹ www.ege.dk/om-ege/profil/forretningsgrundlag.aspx

de markeder virksomheden opererer på, dels for at se om Egetæppers eget verdensbillede stemmer overens den virkelighed, som kunderne oplever.

På alle 6 markeder var respondenterne de arkitekter, indretningsarkitekter/designere og gulvmontører, der har haft hel eller delvis indflydelse på købsbeslutningen ved valg af gulv- eller tæppeløsning.

I analysen udtrykker over 70% af de 1.350 adspurgte stor tilfredshed med Egetæpper, hvilket betragtes som en høj score. De tre parametre der, ifølge respondenterne, bedst beskriver egetæpper, er:

- Troværdighed
- Kvalitet
- Flexibilitet.

Respondenterne lægger ifølge analysen, hovedvægt på troværdighed, kvalitet og produktdesign, når de skal træffe beslutning om køb af et gulvtæppe. Dermed er der god overensstemmelse mellem de parametre, der ifølge analysen, beskriver Egetæpper, og de faktorer der har mest betydning for beslutningstagerne ved køb af et gulvtæppe.²²

Egetæppers værdigrundlag som omhandler design, kvalitet og respekt, er dermed et fint match med det kunderne prioriterer, og det de føler at Egetæpper leverer.

Strategiske mål

Egetæpper har ikke offentliggjort klare definerede strategiske mål. Man må konkludere af visionen, missionen og de strategiske planer, som er udlagt i deres folder "Strategi 2012-2014". Denne fungerer dog dagligt mere som en guideline til medarbejderne.

I strategifolderen omtales virksomhedens skifte fra en produktionsorienteret til en markedsorienteret strategi, samt hvilke markeder Egetæpper har valgt at fokusere på, og i hvilke man ser potentiale for fremtidig vækst. Man vælger de markeder, hvor man står stærkest, og lader sig derefter guide af de nutidige og generelle behov. Der er i folderen ikke kun information om kundemål men også om mere operative målsætninger, som for eksempel at skal alle være

²² Egetæpper CSR-Rapport 2011/12

opmærksomme på omkostninger og søge at reducere disse.²³ Medarbejderne anbefales at bruge denne folder som en rettesnor i deres daglige arbejde.

Samlet ses, at Egetæpper hovedsagligt fokuserer på deres eksisterende marked. Samtidig udforskes mulighederne for udbredelse på nye geografiske markeder i et begrænset omfang. Man tager en uge af gangen, hvilket deres produktion også er lagt an på.

Porters konkurrencestrategier

Ifølge Porter, kan en virksomhed kun få succes, hvis den følger én af de fire generiske strategier.²⁴

Hvis virksomheden spreder sine interesser i for mange forskellige retninger, vil resultatet være, at man ikke får succes med nogen af strategierne.

I nedenstående figur ses Porters konkurrencestrategier, samt hvilken strategi der gør sig gældende for Egetæpper.

		Konkurrencefordel	
		Lave omkostninger	Differentiering
Konkurrence-mæssigt sigte	Stor andel af totalmarked	Omkostningsleder	Differentiering
	Lille andel af totalmarked	Omkostningsleder/fokus	<i>(X) Egetæpper</i> Differentiering/fokus

Figur 5.5: Porters konkurrencestrategier (generiske strategier). (X)Egetæppers placering.

(Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 106)

Egetæpper fører en differentieringsstrategi med omkostningsfokus. Virksomheden er ikke omkostningsleder og optimerer derfor ikke for enhver pris, idet man ikke ønsker at producere et discountprodukt til den store andel af totalmarkedet. Derimod vil man producere et solidt produkt, hvor kunden vægter kvalitet og funktionalitet højere end prisen. Der fokuseres på kontraktmarkedet som helhed ikke kun på enkelte erhvervssegmenter, som hvis man for eksempel kun solgte til hoteller. Som en naturlig følge af denne strategi, er opmærksomheden i mindre grad rettet imod privatkunderne i detailledet.

²³ Strategi 2012-2014 fra www.ege.dk

²⁴ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 106

Egetæppers strategiske valg medfører, at konkurrerende udbydere kun kan tage markedsandele ved også at differentiere sig enten på design eller pris.

Sammenfatning af konkurrencestrategier

Egetæpper har valgt at satse på kontraktmarkedet, hvor differentiering ved kvalitet og service er central for kunderne. Deres vision gør, at de konstant skal udvikle deres designs og skal kunne levere et kvalitetsprodukt inden for den aftalte tidsramme. De er velfunderet, i de markeder, de opererer i, men bevæger sig også ind på nye geografiske markeder, når de føler sig rustet til den designkultur de møder.

5.5. Vækststrategier

Egetæppers vækststrategi består primært af organisk vækst. Der opkøbes kun virksomheder, hvis de naturligt kan indgå i den strategiske linje. Det vil sige, at omkostningsbesparende opkøb, som da man overtog en fabrik i Litauen og lukkede spinderiet i Vejle, hvormed en del af produktionen blev flyttet, er en strategi der arbejdes med. Den slags beslutninger kan være hensigtsmæssige, så længe kvaliteten kan opretholdes.

Anshoffs vækstmatrice

Anshoffs vækstmatrice sonder mellem nuværende og nye produkter samt markeder, og imellem intensivering af markedet og diversifikation.²⁵

		Produkt	
		Nuværende produkt	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
	Nyt marked	Markedsudvikling <i>(x) Egetæpper</i>	Diversifikation <ul style="list-style-type: none"> • Relateret • Konglomerat

Figur 5.6: H.I. Anshoffs vækstmatrice for Egetæpper. (x)Egetæppers placering.

(Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 112)

²⁵ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 112

Egetæppers vækststrategi er at markedsudvikle, hovedsagligt ved at øge salget af eksisterende produkter på nye markeder. Det er vækst ved intensivning, hvor man tager udgangspunkt i den eksisterende mission, med de ressourcer og kompetencer man allerede er i besiddelse af. Egetæpper udvikler ikke grundlæggende nye produkter, da produkterne udvikles specielt til deres kunder fra sag til sag. Strategien bruges ofte af virksomheder som er teknologiske specialiserede, hvor man ikke uden videre kan omstille produktionen til et helt nyt produkt.

Gennemførelse af vækststrategi

Egetæppers vækst har foreløbig været primært organisk. I de senere år har man dog via opkøb af Bentzon Carpets, samt UAB Litspin i Litauen henholdsvis en tæppeproducent og et spinderi ekspanderet. En opkøbsstrategi er derfor ikke utænkelig for Egetæpper, hvis det som i Vejlefabrikkens tilfælde, ikke er rentabelt at fortsætte. En ny virksomhedskultur i et fremmed land kan være vanskeligt at implementere, og det kan være mere omkostningskrævende end først antaget. Dette skal vægtes i forhold til den forventede besparelse ved at flytte til udlandet.

5.6. Markedsanalyse

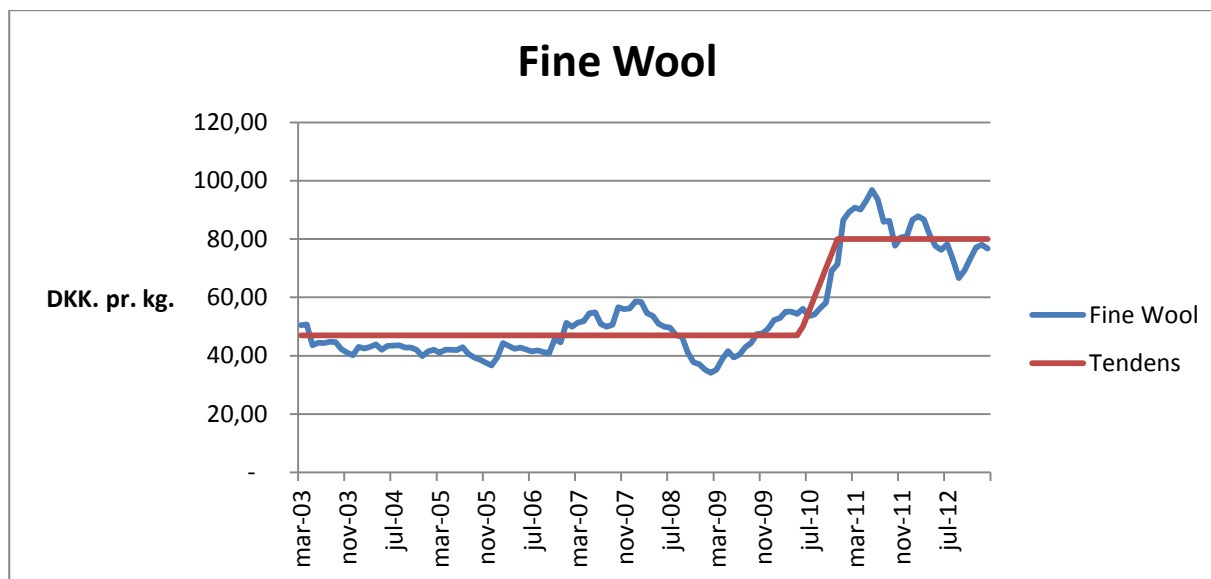
I markedsanalysen gennemgås råvareprisen på uld, en rapport fra de økonomiske vismænd og en konjunkturanalyse fra Dansk Byggeri. Dette skal give et billede af, hvad de forventede udfordringer for Egetæpper vil være fremover til brug for budgetteringen.

Uldpriser

Egetæpper køber størstedelen af deres uld fra leverandører i New Zealand. Efter en lang periode med stabile priser på verdensmarkedet har man set en betydelig stigning i uldpriserne de seneste 2 år. Fra januar 2010 til december 2012 er uldprisen steget cirka 48%. Dette presser Egetæpper på deres råvareomkostninger.

Der kan ikke handeles i futures i de kvaliteter man køber. Dermed kan man ikke afdække sin risiko i forhold til stigende priser, således medfører de øgede råvareomkostninger en forøget salgspris på gulvtæpperne. Erhvervskunder har traditionelt lettere ved at acceptere priskonjunkturer end privatkunder. Da Egetæppers kunder hovedsageligt er erhvervskunder, kan det være lettere at hæve priserne. Der er en forståelse for prisstigninger på gulvtæpper, når kunderne kan se en direkte sammenhæng til de stigende råvarepriser.

Nedenstående ses en grafisk afbildning af udviklingen i uldprisen i de sidste 10 år.



Figur 5.7: Uldpriser 2003-2012. Kilde: <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=fine-wool>

Som figuren viser, har uldmarkedet været stabilt frem til ultimo 2010, hvor der skete et spring i prisen fra omkring de 50 DKK pr. kg. til et nyt niveau omkring de 80 DKK. pr. kg. Stigningerne er primært drevet af stor efterspørgsel fra store kinesiske tæppe- og tekstilproducenter.²⁶

De seneste år har stigende uldpriser ikke haft påvirkning på resultaterne hos Egetæpper. Udsigten til en mere stabil pris på uld i fremtiden på det eksisterende niveau gør, endvidere at denne udvikling ikke vægtes særligt højt. Der forventes derfor ikke salgsmæssige udfordringer i forbindelse med budgettering af fremtidige indtjeningsmuligheder på trods af dyrere produkter.

Økonomisk vismandsrapport / Efterår 2012

Ifølge en rapport fra de økonomiske vismænd i efteråret 2012 forventes den økonomiske realvækst i dansk eksport indenfor industrivarer at være på 1,9, 2,4 og 2,5 procent i henholdsvis 2013, 2014 og 2015. Nedenstående figur viser et uddrag af vismandsrapporten.

	2011	2011	2012	2013	2014	2015
	Mia. kr.	Realvækst, pct				
Vareeksport	600	6,0	0,7	0,6	2,1	2,3
Heraf industrivarer	535	7,9	0,2	1,9	2,4	2,5
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1686	0,4	0,8	2,8	1,9	2,1

Figur 5.8: Uddrag af vismandsrapport. (Kilde: Vismandsrapport, efterår 2012)

²⁶ "Rekordpriser på uld rammer forbrugerne" Børsen 19. marts 2012

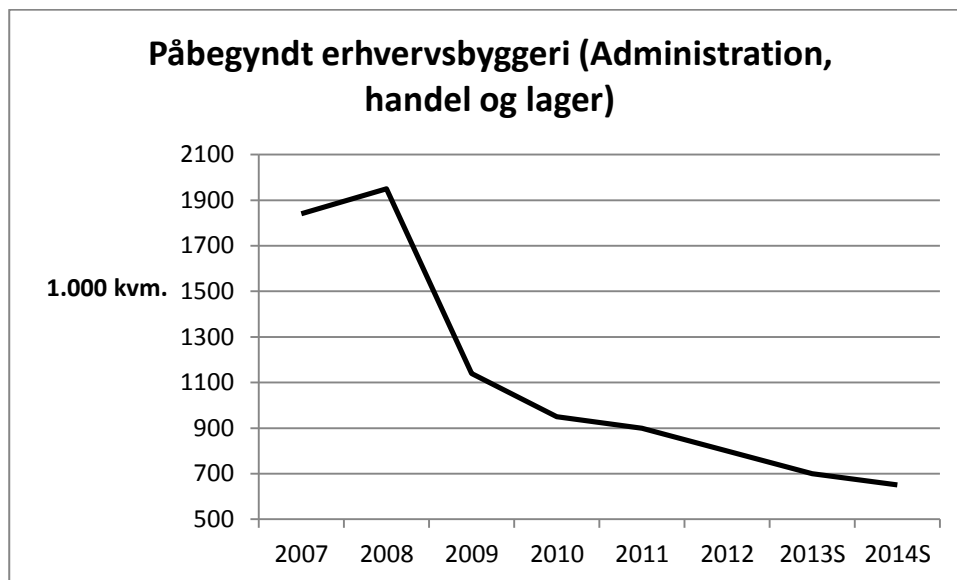
I den samlede indenlandske efterspørgsel forventes også en realvækst i på henholdsvis 2,8, 1,9 og 2,1 procent i henholdsvis 2013, 2014 og 2015. Eksportvæksten som hidtil er steget kraftigt siden afmatningen i 2009, forventes dermed at have en mere afdæmpet udvikling grundet vækstafmatningen i verdensøkonomien. På de vigtigste eksportmarkeder Sverige, Norge og Tyskland, blev der registreret en solid fremgang i 2012. Denne fremgang kan dog blive delvis udlignet af den økonomiske tilbagegang i Sydeuropa.²⁷

Den tidligere vækst hos Egetæpper, dennes forventning til eksportvæksten, samt en stigende indenlandsk efterspørgsel gør, at omsætningsvæksten for Egetæpper budgetteres til 3% per år.

Konjunkturanalyse fra Dansk Byggeri / Februar 2013

Ifølge konjunkturanalysen er påbegyndt erhvervsbyggeri til administration, handel og lager faldet de seneste år. Grundet de mange ledige lokaler og den igangværende lavkonjunktur, forventes det, at tendensen vil fortsætte i år 2013 og 2014.²⁸

Nedenstående graf viser påbegyndt erhvervsbyggeri i Danmark i perioden 2007-2014, hvor 2013 og 2014 er skønnede tal.



Figur 5.9: Påbegyndt erhvervsbyggeri. (Kilde: Dansk Byggeri 2012)

Undersøgelsen gælder for det danske marked men det er skønnet, at tendensen er den samme i resten af Europa.

²⁷ De økonomiske vismænd, rapport efterår 2012

²⁸ Rapport, Dansk Byggeri 2012

Af figuren ses, at kurven for påbegyndt erhvervsbyggeri nåede sit højdepunkt i 2008 før krisen for alvor satte ind i Danmark. I de efterfølgende fire år ses en mere end halvering af påbegyndt erhvervsbyggeri. Det falder sammen med det tidspunkt, hvor ejendomsværdierne falder voldsomt, og banker som Roskilde Bank, Fionia Bank, og Ebh Bank krakker, især på grund af nedskrivninger af udlån på ejendomme. Det skønnes, at antallet af nye påbegyndte erhvervsbyggerier falder yderligere i 2013 og 2014 hvilket også ses i figuren. Dette kan skyldes bankernes modvillighed til at udlåne til byggeri, virksomheder der holder deres investeringer i nye projekter tilbage, eller en overkapacitet i markedet hvor mange lokaler står tomme.

Egetæppers omsætning er ikke i samme grad påvirket af denne nedgang. Man ser hos Egetæpper i første omgang ser et fald i omsætningen, som hos mange andre virksomheder i 2008 til 2009. Herefter retter salget sig, og i den efterfølgende periode ser virksomheden vækst. Dette kan skyldes, at erhvervsvirksomheder vælger at blive boende og bruge ressourcer på at opfriske deres eksisterende ejendomme. Dette kan ske for færre midler, hvor maling af vægge og skift af gulvtæpper kan forskønne deres eksisterende lokaler.

Selvom Egetæpper er begrænset påvirket at stagningen i byggeriet i dag, er det naturligvis ikke en positiv ting, når byggebranchen går i stå. Man kan frygte, at det vil smitte yderligere af på andre brancher, for eksempel byggeri af hoteller eller krydstogtskibe, som kan blive ramt af den generelle opbremsning i forbruget.

Sammenfatning vækststrategier

På trods af stigende uldpriser er Egetæpper på kontraktmarkedet ikke voldsomt påvirket på salget og dækningsbidraget, idet man kan overføre de højere priser for ulden direkte til kunderne, hvilket accepteres. På privatmarkedet er man mere konjunkturfølsom, hvor stigende priser kan medføre et fald i salget. Den lidt stagnerende uldpris netop nu betyder, at uldprisen ikke forventes at påvirke budgetteringen fremadrettet.

Vismandsrapporten skønner, at eksportvæksten vil være mere afdæmpet i de kommende år. Dette vil resultere i en lavere fremgang, men Egetæpper vil dog stadigvæk opleve vækst i den nære fremtid. Endeligt er Egetæpper ikke voldsomt påvirket af nedgangen i byggeribranchen, men risikoen for afsmittende effekt på andre segmenter er til stede.

6. Regnskabsanalyse

I dette afsnit reformuleres eksisterende regnskaber for Egetæpper til brug for værdiansættelsen.

6.1. Reformulering

Resultatopgørelsens poster re-klassificeres ud fra drifts- og finansielle aktiver. I den officielle balance opdeles aktiverne efter et likviditetskriterium og forpligtelserne opdeles efter forfaldstid. Reformuleringen af regnskabet er et værktøj, der benyttes til at inddele regnskabets poster i driftsaktiver og ikke-driftsaktiver. På den måde kan man via inddelingen skabe et overblik, over hvor den reelle værdiskabelse sker.

Resultatopgørelse

Den primære værdiskabelse i en virksomhed stammer fra driftsaktiverne. Resultatopgørelsens poster skal derfor klassificeres ud fra drifts- og finansielle aktiviteter. "Dirty-surplus" poster fra egenkapitalopgørelsen placeres under andre driftsoverskud, i Egetæppers tilfælde er det valutakursreguleringer fra udenlandske enheder. Der skal dertil foretages en allokering af skatten i forhold til andre driftsoverskud og finansielle indtægter.

Da Egetæpper har skiftet regnskabspraksis i 2011/12, så andre driftsindtægter er flyttet fra at være en del af bruttoresultatet til en del af den primære drift, skal disse indtægter for sammenlignelighed reklassificeres for regnskabsårene før 2011/12. I forbindelse med reformuleringen, bliver disse derfor flyttet til andet driftsoverskud, væk fra den primære drift.

Nedenstående tabel viser de reformulerede resultatopgørelser for de seneste fem regnskabsår, hvor fjerde kvartal for regnskabsår 2012/13 er estimeret. For yderligere talmateriale for resultatopgørelsen henvises til bilag 1.

De reformulerede resultatopgørelser

<i>T.DKK</i>	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Nettoomsætning	775.226	633.210	738.430	752.802	779.580
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	25.591	10.986	38.118	35.393	37.764
Andet driftsoverskud (efter skat)	2.081	4.608	4.073	9.108	2.947
Samlet driftsoverskud	27.672	15.594	42.192	44.501	40.711
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-6.299	-4.565	-8.549	-6.741	-5.572
Totalindkomst før minoriteter	21.373	11.029	33.643	37.760	35.139
Minoritetsinteresser	-2.023	-1.205	-1.685	-1.480	-1.188
Totalindkomst til moderselskabet ejere	19.350	9.824	31.958	36.280	33.951

Figur 6.1: Reformulerede resultatopgørelser for Egetæpper.

Nettoomsætning er salg af egenproduktion og handelsvarer, eksklusiv moms, afgifter og rabatter. Driftsoverskud fra salg er nettoomsætning minus omkostninger til råvarer, handelsvarer, ændring af lagre, administrations- og personaleomkostninger, afskrivninger, samt andre eksterne omkostninger, der er afholdt i forhold til hovedformålet. Andre driftsoverskud er primært gevinster ved salg af aktiver, senest produktionsapparatet fra fabrikken i Vejle.

Balance

På samme måde indeles balancen i driftsaktiver og driftsforpligtelser, hvorved nettodriftsaktiver kan beregnes. Dette er et vigtigt element, hvis virksomhedens frie cash flow skal beregnes.

Nedenstående tabel viser de reformulerede balancer for de seneste fem regnskabsår. Fjerde kvartal for regnskabsår 2012/13 er estimeret. For yderligere talmateriale henvises til bilag 2.

De reformulerede balancer

<i>T.DKK</i>	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Driftsaktiver (DA)	506.266	513.327	445.862	516.393	552.272	569.770
Driftsforpligtelser (DF)	-149.412	-131.627	-112.421	-120.774	-126.486	-123.550
Netto driftsaktiver (NDA)	356.854	381.700	333.441	395.619	425.786	446.220
Finansielle forpligtelser (FF)	75.949	111.216	54.725	76.513	81.519	68.679
Finansielle aktiver (FA)	-12.649	-24.064	-19.621	-9.069	-12.140	-12.524
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	63.300	87.152	35.104	67.444	69.379	56.155
Koncernegenkapital (EK)	293.554	294.548	298.337	328.175	356.407	390.065
Minoritetsinteresser (MIN)	-11.660	-5.573	-4.780	-5.281	-5.096	-4.804
Moders andel af egenkapitalen (CSE)	281.894	288.975	293.557	322.894	351.311	385.261

Figur 6.2: Reformulerede balancer for Egetæpper.

De reformulerede balancer viser nu netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser samt moderselskabet andel af egenkapitalen. Netto driftsaktiver er et nøgletal som bruges senere bruges i værdiansættelsesmodellen.

Egenkapitalopgørelse

For at udarbejde rentabilitetsanalysen, skal egenkapitalens forrentning først beregnes. Dette kræver at egenkapitalen reformuleres. Opgørelsen viser transaktioner mellem virksomheden og dens ejere inklusiv "dirty surplus" som skal fjernes ved reformuleringen. Typiske Dirty Surplus

poster kan være opskrivning af materielle aktiver, valutakursreguleringer for udenlandske datterselskaber og tab/gevinster på ydelsesbaserede pensionsordninger.

Nedenstående tabel viser den reformulerede egenkapitalopgørelse for de seneste fem regnskabsår. Fjerde kvartal for regnskabsår 2012/13 er estimeret. For yderligere talmateriale henvises til bilag 3.

De reformulerede egenkapitalopgørelser

<i>T.DKK</i>	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Egenkapital primo saldo	281.894	290.127	294.709	324.046	352.463
Netto dividende	-9.332	-5.242	-2.767	-7.863	-7.863
Totalindkomst	17.565	9.824	31.958	36.280	34.227
Egenkapital Ultimo saldo	290.127	294.709	323.900	352.463	378.827

Figur 6.3: Reformulerede egenkapitalopgørelser for Egetæpper.

6.2. Rentabilitetsanalyse

For at kunne lægge det fremtidige budget, er det nødvendigt, at vide, hvad der driver forrentningen på egenkapitalen (ROE) og virksomhedens vækst. Hvad der driver egenkapitalforrentningen (ROE) skal afdækkes af en rentabilitetsanalyse.

Dekomponering af egenkapitalforrentningen (ROE)

Den udvidede DuPont-model er valgt til at dekomponere forrentningen af egenkapitalen (ROE), så de input der lægges til grund for budgetteringen, beregnes.

Niveau 1

På første niveau i DuPont modellen beregnes forrentningen af egenkapitalen (ROE) ved at dividere totalindkomsten til moderselskabet med den gennemsnitlige andel af moderselskabets egenkapital.

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst}_t}{\frac{1}{2}(\text{Egenkapital}_{t-1} + \text{Egenkapital}_t)}$$

Værdier til indsætning i beregningen ses i figur 6.3.

Nedenstående tabel viser værdier for egenkapitalens forrentning (ROE) til niveau 1 i DuPont modellen.

Niveau 1	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
ROE	6,1%	3,4%	10,3%	10,7%	9,4%
ROE før MIN	7,3%	3,7%	10,7%	11,0%	9,4%

Figur 6.4: Udvikling af egenkapitalens forrentning (ROE) for Egetæpper.

Egenkapitalens forrentning (ROE) er et nøgletal som investor benytter til at følge hvordan investeringen i en virksomhed afkaster profit. Egetæpper har i de seneste år haft en forrentning på omkring 10%, som for en investor må betegnes som tilfredsstillende, for eksempel i forhold til afkast på indestående i banker.

Ligeledes i niveau 1 beregnes afkastningsgraden (RNOA), som er forrentningen af netto driftsaktiver, ved at tage driftsoverskuddet divideret med de gennemsnitlige netto driftsaktiver.

$$RNOA = \frac{\text{Driftsoverskud}_t}{\frac{1}{2}(\text{Nettodriftsaktiver}_{t-1} + \text{Nettodriftsaktiver}_t)}$$

Værdier til indsætning i beregningen ses i figur 6.1 og 6.2.

Den finansielle gearing (FGEAR) findes ved at tage de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser og dividere med den gennemsnitlige egenkapital.

$$FGEAR = \frac{\frac{1}{2}(\text{Netto finansielle forpligtelser}_{t-1} + \text{Netto finansielle forpligtelser}_t)}{\frac{1}{2}(\text{Egenkapital}_{t-1} + \text{Egenkapital}_t)}$$

Værdier til indsætning i beregningen ses i figur 6.2 og 6.3.

Netto låneomkostninger (r) beregnes ved at tage de netto finansielle omkostninger divideret med de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser.

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\frac{1}{2}(\text{Netto finansielle forpligtelser}_{t-1} + \text{Netto finansielle forpligtelser}_t)}$$

Værdier til indsætning i beregningen ses i figur 6.1 og 6.2.

Spredningen (SPREAD) beregnes som forskellen imellem afkastningsgraden (RNOA) og netto låneomkostninger (r).

$$SPREAD = \text{Afkastningsgrad} - \text{netto låneomkostninger}$$

Værdier til indsætning i beregningen ses i figur 6.5

Nedenstående tabel viser den fortsatte dekomponering af egenkapitalens forrentning (ROE) ved afkastningsgraden (RNOA), den finansielle gearing (FGEAR), netto renteomkostninger i procent (r) og spredningen (SPREAD).

Niveau 1	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
RNOA	7,5%	4,4%	11,6%	10,8%	9,3%
FGEAR	0,26	0,21	0,16	0,20	0,17
r	8,4%	7,5%	16,7%	9,9%	8,9%
SPREAD	-0,9%	-3,1%	-5,1%	1,0%	0,5%

Tabel 6.5: Udvikling af afkastningsgraden(RNOA), den finansielle gearing (FGEAR), netto renteomkostninger i procent(r) og spredningen (SPREAD) for Egetæpper.

Afkastningsgraden viser virksomhedens evne til at skabe profit fra sine nettodriftsaktiver. I de seneste år har Egetæpper præsteret en forrentning på omkring 10%, som må betragtes som tilfredsstillende.

En høj finansiell gearing øger udsvingene i Earnings Per Share (EPS) og egenkapitalens forrentning (ROE). En større andel af netto finansielle forpligtelser i forhold til egenkapitalen vil øge den systematiske risiko.

SPREAD er forskellen mellem afkastningsgraden og netto renteomkostninger i procent.

Niveau 2

På andet niveau dekomponeres afkastningsgraden (RNOA) i dens underliggende drivere overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH).

$$RNOA = \text{Overskudsgrad} \cdot \text{Aktivernes omsætningshastighed}.$$

Overskudsgraden er lig med driftsoverskud (efter skat) divideret med nettoomsætningen. Dette måler overskuddet af en kroners salg fra virksomhedens driftsaktiviteter.

$$OG = \frac{\text{Driftsoverskud (efter skat)}}{\text{Nettomsætning}}$$

Værdier til indsætning i beregningen ses i figur 6.1.

Aktivernes omsætningshastighed er lig med nettoomsætning divideret med de gennemsnitlige netto driftsaktiver. Det måler salget per krone investeret i nettodriftsaktiver.²⁹

$$AOH = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\frac{1}{2}(\text{Nettodriftsaktiver}_{t-1} + \text{Nettodriftsaktiver}_t)}$$

Værdier til indsætning i beregningen ses i figur 6.1 og 6.2.

Nedenstående tabel viser niveau 2 i dekomponeringen af DuPont modellen.

Niveau 2	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
RNOA	7,5%	4,4%	11,6%	10,8%	9,3%
OG	3,6%	2,5%	5,7%	5,9%	5,2%
AOH	2,10	1,77	2,03	1,83	1,79

Figur 6.6: Dekomponering af afkastningsgraden i overskudsgrad(OG) og aktivernes omsætningshastighed AOH) for Egetæpper.

Med en omsætningshastighed på 1,79 og en overskudsgrad på ca. 5% har Egetæpper ikke kapacitetsbegrænsninger. Virksomheden har dermed handlefrihed til at kunne forøge enten overskudsgrad eller omsætningshastighed for at opnå højere afkast.

Nedenstående figur viser typiske nøgletal for udvalgte brancher til sammenligning.³⁰

	ROE	FGEAR	RNOA	OG	AOH
Forbrugsgoder	9,1%	0,313	8,1%	3,8%	2,2
Industrivarer	8,8%	0,196	9,5%	3,4%	2,6
Ege 2011/12	10,7%	0,200	10,8%	5,9%	1,8

Figur 6.7: Udvalgte branchenøgletal sammenlignet med Egetæpper.

Der er valgt forbrugsgoder og industrivarer som sammenligningsbrancher, da de ligger tættest på Egetæppers branche. Egenkapitalens forrentning (ROE) er højest hos Egetæpper, også sammenlignet med alle andre brancher som ikke er medtaget her. Dette gør Egetæpper attraktiv for en potentiel investor. Rentabiliteten fra driftsaktiverne (RNOA), er sammen med overskudsgraden(OG) ligeledes meget positiv. Aktivernes omsætningshastighed er lidt lavere, men der er tale om store varer, hvor udskiftningshastigheden ikke er så stor som for normale

²⁹ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjøellerup s. 261

³⁰ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjøellerup s. 266

forbrugsgoder. Endvidere er dette ikke det store problem, da produkterne ikke er forgængelige, og kun modeluner kan medføre at et produkt eventuelt skulle være usælgeligt.

Niveau 3

På niveau 3 dekomponeres overskudsgraden (OG) til de underliggende drivere. Endvidere udtrykkes aktivernes omsætningshastighed (AOH) som den inverse værdi, hvilket betyder de værdier, der er bundet i nettodriftsaktier for at genere én kroners salg.

Følgende tabel viser niveau 3 i dekomponeringen af DuPont modellen. Driverne til overskudsgraden (OG) beregnes for hver af de enkelte poster i resultatopgørelsen divideret med nettoomsætningen. Hver post i tabel 6.8 beregnes af ovenstående ligning for overskudsgraden (OG) ved indsætning af værdier fra tabel 6.1. Driverne til aktivernes omsætningshastighed (AOH) beregnes ligeledes for hver enkelte poster, blot fra balancen, divideret med nettoomsætningen. Hver post i tabel 6.8 beregnes af ovenstående ligning for aktivernes omsætningshastighed (AOH) ved indsætning af værdier fra tabel 6.1 og 6.2.

Niveau 3	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
OG drivere					
Bruttoavance	53,8%	55,4%	58,5%	58,4%	55,4%
Andre eksterne omkostninger	-17,2%	-18,5%	-18,7%	-18,7%	-18,5%
Administrationsomkostninger	-32,5%	-34,4%	-32,3%	-32,8%	-30,1%
OG fra salg før skat	4,2%	2,6%	7,5%	6,9%	6,7%
Skat på OG fra salg	-0,9%	-0,8%	-2,3%	-2,2%	-1,9%
OG fra salg	3,3%	1,7%	5,2%	4,7%	4,8%
Andre poster, efter skat	0,3%	0,7%	0,6%	1,2%	0,4%
OG	3,6%	2,5%	5,7%	5,9%	5,2%
AOH drivere (inverse)					
Immaterielle anlægsaktiver	0,002	0,002	0,015	0,027	0,026
Materielle anlægsaktiver	0,290	0,385	0,319	0,316	0,318
Varebeholdninger	0,203	0,214	0,187	0,225	0,228
Tilgodehavender fra salg	0,163	0,156	0,131	0,129	0,126
Øvrige driftsaktiver	0,658	0,757	0,652	0,697	0,698
Hensatte forpligtelser					
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-0,050	-0,059	-0,054	-0,048	-0,045
Øvrige driftsforpligtelser	-0,149	-0,166	-0,126	-0,131	-0,130
1/AOH	0,459	0,533	0,471	0,519	0,523
Netto driftskapital	0,315	0,312	0,264	0,307	0,309
Øvrig NDA	0,143	0,221	0,207	0,212	0,214
1/AOH	0,459	0,533	0,471	0,519	0,523
	2,180	1,876	2,123	1,928	1,910
AOH Tilgodehavender	6,14	6,39	7,66	7,74	7,96
AOH Varelager	4,93	4,67	5,33	4,44	4,38
AOH Leverandører	19,91	17,00	18,47	20,93	22,39

Figur 6.8: Analyse af underliggende drivere for Egetæpper.

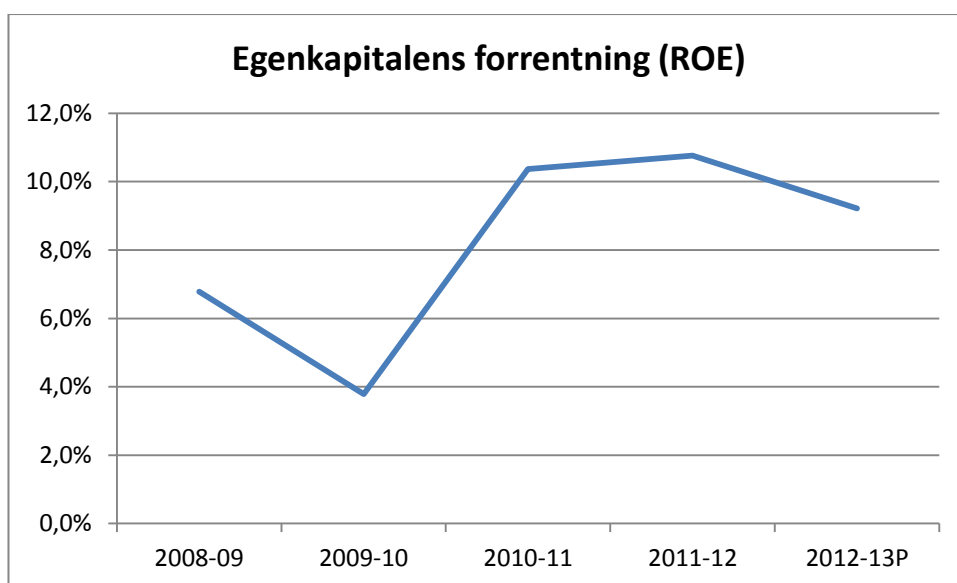
6.3. Nøgletalsanalyse

Nøgletalsanalysen fastlægger virksomhedens historiske rentabilitet og vækst.

Egenkapitalforrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning viser forrentningen af den kapital, der gennemsnitlig har været placeret i virksomheden i den pågældende periode.

Nedenstående figur viser en grafisk fremstilling af udviklingen af egenkapitalens forrentning i de seneste fem år.



Figur 6.9: Egenkapitalens forrentning (ROE) for Egetæpper.

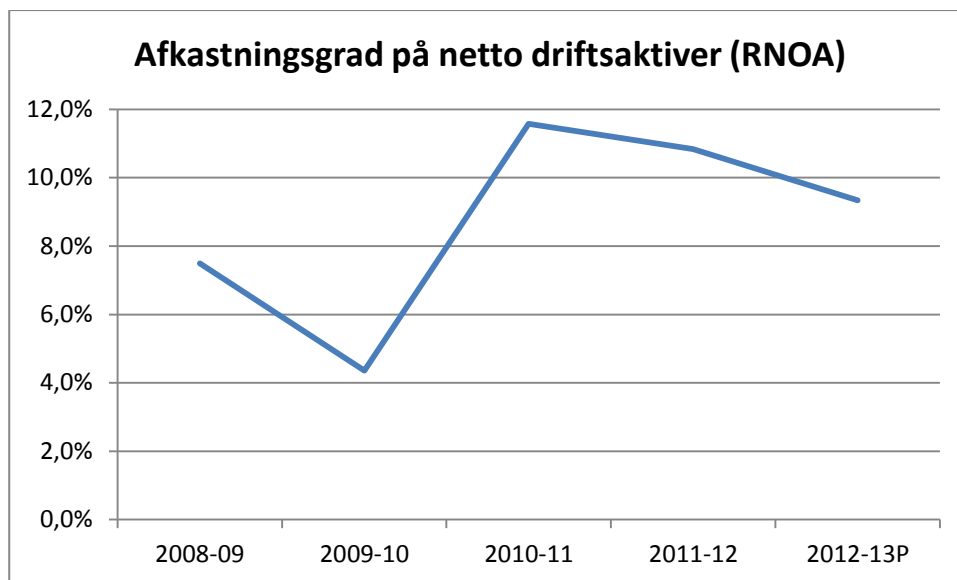
Det ses af figur 6.9, at egenkapitalens forrentning (ROE) i 2008/09 lå på ca. 7%, og faldt til ca. 4% i 2009/10. Et markant løft i de følgende år, med fine overskud, gjorde at egenkapitalens forrentning (ROE) steg til først ca. 10% derefter til ca. 11%. Det skønnede resultat for 2012/13 ligger på samme niveau, med en værdi på ca. 9%.

Egenkapitalens forrentning (ROE) afhænger dels af udviklingen i afkastningsgraden (RNOA), der angiver, hvor profitabelt virksomheden udnytter nettoaktiverne, dels af den finansielle gearing, der viser hvordan virksomheden har sammensat finansieringen af sine nettodriftsaktiver. De to drivere vil i det følgende blive diskuteret.

Afkastningsgrad på netto driftsaktiver (RNOA)

Afkastningsgraden viser virksomhedens evne til at generere driftsoverskud i forhold til virksomhedens driftsaktiver.

Nedenstående figur viser udviklingen i afkastningsgraden i de seneste fem år for Egetæpper.



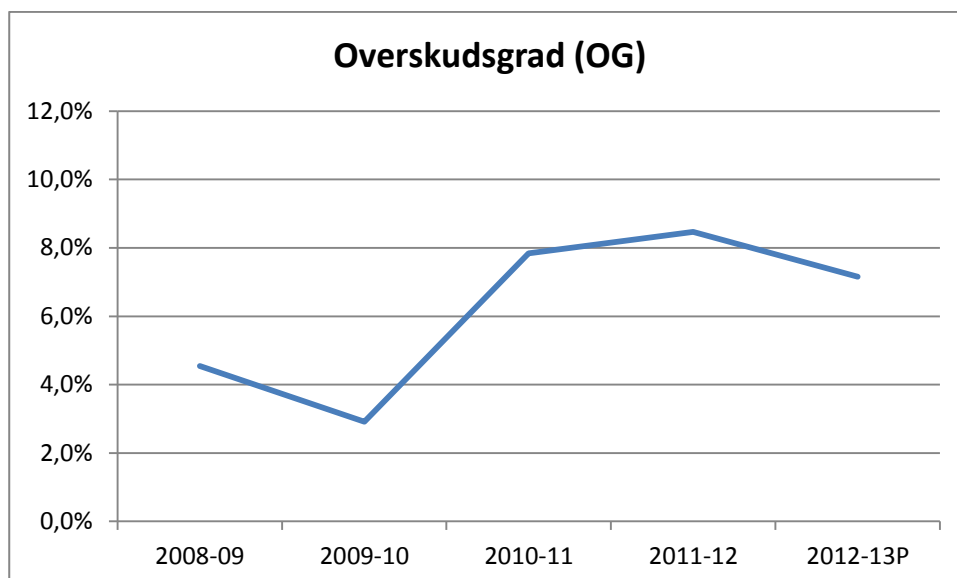
Figur 6.10: Afkastningsgrad (RNOA) for Egetæpper.

Efter et dyk fra ca. 8% i 2008/09 til ca. 4% i 2009/10, som fra et investorsynspunkt ikke var tilfredsstillende, steg afkastningsgraden til henholdsvis ca. 12% og ca. 11% i årene 2010/11 og 2011/12. Resultatet for den skønnede år 2012/13 viser en solid afkastningsgrad på ca. 9%. Der ses dog en tendens til en let faldende afkastningsgrad de seneste tre regnskabsår. Det er noget, man som investor skal være opmærksom på, da afkastningsgraden foretrækkes at være så høj som muligt. Dette betyder, at Egetæpper i mindre grad har omsat deres driftsaktiver til driftsoverskud.

Overskudsgrad (OG)

Overskudsgraden måler virksomhedens evne til at generere driftsoverskud i forhold til nettoomsætningen, eller hvordan virksomheden omkostningstilpasser sig i forhold til sin omsætning.

Følgende figur viser udviklingen i overskudsgraden de seneste fem år for Egetæpper.



Figur 6.11: Overskudsgrad (OG) for Egetæpper.

Overskudsgraden er faldet fra regnskabsårene 2008/09 til 2009/10 fra henholdsvis ca. 4% til ca. 3%. I de følgende to år er overskudsgraden steget til ca. 8% og til ca. 9% i årene henholdsvis 2010/11 og 2011/12. I det skønnede regnskabsår 2012/13 er den faldet til ca. 7%.

Til trods for en stigende omsætning har Egetæpper formået at holde omkostningerne nede. Egetæppers omsætning faldt brat i 2009/10, hvilket primært skyldtes et faldende aktivitetsniveau i byggebranchen i Europa.³¹ Virksomheden reducerede samme periode det gennemsnitlige antal medarbejderne med 74 svarende til en reduktion på ca. 14% i antal af ansatte. Effekten af denne omstilling af virksomheden tager tid, samtidigt med at et dyrt produktionsapparat stadigvæk skal vedligeholdes og afskrives på. I 2010/11 ses effekten af trimningen af selskabet, samt en turn-around i økonomien drevet af ændrede valutakurser på de større eksportmarkeder. Det giver en bedre dækningsgrad, som også resulterer i stigning i afkast og overskudsgrad.³²

I dekomponeringen af overskudsgraden i 2009/10, ses at administrationsomkostninger og andre eksterne omkostninger steg henholdsvis med ca. 2% point og ca. 1% point i forhold til 2008/09. Tilsvarende steg bruttoavance med ca. 2% point i samme periode. De høje administrationsomkostninger i 2009/10 kan dermed lægges til grund for en del af faldet i overskudsgraden. I 2010/11 var der en stigning i bruttoavance, samtidigt med at

³¹ Egetæpper A/S – Årsrapport 2009/10.

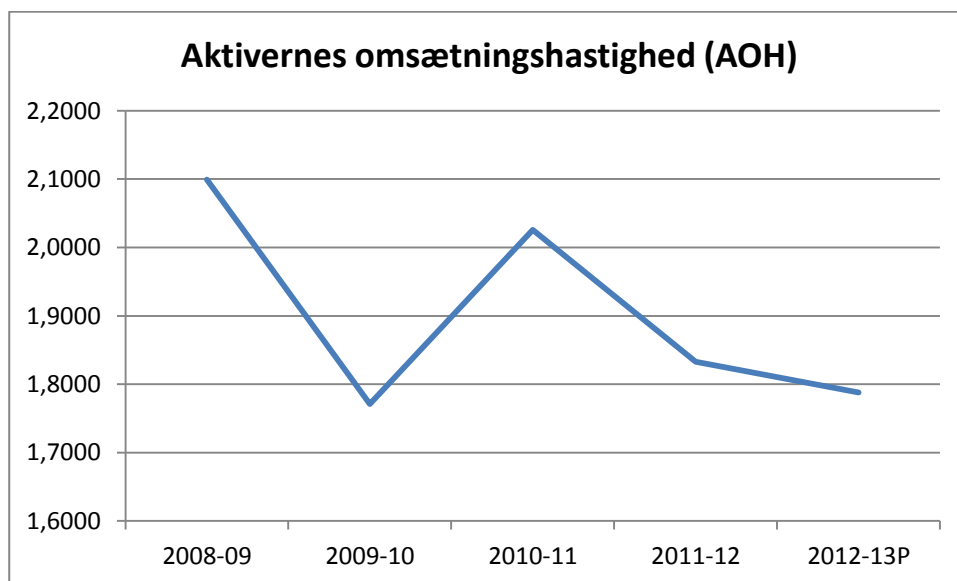
³² Egetæpper A/S – Årsrapport 2010/11.

administrationsomkostningernes andel af overskudsdriverne faldt, dette gjorde at overskudsgraden steg markant.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed er et nøgletal, der viser virksomhedens evne til at skabe omsætning, i forhold til hvor meget værdi der bundet i aktiverne.

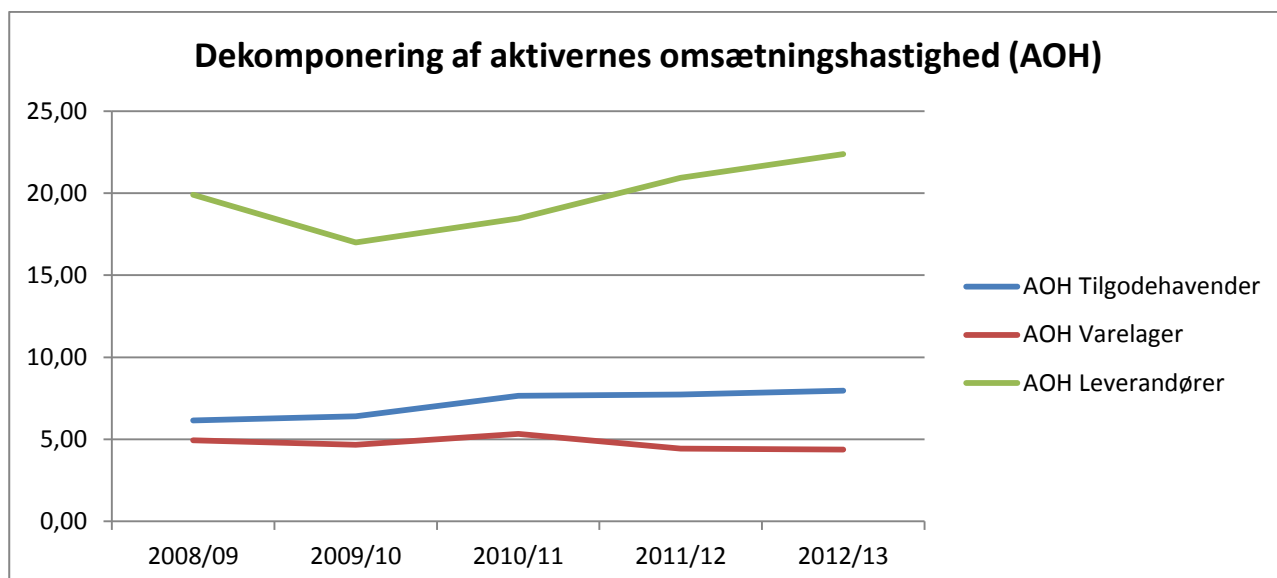
Nedenstående figur viser udviklingen i aktivernes omsætningshastighed de seneste fem år for Egetæpper.



Figur 6.12: Aktivernes omsætningshastighed (AOH) for Egetæpper.

Der er sket et fald i aktivernes omsætningshastighed fra 2008/09 til 2009/10, der skyldes det tidligere omtalte fald i aktiviteterne. Efter en stigning i 2010/11, faldt omsætningshastigheden tilbage til niveauet fra 2009/10. Denne udvikling sker i en periode, hvor Egetæpper har en stigende omsætning, men en omsætningshastighed som i kriseåret. Det må betegnes som utilfredsstillende. En yderligere dekomponering er nødvendig for at finde årsagen.

Følgende graf viser dekomponeringen af aktivernes omsætningshastighed de seneste fem år for Egetæpper.



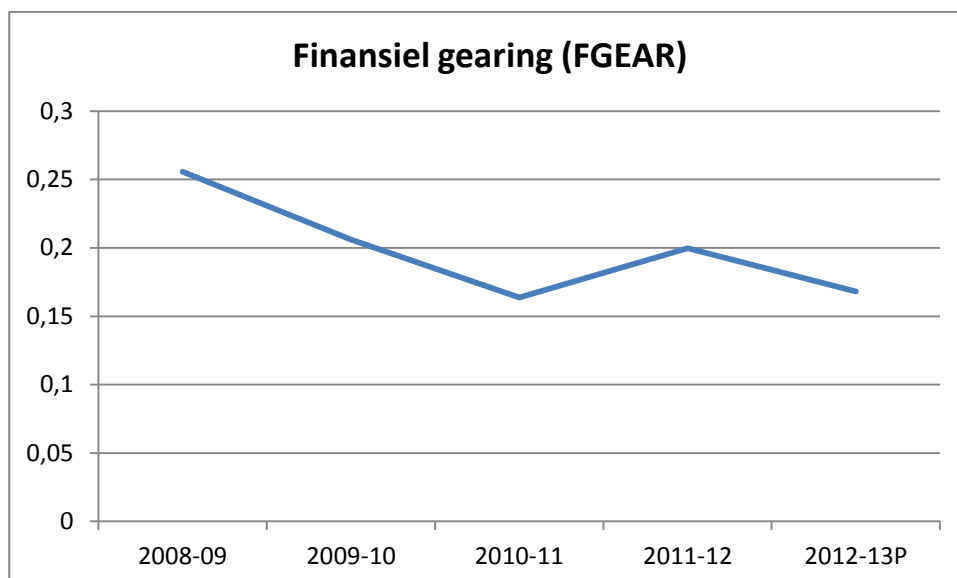
Figur 6.13: Dekomponering af aktivernes omsætningshastighed (AOH) for Egetæpper.

Ved at dekomponere tilgodehavenders omsætningshastighed, varelagers omsætningshastighed og leverandørers omsætningshastighed ses, at tilgodehavenders og varelagrenes omsætningshastighed er nogenlunde konstante, mens leverandørernes omsætningshastighed er steget fra 2009/10 og frem til 2012/13. Egetæppers leverandørgæld er faldet fra 2009/10 fra 42 mio. DKK til 34 mio. DKK i 2011/12. Det skyldes ikke et fald i varebeholdninger, da beholdningen steg med 62 mio. i samme periode. Det kan for eksempel skyldes forkortede betalingsfrister fra leverandørernes side, eventuelt kompenseret med kontantrabatter i forbindelse med hurtige betalinger. Reducerede omkostninger i administrationen der resulterende i færre kreditkøb, kan også være en medvirkende årsag.

Finansiel gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing viser hvordan virksomhedens finansiering af nettodriftsaktiver er sammensat.

Følgende figur viser udviklingen i finansiell gearing de seneste fem år for Egetæpper.



Figur 6.14: Finansiell gearing (FGEAR) Egetæpper.

Den generelt faldende finansielle gearing skyldes faldende netto finansielle forpligtelser.

I 2011/12 er der købt materielle anlægsaktiver for ca. 29 mio. DKK samt investeret ca. 8 mio. DKK i spinderiet i Litauen. Disse investeringer er primært finansieret gennem pengestrømme fra driftsaktiviteten. Tilsvarende er gæld til kreditinstitutter reduceret med ca. 6 mio. DKK og rentebærende nettogæld reduceret med 1,6 mio. DKK.³³

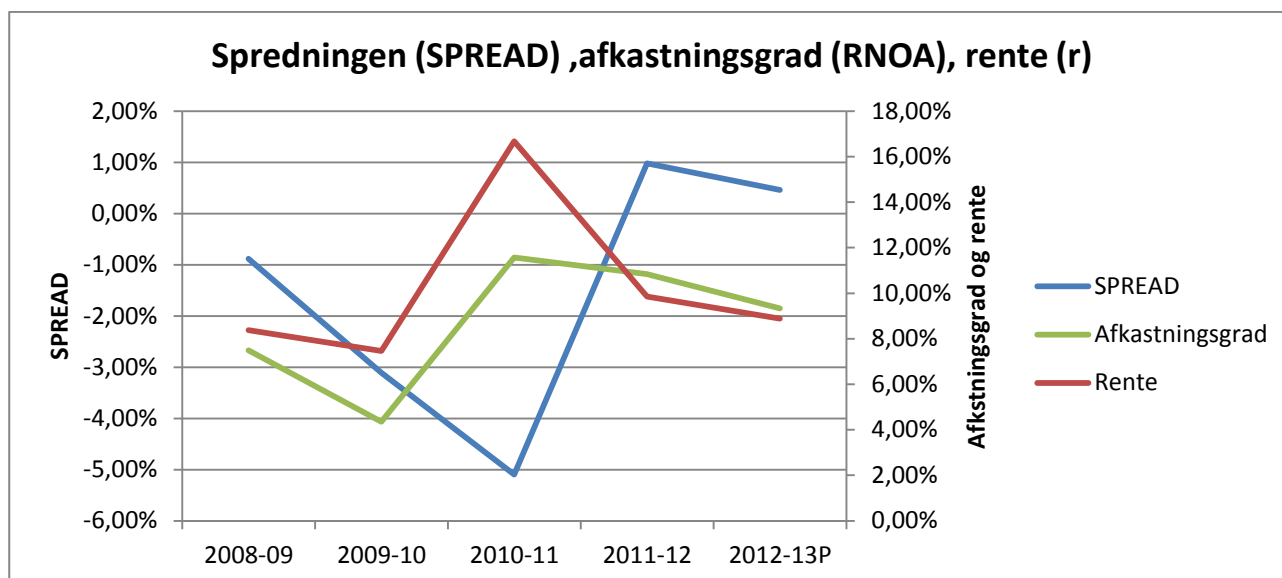
I regnskabsåret 2011/12 er der alligevel optaget ny bankgæld på ca. 6 mio. DKK. Dette tyder på et bevist valg af finansiell gearing hos Egetæpper for stadig at have adgang til egne likvider i banken.

Spredningen (SPREAD)

SPREAD er forskellen mellem afkastet på driftsaktiviteterne (RNOA) og netto låneomkostningerne i procent (r).

Følgende figur viser udviklingen i spredningen de seneste fem år for Egetæpper sammenholdt med afkastningsgraden og netto låneomkostningerne i procent (r).

³³ Egetæpper A/S – Årsrapport 2011/12.



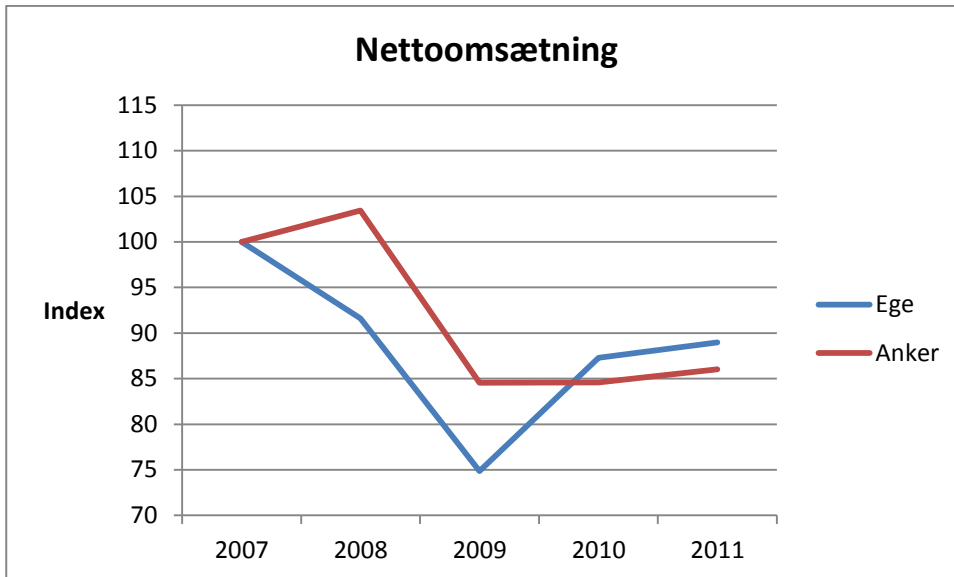
Figur 6.15: Spredningen(SPREAD), afkastningsgrad(RNOA) og rente(r) for Egetæpper.

Af den negative spredning på grafen ses, at der er tabt penge på fremmedkapitalen i nedgangsårene 2008/09, 2009/10 og 2010/11. Dette skyldes blandt andet låneoptagelse i 2010/11, hvor netto finansielle forpligtelser steg med 32 mio. DKK. Yderligere steg renten markant i 2010/11, hvilket betød øgede finansielle omkostninger. I de seneste 2 år er afkastet på driftsaktiviteterne større end netto låneomkostninger, dog kun med ca. 1% og ca. 0,5%. Denne positive rentemarginal viser en positiv udvikling i Egetæppers finansielle forpligtelser.

6.4. Peer-group sammenligning

I det følgende sammenlignes Egetæpper og ANKER-TEPPICHBODEN på nettoomsætning og overskudsgrad (OG). Formålet er, at undersøge om Egetæppers udvikling svarer til, en direkte sammenlignelig konkurrent, på de udvalgte nøgletal.

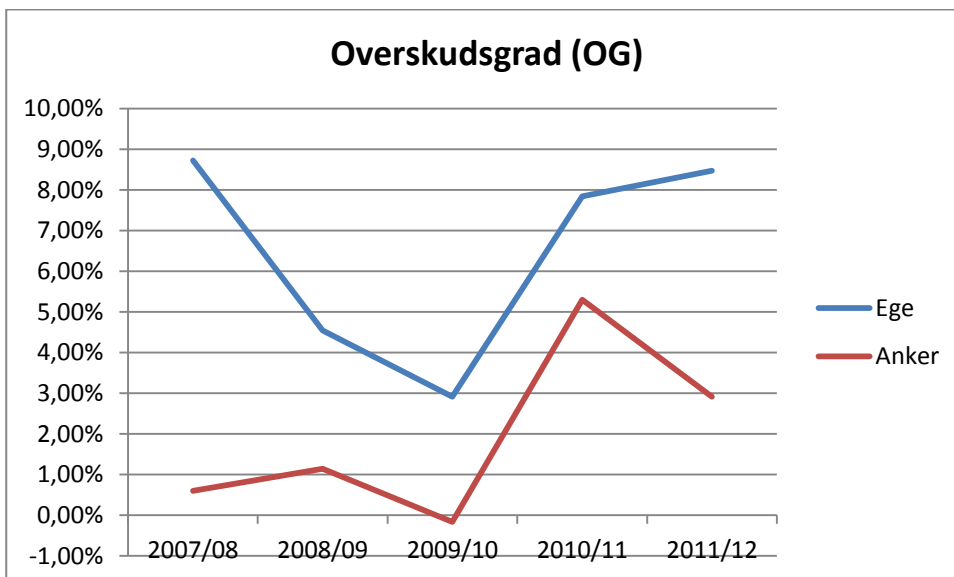
Følgende figur viser udviklingen nettoomsætningen for Egetæpper og ANKER-TEPPICHBODEN fra 2007 til 2011. ANKER-TEPPICHBODENS regnskabsår er valgt som sammenligningsår.



Figur 6.16: Nettoomsætning for Anker Teppichboden og Egetæpper.

Figuren viser, at virksomhedernes udvikling i omsætning følger sammen tendens. Dog har Egetæpper haft et kraftigere dyk i nettoomsætningen, men har demonstreret, at de er kommet lidt bedre ud af krisen end deres konkurrent.

Følgende figur viser overskudsgrader for perioden 2007/08 til 2011/12.



Figur 6.17: Overskudsgrad(OG) for Anker Teppichboden og Egetæpper.

Det ses af figuren, at Egetæpper og Anker Teppichboden følger samme tendens for overskudsgraden (OG). Egetæpper leverer generelt en bedre overskudsgrad end konkurrenten, og har i 2011/12 vist en fortsat stabilitet.

6.5. Sammenfatning af regnskabsanalysen

Analysen afslører flere interessante udviklinger. Omsætningen har været på rutsjetur siden 2008/09 med et markant fald i 2009/10, som må betegnes som Egetæppers kriseår. Siden da er omsætningen steget og er i 2012/13 tilbage på et niveau, som tangerer året 2008/09. På grundlag af dette kan konkluderes, at Egetæpper har overstået den økonomiske krise og nu er klar til nye udfordringer.

Overskudsgraden har været stigende i de seneste 3 regnskabsår, hvilket indikerer en god håndtering af omkostningerne i virksomheden. Netop en sund håndtering af omkostningerne er vigtigt, hvis Egetæppers skal fortsætte fremgangen.

Aktivernes omsætningshastighed er faldende, hvilket umiddelbart er negativt. Ved nærmere undersøgelse ses dog, at årsagen er en faldende leverandørgæld, hvilket kan betyde kortere betalingsfrister.

Samme effekt ses på den finansielle gearing, hvor de finansielle forpligtelser ikke er påvirket af de øgede investeringer. Dog viser yderligere gennemgang et øget likviditetsberedskab samtidig med en reducere af gælden.

Resultatet betyder en turn-around i spredningen (SPREAD), efter optagelser af lån i 2008/09 med betydelige renteudgifter til følge. I de sidste to år ses en reduktion af finansielle omkostninger, der opstår på grund af et større afkast på driftsaktiverne end omkostningerne på lån.

Sammenligningen med ANKER-TEPPICHBODEN viser, at Egetæpper påvirkes af krisen ligesom deres konkurrenter, men har været hurtigere til at omstille sig og dermed vende resultaterne.

Samlet set er Egetæpper en virksomhed i vækst, hvor der, på trods af investeringer i nye datterselskaber og fabrikker stadigvæk leveres tilfredsstillende overskud til ejerne. En virksomhed med en god soliditet og styrken til at modstå de udfordringer der kan opstå i fremtiden.

7. Budgettering

I budgetteringen skal værdidrivere bestemmes baseret på den strategiske analyse og historiske tal fra den regnskabsmæssige analyse.

7.1. Budgetperiodens længde

Til værdiansættelsen bruges den diskonterede cash-flow model (DCF). Budgetperioden løber over fem år frem til terminalperioden, idet det herefter ikke længere er relevant at budgettere, idet der her indtræffer steady state. Derefter arbejdes med konstante vækstrater i budgettet.

Budgetperioden er for overblikkets skyld og til brug for følsomhedsanalysen fastlagt til fulde fem år frem til regnskabsåret 2017/18. Terminalperioden vil derfor indtræffe i regnskabsåret 2018/19.

Det skønnes, at der ikke kan argumenteres for større variationer i for eksempel omsætningsvæksten eller bruttoavanceprocenten. Der bruges derfor samme satser i hele perioden, ligesom samme værdier også benyttes i terminalperioden.

7.2. Værdidrivere

Følgende værdidrivere benyttes i budgetteringen:

- Omsætningsvækstrater
- Omsætningsudvikling
- Bruttoavanceprocent
- Driftsomkostninger
- Andre driftsindtægter
- Netto Finansielle Forpligtelser/Netto Driftsaktiver
- Gældsomkostninger efter skat
- Skatteprocent

Omsætningsvækstrater og omsætningsudvikling

Omsætningen er en væsentlig parameter til brug for at danne et overordnet overblik over udviklingen i virksomheden. Egetæpper har de senere år vist stigende omsætningstal, og der er intet der indikerer, at denne udvikling i omsætningen skulle ændres i den nærmeste fremtid.

Det er ikke størrelsen af omsætningen der er afgørende, men den udvikling der har været igennem i de seneste år, der ligger til grund for budgetteringen af omsætningen de kommende år.

I følgende figur ses historiske værdier for udviklingen i omsætningen og omsætningsvækstraten.

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P
Nettoomsætning t.DKK	775.226	633.210	738.430	752.802	779.580
Indeks	100	81,7	95,3	97,1	100,6
Omsætningsvækstrate / år til år udvikling %		-18,3	16,7	1,9	3,6

Figur 7.1: Historisk omsætningsudvikling for Egetæpper.

Som det ses, har Egetæpper i forbindelse med krisen haft et dyk i omsætningen i 2009/10 i forhold til regnskabsåret før. I det efterfølgende år 2010/11 ses en voldsom stigning, som næsten kompenserer for det tab der var året før. I de sidste to år ses en jævn stigning, så virksomheden nu ligger en smule over omsætningen fra indeksåret 2008/09.

Ovenstående udvikling resulterer i en budgetteret omsætningsvækstrate på 3% de kommende år, som vist i nedenstående figur.

	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
Omsætningsvækstrate	3%	3%	3%	3%	3%	3%

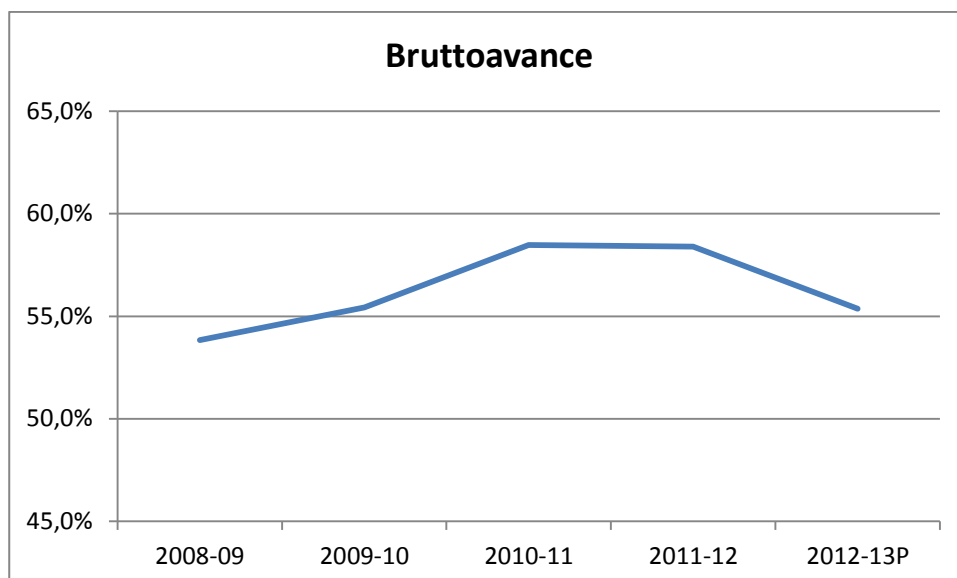
Figur 7.2: Forventet omsætningsvækst for Egetæpper.

Som det ses, sættes omsætningsvæksten også til 3% i terminalperioden.

Bruttoavanceprocent

Bruttoavancen er opgjort som bruttoresultatet divideret med nettoomsætningen. I de seneste fem regnskabsår har bruttoavancen ligget gennemsnitligt på ca. 56% med meget små udsving.

I følgende figur ses en grafisk fremstilling af bruttoavancen for egetæpper i de seneste fem regnskabsår. For yderligere talmateriale henvises til bilag 4.



Figur 7.3: Historisk bruttoavance for Egetæpper.

Den faldende tendens i det skønnede år 2012/13 skyldes stigende råvarepriser, jævnfør delårsrapporten pr. 31. januar 2013. Dette kompenseres for ved generelt faldende omkostninger, idet de faste omkostninger faldt ca. 1% point de første tre kvartaler af 2012/13.³⁴

På dette grundlag er skønnet en bruttomargin på 55% for den kommende budgetperiode samt for terminalperioden. Der budgetteres med et lidt lavere gennemsnit end de historiske, da det antages, at råvarepriserne vil fortsætte på det nuværende niveau med mulighed for en mindre stigning. I følgende figur vises den skønnede bruttoavanceprocent.

	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
Bruttoavanceprocent	55%	55%	55%	55%	55%	55%

Figur 7.4: Forventet bruttoavanceprocent for Egetæpper.

Driftsomkostninger

Nedenstående tabel viser den historiske udvikling af driftsomkostninger i forhold til omsætning for de seneste fem regnskabsår. For yderligere talmateriale henvises til figur 6.1.

	2008-09	2009-10	2010-11	2011-12	2012-13P
Drift i forhold til omsætning i %	50%	53%	51%	52%	49%

Figur 7.5: Historisk drift i forhold til omsætning for Egetæpper i %.

³⁴ Delårsrapport 3. kv. 2012-13 – Egetæpper A/S

Driftsomkostningerne i Egetæpper er nogenlunde konstante i forhold til omsætningen med et gennemsnitligt forhold på ca. 51% for de seneste fem regnskabsår. Der er ingen indikation af, at dette skulle ændres væsentligt i budgetteringsperioden.

Forholdet imellem driftsomkostninger og omsætning sættes derfor til 50% i budgetperioden, hvilket ses i nedenstående figur.

	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
Drift i forhold til omsætning i %	50%	50%	50%	50%	50%	50%

Figur 7.6: Forventede driftsomkostninger i forhold til omsætning for Egetæpper.

Andre driftsindtægter

Andre driftsindtægter bestod i 2011/12 primært af gevinster ved salg af maskiner fra fabrikken i Vejle, der er under afvikling. Lignende indtægter er rapporteret i 2012/13 dog i reduceret størrelse. Det antages, at salg af maskiner vil blive afsluttet indenfor regnskabsåret 2012/13. Der er ingen faktuelle oplysninger om, hvilke aktiver beløbet indeholder. Det antages derfor, at der ikke vil komme andre driftsindtægter af nævneværdig karakter i budgetperioden. Der er derfor ikke budgetteret med andre driftsindtægter.

Netto Finansielle Forpligtelser/Netto Driftsaktiver

Den historiske udvikling af forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og netto driftsaktiver for de seneste fem regnskabsår ses i figur 7.7. For yderligere talmateriale henvises til figur 6.2.

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Netto Finansielle Forpligtelser/Netto Driftsaktiver (NFF/NDA)	23%	11%	17%	16%	13%

Figur 7.7: Netto finansielle forpligtelser i forhold til netto driftsaktiver for Egetæpper.

Efter et relativt højt forhold i 2008/09 ses forholdet imellem netto finansielle forpligtelser og netto driftsaktiver at svinge omkring ca. 15%. Forholdet er derfor i budgetteringsperioden sat til 15%, hvilket ses i følgende figur.

	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
Netto Finansielle Forpligtelser/Netto Driftsaktiver (NFF/NDA)	15%	15%	15%	15%	15%	15%

Figur 7.8: Forventede netto finansielle forpligtelser i forhold til netto driftsaktiver for Egetæpper.

Gældsomkostninger efter skat

Renten på netto låneomkostninger i % efter skat (NFO) skal beregnes for de seneste fem regnskabsår. Dette ses i nedenstående figur. Netto låneomkostninger (NFO) findes ved at tage netto finansielle omkostninger (efter skat) divideret med gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser. For yderligere talmateriale henvises til figur 6.1 og 6.2.

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Netto låneomkostninger i % (NFO)	8%	7%	17%	10%	9%

Figur 7.9: Netto låneomkostninger i forhold til netto finansielle forpligtelser for Egetæpper.

Udviklingen viser, at låneomkostninger steg i 2010/11, hvorefter de efterfølgende faldt til et niveaulidt højere end 2009/10. De netto finansielle omkostninger falder blandt andet baseret på antagelsen om, at der ikke vil blive opkøbt virksomheder med behov for ekstern tilførsel af kapital. I budgettet antages at låneomkostninger vil falde lineært.

Nedenstående tabel viser de budgetterede netto låneomkostninger i procent, som antages at være jævnt faldende.

	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
Netto låneomkostninger i % (NFO)	9%	9%	8%	7%	6%	6%

Figur 7.10: Forventede netto låneomkostninger for Egetæpper.

Skatteprocent

Den effektive skatteprocent har varieret meget de tidligere år, blandt andet på grund af fradrag. Dette er der ikke taget hensyn til i budgetteringen. Forslaget fra den nuværende regering med nedsættelse af selskabsskatten til 22% i perioden 2014 til 2016 med 1% pr. år, tages der heller ikke hensyn til. I opgaven er det valgt at sætte selskabsskatteprocenten til 25%, hvilket er den værdi, der benyttes i budgetperioden.

7.3. Budgetteret resultatopgørelse

På baggrund af ovenstående værdidrivere opstilles de budgetterede resultatopgørelser for Egetæpper.

Resultatopgørelser i t.DKK	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
Nettoomsætning	802.967	827.056	851.868	877.424	903.747	930.859
Bruttofortjeneste	441.632	454.881	468.527	482.583	497.061	511.973
Administrationsomkostninger	401.484	413.528	425.934	438.712	451.873	465.430
Driftsoverskud fra salg før skat	40.148	41.353	42.593	43.871	45.187	46.543
Skat på driftsoverskud	10.037	10.338	10.648	10.968	11.297	11.636
Driftsoverskud efter skat	30.111	31.015	31.945	32.903	33.891	34.907
Netto finansielle omkostninger	5.054	5.973	5.469	4.929	4.352	4.482
Nettooverskud	25.057	25.041	26.476	27.974	29.539	30.425

Figur 7.11: Budgetterede resultatopgørelser for Egetæpper.

Resultatopgørelsen viser, som forventet, et jævnt stigende overskud.

7.4. Budgetteret balance

Den budgetterede balance opdeles i nettodriftsaktiver og netto finansielle forpligtelser. Forskellen mellem disse er egenkapitalen.

Balancer i t.DKK	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
Netto driftsaktiver	442.475	455.749	469.422	483.505	498.010	512.950
Netto finansielle forpligtelser	66.371	68.362	70.413	72.526	74.701	76.943
Egenkapital	371.300	382.583	394.205	406.175	418.504	431.204

Figur 7.12: Budgetterede balancer for Egetæpper.

Denne reformulerede opgørelse er grundstenen i DCF-modellen, hvor ændringen i nettodriftsaktiver imellem årene skal anvendes. Det giver også et overblik over virksomhedens fremdrift, samt om aktiver og forpligtelser følger hinanden.

7.5. Sammenfatning af budgettering

Målet med den strategiske analyse og regnskabsanalysen er, at skabe et grundlag for budgetteringen. Den strategiske analyse ser på virksomhedens interne og eksterne kapabiliteter, og regnskabsanalysen redegør for de historiske data. Af dette er estimeret vækstrater, bruttoavancer, driftsomkostninger med videre til brug i budgetteringen, så driftsoverskud, nettodriftsaktiver og egenkapitalen i budgettet kan findes. Dette bruges i værdiansættelsesmodellen.

8. Værdiansættelse

For at værdiansætte egenkapitalen af Egetæpper og dermed kursen på aktien, skal først en række delkomponenter beregnes. En række indledende beregninger danner basis for beregning af CAPM og WACC. Den strategiske analyse og regnskabsanalysen er basis for det udarbejdede budget, der anvendes til beregning af det frie cash flow i budgetperioden.

Dernæst benyttes DCF-modellen (Det frie cash flow), til beregning af virksomhedens værdi. De frie cash flow tilbagediskonteres og virksomhedens værdi findes. Dernæst fratrækkes markedsværdien af netto finansielle forpligtelser, hvorfra man derefter finder egenkapitalværdien.³⁵ Værdien per aktie kan efterfølgende findes ved at dividere med antal aktier i markedet.

DCF modellen ser ud som følger:

$$V_0^E = \frac{\bar{C}_1 - \bar{I}_1}{\rho_F} + \frac{\bar{C}_2 - \bar{I}_2}{\rho_F^2} + \dots + \frac{\bar{C}_T - \bar{I}_T}{\rho_F^T} + \frac{\bar{CV}_T}{\rho_F^T} - V_0^D$$

Hvor $C - I$ = Det frie cash flow (pengestrømme fra drift minus pengestrømme fra investeringer)

ρ_F = virksomhedens kapitalomkostninger (WACC)

³⁵ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 42

8.1. Beregning af delkomponenter til indsættelse i det DCF-modellen

For at værdiansætte de fremtidige cash flow, og dermed værdien for virksomheden, skal CAPM og WACC først beregnes.

Estimering af den risikofrie rente (r_f)

Den risikofrie rente er teoretisk den rente på en nul-kuponobligation, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko. I praksis anbefales at bruge den effektive rente på den toneangivende tiårige statsobligation.³⁶

Pr. 14/4-2013 er den effektive rente på Danske Stat Stående lån med udløb år i 2023 1,45%.³⁷

Dermed fastsættes: $r_f = 1,45\%$

Estimering af den systematiske risiko (β)

Den systematiske risiko et aktiv har, afhænger af hvilken investering det er. Beta er et relativt risikomål, hvis tolkning er vist i nedenstående figur.

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

Figur 8.1: Tolkning af Beta.

Nøgletal fra Carnegie Worldwide viser, at betaværdien på det danske aktiemarked de sidste 5 år har været 1,02³⁸

I denne opgave er beta sat til 1,10. Historiske tal er ikke nødvendigvis anvendelige til at estimere det fremtidige forløb. Ved at sætte beta til 1,10 er Egetæpper placeret med lidt større risiko end resten af markedet.

³⁶ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 51

³⁷ www.nasdaqomxnordic.com

³⁸ <http://www.cww.dk/investeringsprodukter/danske-aktier/noegletal>

Estimering af forventede afkast på markedsporteføljen

I en undersøgelse fra PricewaterhouseCoopers fra 2009 er markedsrisikopræmien i gennemsnit 4,9%.³⁹ I denne opgave er det valgt at fastsætte markedsrisikopræmien til 5,2%, da denne præmie har været jævnt stigende i perioden frem til 2009. Det antages at denne udvikling er forsat frem til 2013. Markedets risikopræmie er defineret til: $(E(r_m) - r_f) = 5,2\%$

Beregning af ejernes afkastkrav ved CAPM modellen (r_e)

Ejernes afkastkrav findes ved CAPM-modellen (Capital Asset Pricing Model). Afkastkravet skal beregnes til udregning af egenkapitalværdien, så ejernes afkastkrav til investeringen svarer til en alternativ investering med samme risikograd. Modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomheds aktier og afkastet på hele markedet eller porteføljen.⁴⁰

CAPM-modellen udtrykkes således:

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

hvor r_f = Risikofri rente

β = Systematisk risiko

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

$(E(r_m) - r_f)$ = Markedets risikopræmie

Ved brug af ovenstående afsnits beregninger og CAPM kan ejernes afkastkrav beregnet.

Afkastkravet er ifølge CAPM.

$$r_e = 1,45\% + (1,1 \times 5,2\%) = 7,17\%$$

Fordelen ved modellen er, at den er simpel og forståelig. Kritikken af modellen er blandt andet, at afkastet på hele markedet i praksis er umuligt at fastlægge, da det skulle indeholde alle typer værdier, som besiddes af enhver investering. Derfor erstattes det typisk med et markedsindekstal. Dette er ikke en uskadelig metode, fordi den kan lede til forkerte konklusioner af CAPM. CAPM kan heller ikke testes empirisk, da en ægte markedsportefølje ikke kan observeres. Denne kritik er kendt som "Rolls kritik".

³⁹ "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet" PricewaterhouseCoopers 2010, www.pwc.dk

⁴⁰ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 50

Beregning af långivernes afkastkrav (r_g)

Långivers afkastkrav bør baseres på markedsrenten, det vil sige den rente som virksomheden kan låne til i dag. Långivers afkastkrav (r_g), også udtrykt som de finansielle forpligtelser, beregnes ved.

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

Hvor: r_f = Risikofri rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskatteprocent

Den risikofri rente blev fastlagt til 1,45%.

Det selskabsspecifikke risikotillæg er långivernes kompensation for den eksisterende risiko for, at virksomheden ikke kan tilbagebetale lånet. I seneste årsrapport fra Egetæpper er renten på langfristede forpligtelser ikke opgivet. Ifølge NN Markedsdata har Egetæpper en A01 kreditrating, som er den bedste der findes. Det betyder i praksis et kreditmaksimum på 6 mio. DKK, som 10 kreditorer alle kan yde samtidigt.⁴¹ Det selskabsspecifikke risikotillæg er skønnet til 4,0%, da Egetæpper har en god kreditrating.⁴²

I det selskabsskatteprocenten i afgrænsningen blev fastlagt til 25%, kan långivernes afkastkrav beregnes:

$$r_g = (1,45 + 4,0) * (1 - 0,25) = 4,09\%$$

⁴¹ erhverv.nnmarkedsdata.dk

⁴² "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup s. 52

Beregning af gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

For at gennemføre værdiansættelsen skal de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) beregnes.

Formlen for WACC er følgende:

$$r_{\text{wacc}} = \frac{V_0^E}{V_0^{\text{NDA}}} \cdot r_e + \frac{V_0^{\text{NFF}}}{V_0^{\text{NDA}}} \cdot r_g$$

Hvor: r_{wacc} = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = Markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{NDA} = Markedsværdi af virksomheden

r_e = Ejernes afkastkrav (CAPM)

r_g = Långivers afkastkrav efter skat

Markedsværdien af egenkapitalen findes ved indsættelse af lukkekursen og antal aktier per 27.03.2013. Dermed bestemmes egenkapitalen til

$$\begin{aligned} V_0^E &= \text{Antal udstående aktier} \cdot \text{kurs på aktien} \\ &= 2621 \cdot 149 = 390.529. \end{aligned}$$

Markedsværdien af netto finansielle forpligtelser (V_0^{NFF}) findes i figur 6.2. Markedsværdien af virksomheden beregnes som.

$$\begin{aligned} V_0^{\text{NDA}} &= V_0^E + V_0^{\text{NFF}} \\ &= 390.529 + 56.155 = 446.684 \end{aligned}$$

Ved brug ovenstående beregninger kan WACC beregnes som:

$$r_{\text{wacc}} = \frac{390.529}{446.684} \cdot 7,17\% + \frac{56.155}{446.684} \cdot 4,09\% = 6,78\%$$

8.2. Beregning af det frie cash flow (DCF)

Det frie cash flow til virksomheden defineres som:

$$FCF = C - I$$

Hvor: C = Pengestrømmene fra driftsaktiviteten

I = Pengestrømme fra investeringsaktiviteten

For at værdier fra de reformulerede opgørelser kan bruges, skal det frie cash flow omskrives og beregnes:

$$FCF = DO - \Delta NDA$$

Hvor: DO = Driftsoverskuddet (efter skat)

ΔNDA = Ændringen i nettodriftsaktiver

Dermed kan det frie cash flow for budgetperioden beregnes som vist i nedenstående figur.

t.DKK	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
DO	30.111	31.015	31.945	32.903	33.891	34.907
ΔNDA	-3.745	13.274	13.672	14.083	14.505	14.940
FCF	33.856	17.740	18.273	18.821	19.385	19.967

Figur 8.2: Frit cash flow i budgetperioden for Egetæpper.

Med de ovenstående informationer kan DCF-modellen herefter opstilles baseret på de strategiske overvejede budgettal. Dette er vist i nedenstående figur.

I t.DKK		2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19T
DO		30.111	31.015	31.945	32.903	33.891	34.907
NDA	446.220	442.475	455.749	469.422	483.505	498.010	512.950
FCF		33.856	17.740	18.273	18.821	19.385	19.967
Df		1,07	1,14	1,21	1,29	1,38	1,47
NV FCF		31.706	15.558	15.007	14.476	13.963	13.468
Sum NV FCF	104.178						
TV							543.715
NV TV	366.751						
Virksomhedsværdi	470.929						
Netto finansielle Forpligtelser	56.155						
Egenkapitalværdi	414.774						
Værdi per aktie (2,67 mio. aktier)	158,3						

Figur 8.3: DCF-modellen for Egetæpper.

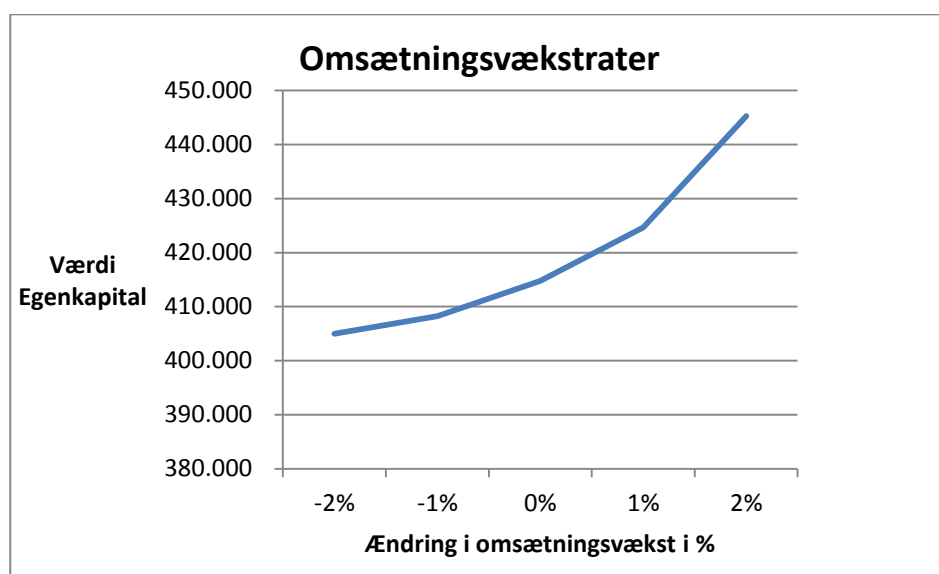
Ved brug af DCF modellen, med udgangspunkt i den strategiske analyse, regnskabsanalysen og budgetteringen, er den teoretiske egenkapitalværdi for Egetæpper pr. 30. april 2013 414.774 t.DKK. Det svarer til en værdi per aktie på 158,3 kr.

8.3. Følsomhedsanalyse af værdiansættelsen

I det følgende afsnit vil følsomheden i de budgetforudsætninger, der er lagt til grund for værdiansættelsen, blive undersøgt.

Omsætningsvækstrater i budgetperioden

Ændring i omsætningsvækstrater i budgettet har indflydelse på værdien af egenkapitalen, som vist i nedenstående figur.



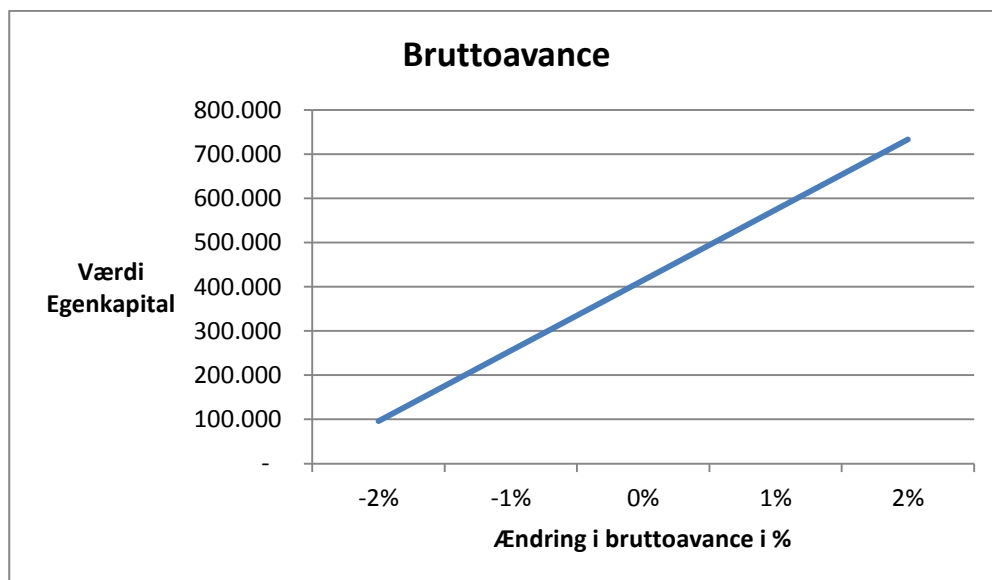
Figur 8.4: Ændring i omsætningsvækstrater for Egetæpper.

En sænkning af omsætningsvækstraten med 2% point til 1% har det ikke den store effekt på værdiansættelsen, der nu bliver sat til 405 mio. DKK. En stigning i omsætningsvækstraten med 2% point til 5% årligt, giver til gengæld en kraftig forøgelse til 445 mio. DKK. I begge tilfælde er terminalvæksten sat til samme værdi.

Det skal nævnes, at terminalvæksten naturligvis har den største effekt. Ved for eksempel 3% vækst frem til terminalperioden, som derefter sættes til 1%, falder værdien af egenkapitalen til 407 mio. DKK.

Bruttoavanceprocenten

Bruttoavanceprocenten er budgetteret til 55%. Ved ændring af denne har det følgende effekt på egenkapitalværdien:

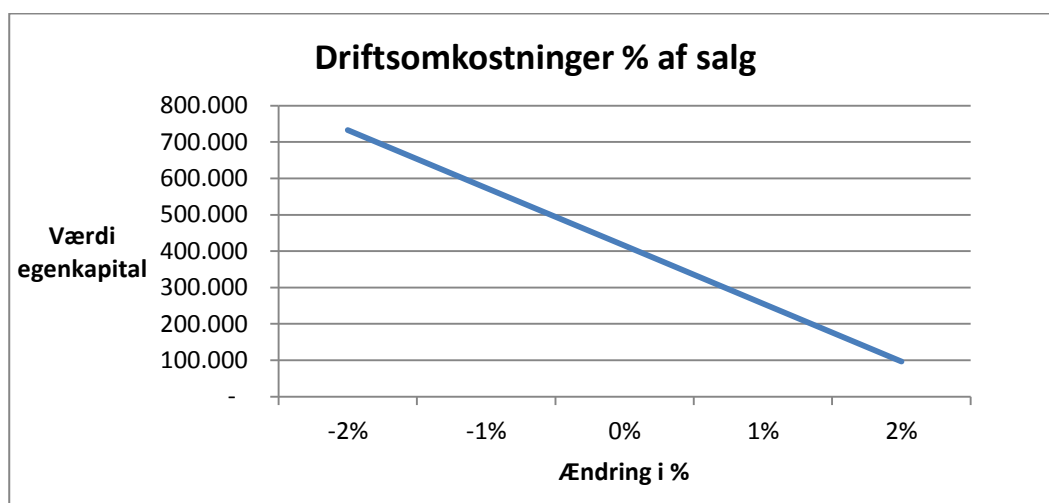


Figur 8.5: Ændring i bruttoavance for Egetæpper

Ovenstående graf viser tydeligt, hvordan små ændringer i bruttoavancen har en stor effekt på den teoretiske værdi af egenkapitalen. Et fald på 2% i bruttoavancen giver en værdi på 96 mio. DKK, hvorimod en stigning på 2% giver en teoretisk værdi på 733 mio. DKK.

Driftsomkostninger i procent af salg

En ændring af andelen af driftsomkostninger i procent i forhold til salget der er budgetteret til 50%, giver følgende effekt på den teoretiske værdi af egenkapitalen.

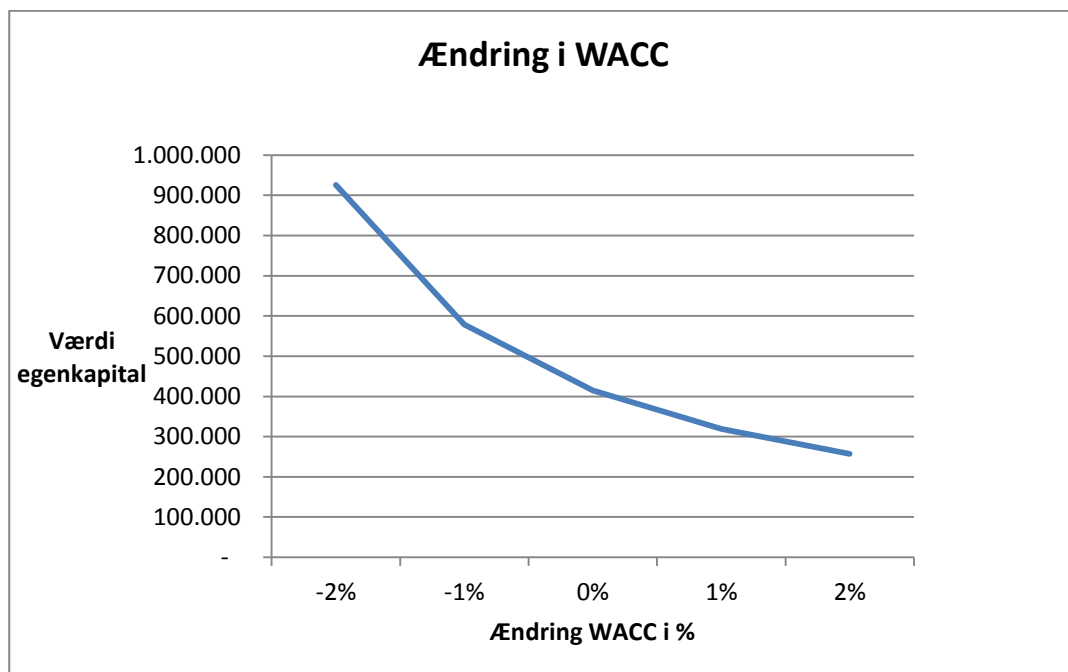


Figur 8.6: Ændring af driftsomkostninger i % af salg for Egetæpper.

Ved en sænkning med 2% point til 48%, bliver den en teoretiske værdiansætning på 733 mio. DKK. Dette gør værdiansætningen af egenkapitalen meget følsom overfor denne parameter.

WACC

Kapitalomkostningerne, WACC, er sat til 6,78% i budgettet. Følsomhedsanalysen i nedenstående graf viser den teoretiske udvikling i værdien på egenkapitalen.



Figur 8.7: Ændring af WACC for Egetæpper.

Grafen viser tydeligt at WACC har en voldsom indflydelse på egenkapitalens værdiansætning. En ændring på -1% point i WACC ændrer den teoretiske værdi af egenkapitalen til 578 mio. DKK, hvorimod en stigning på 1% point reducerer værdien med ca. 100 mio. DKK til 319 mio. DKK.

8.4. Sammenfatning, værdiansættelse

Ved benyttelse af DCF-modellen, er den teoretiske markedsværdi af egenkapitalen pr. 30. april 2013 estimeret til 414.774 kr. eller 158,3 kr. pr. aktie. Da slutkursen for Egetæppers aktie var kr. 149,00 per 31/03-2013, kan det konstateres, at aktien er prisfastsat lidt lavt. Der kan derfor laves en købsanbefaling, jævnfør den teoretiske model.

De efterfølgende følsomhedsanalyser viser, at blot små variationer har store påvirkninger på værdiansættelsen. Dette gør bestemmelsen af værdien noget usikker ved anvendelse af denne model.

9. Konklusion

Formålet ved opgaven var at analysere Egetæppers strategi og økonomiske position for at foretage en værdiansættelse af virksomheden. Derefter skulle sammenlignes med den aktuelle markedsværdi på NASDAQ-OMX, med henblik på en anbefaling om køb eller salg af aktien.

Den strategiske analyse har vist en virksomhed med et godt produkt, der er differentieret i markedet og som præsenterer sig godt i verden. Egetæppers CSR-politik omkring produktion og grøn værdi er en solid del af Egetæppers renommé hos kunderne. Virksomheden er desuden ikke bange for at træffe de nødvendige beslutninger omkring omstrukturering af fabrikker eller opkøb af konkurrenter.

Egetæpper har som andre virksomheder været igennem en økonomisk rutsjetur under den økonomiske krise. De økonomiske resultater viser dog, at Egetæpper har været i stand til at manøvrere tilfredsstillende igennem krisen, og har været hurtigere til at omstille sig end konkurrenten ANKER-TEPPICHBODEN. Regnskabsanalysen har vist en stærk virksomhed med en god omkostningskontrol, der gør at marginerne er høje år efter år. Til budgetteringen vurderes desuden, af den strategiske analyse og regnskabsanalysen, at der forventes en omsætningsvækst på 3 procent de kommende fem år.

Slutkursen for Egetæppers aktie var per 31/03-2013 på kr. 149,00. Det kan derfor konstateres, at aktien er prisfastsat lidt lavt. Jævnfør den teoretiske model laves en købsanbefaling.

Ovenstående giver mulighed for at besvare projektets problemformulering, så konklusionen er:

- Egetæppers markedsstrategi er at differentiere deres eksisterende produkt ved kvalitet og funktionalitet og udvikle sig på nye geografiske markeder via primært en organisk udvikling.
- Egetæpper er en økonomisk stabil virksomhed hvor der forventes en mindre vækst de kommende fem år.
- Værdien af egenkapitalen var pr, 31/03-2013 414.774 t.DKK svarende til 158,3 kr. pr. aktie.
- Det anbefales køb af aktien.

10. Perspektivering

En værdiansættelse er et lille kig ind i fremtiden, og fremtiden er altid svær at spå om. En værdiansættelse ser på virksomhedens strategi og finder dens ressourcer og kapabiliteter. Det undersøges hvilken påvirkning den aktuelle økonomiske situation har for virksomheden, og i hvilken grad den påvirkes.

Egetæpper har i en årrække leveret vækst og overskud til sine ejere. En kombination af organisk vækst og opkøb af nye virksomheder, har sikret Egetæppers fortsatte drift.

Egetæpper lever af sit brand, som er opbygget over en lang årrække. Et kvalitetsprodukt, som er afpasset tidens trends, og som afspejler kundens ønsker og designkultur. Det er svært at levetidsbestemme et enkelt design, da det er umuligt at vide, om de enkelte design er et udtryk for den aktuelle tid, eller om det er en designklassiker. Usikkerheden ved budgettering af omsætning hviler i, om designafdelingen fortsætter med at levere nye spændende designs, samtidigt med at kunderne bliver serviceret med den ønskede kvalitet.

Mode der skifter, og konjunkturer der ændrer sig, er parametre der er svære at forudse. Vismændsrapporter om fremtiden kan understøtte budgetteringen i en vis grad, men brancheafvigelse i forhold til den økonomiske udvikling spiller også en rolle.

Egetæppers stabile udvikling i de seneste to år viser en stabil virksomhed, der træffer velovervejede beslutninger. Et fokus på omkostninger gør, at fremtidige marginer holdes oppe, og værdiansættelsen bliver positiv.

Er en værdiansættelse nødvendig for en købsanbefaling? De seneste to års regnskabstal har vist en virksomhed i vækst, der desuden giver pæne udbytter. På den måde er en købsanbefaling nem, men hvor ligger niveauet? Er aktien toppet, eller er der mere vækst tilbage til den i fremtiden. En værdiansættelse giver en mere præcis fremstilling af det aktuelle niveau for aktien.

En værdiansættelse giver et øjebliksbillede af virksomheden. Analytikeren stopper op, ser på seneste års tal og forudsætter samme udvikling i nærmeste fremtid, sat i forhold til verden omkring virksomheden, men intet er sikkert. Et finansielt kollaps i for eksempel i et stort Euro-land vil have en voldsom betydning for alle. Det er en risiko, som er umulig at tage hensyn til.

Egetæppers fremtid ser stabil ud, strategien er defineret, økonomien er solid. Spørgsmålet er bare om de vil fortsætte i det marked de har valgt, eller om man vil søge nye markeder.

11. Litteraturliste

Bøger

"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave. 2009. Ole Sørensen. Gjellerup

"Således skabtes Danmarks største virksomheder" Erhvervs-Bladets forlag 1988

"Exploring Strategy" 9th edition, G. Johnson, R. Whittington, K. Scholes. Prentice Hall 2011

Regnskaber

Egetæpper Årsrapport 2007/08, 2008/09, 2009/10, 2010/11, 2011/12

Egetæpper Delårsrapport 2012/13

Egetæpper Delårsrapport 3. kv. 2012/13

ANKER-TEPPICHBODEN Årsrapport 2007, 2008, 2009, 2010, 2011

Internetkilder

www.ege.dk

www.borsen.dk

www.nasdaqomxnordic.com

<http://www.cww.dk/investeringsprodukter/danske-aktier/noegletal>

<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2013/04/24/150447.htm>

<http://www.business.dk/bank/hver-dansker-har-148.000-kr.-paa-bankbogen>

www.mybanker.dk

erhverv.nnmarkedsdata.dk

Rapporter

CSR Rapport 2011-12, www.ege.dk

Strategi 2012-2014, www.ege.dk

Rapport, Dansk Byggeri 2012

Prisfastsættelsen på aktiemarkedet" PricewaterhouseCoopers 2010, www.pwc.dk

"Design og produktion af trykte tekstiler" V.Riisberg 2006, Arkitektskolen i Aarhus/Designskolen Kolding

BILAG

Bilag 1 - Reformuleret resultatopgørelse

<i>(mio DKK)</i>	2010/11		2011/12		2012/13	
Nettoomsætning - salg af varer		738.430		752.802		779.580
Nettoomsætning i alt		738.430		752.802		779.580
Produktionsomkostninger		-306.616		-313.212		-347.923
Bruttoresultat		431.814		439.590		431.657
Andre eksterne omkostninger	-138.030		-140.654		-144.516	
Personaleomkost./Adm/Afskriv	-238.514	-376.544	-246.673	-387.327	-234.929	-379.445
Driftsoverskud fra salg, før skat		55.270		52.263		52.212
Rapporteret skatteomkostning	-14.963		-17.495		-13.481	
Skattefordel	-2.850		-2.247		-1.857	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	661	-17.152	2.872	-16.870	890	-14.448
Driftsoverskud fra salg, efter skat		38.118		35.393		37.764
Andet driftsoverskud						
Andre driftsindtægter	2.643		11.489		3.561	
Skat herpå (25%)	-661		-2.872		-890	
	1.982		8.617		2.671	
Valutakursreg. efter skat	2091,0		491,0		276,0	
Ændring i dagsværdi finansielle instrumenter, efter skat		4.073,3		9.107,8		2.947
Driftsoverskud i alt, efter skat		42.191,5		44.501,0		40.711
Netto finansielle omkostninger*	-11.398,0		-8.988,0		-7.429,3	
Skattefordel (25%)	2.849,5	-8.548,5	2.247,0	-6.741,0	1.857,3	-5.572
Totalindkomst - koncernen		33.643,0		37.760,0		35.139
Minoritetsinteresser		-1.685		-1.480		-1.188
Totalindkomst - aktionærer i moderselskabet		31.958,0		36.280,0		33.951

Bilag 1 – reformuleret resultatopgørelse – fortsat

(mio DKK)	2008/09		2009/10		2010/11	
Nettoomsætning - salg af varer		775.226		633.210		738.430
Nettoomsætning i alt		775.226		633.210		738.430
Produktionsomkostninger		<u>-357.854</u>		<u>-282.257</u>		<u>-306.616</u>
Bruttoresultat		417.372		350.953		431.814
Andre eksterne omkostninger	-132.990		-116.990		-138.030	
Personaleomkostninger/Adm/Afskriv	<u>-251.914</u>	<u>-384.904</u>	<u>-217.763</u>	<u>-334.753</u>	<u>-238.514</u>	<u>-376.544</u>
Driftsoverskud fra salg, før skat		32.468		16.200		55.270
Rapporteret skatteomkostning	-5.471		-4.258		-14.963	
Skattefordel	-2.100		-1.522		-2.850	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	694	<u>-6.877</u>	566	<u>-5.214</u>	661	<u>-17.152</u>
Driftsoverskud fra salg, efter skat		25.591		10.986		38.118
Andet driftsoverskud						
Andre driftsindtægter	2.775		2.263		2.643	
Skat herpå (25%; 2006/07 dog 28%)	<u>-694</u>		<u>-566</u>		<u>-661</u>	
	2.081		1.697		1.982	
Valutakursreguleringer, efter skat	0		2.911		2091,0	
Ændring i dagsværdi finansielle instrumenter, efter skat		2.081,3		4.608,3		4.073,3
Driftsoverskud i alt, efter skat		27.672,3		15.594,3		42.191,5
Netto finansielle omkostninger*	8.399,0		6.087,0		-11.398,0	
Skattefordel (25%; 2006/07 dog 28%)	<u>2.099,8</u>	-6.299,3	<u>1.521,8</u>	-4.565,3	<u>2.849,5</u>	-8.548,5
Omkostninger ved kapitalforhøjelse						
Totalindkomst - koncernen		21.373		11.029,0		33.643,0
Minoritetsinteresser		<u>-2.023</u>		<u>-1.205</u>		<u>-1.685</u>
Totalindkomst - aktionærer i moderselskabet		19.350,0		9.824,0		31.958,0

Bilag 2 - Reformuleret balance

Reformuleret balance t.kr	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Driftsaktiver (DA)						
Goodwill	0	0	0	18.468	18.468	18.468
Agenturrettigheder	0	0	0	1.610	1.610	1.610
Udviklingsomkostninger	2.158	1.518	686	670	439	299
Grunde og bygninger	69.443	119.138	142.244	141.731	148.511	147.029
Tekniske anlæg og maskiner	86.954	77.753	61.708	79.214	55.963	60.584
Driftsmateriel og inventar	12.907	15.517	13.028	13.694	14.689	22.519
Materielle anlægsaktiver under opførsel	25.469	41.993	16.424	3.024	18.558	27.895
Tilgodehavender (salg af maskine)	0	0	0	0	12.388	8.454
Kort del af langfristede tilgodehavender (salg af maskine)	0	0	0	0	6.194	6.194
Varebeholdninger	160.677	153.620	117.521	159.347	179.551	176.685
Tilgodehavender fra salg	148.658	103.788	94.251	98.635	95.901	100.033
Driftsaktiver (DA)	506.266	513.327	445.862	516.393	552.272	569.770
Driftsforpligtelser (DF)						
Hensættelse til udskudt skat	22.466	19.765	19.308	19.521	21.187	21.354
Leverandør af varer og tjenesteydelser	45.002	32.872	41.612	38.348	33.573	36.070
Skyldig selskabsskat	17.697	5.547	1.385	4.975	11.564	13.467
Anden gæld	64.247	73.443	50.116	57.930	60.162	52.659
Driftsforpligtelser (DF)	149.412	131.627	112.421	120.774	126.486	123.550
Netto driftsaktiver (NDA)	356.854	381.700	333.441	395.619	425.786	446.220
Netto finansielle forpligtelser (NFF)						
Likvider	-12.649	-24.064	-19.621	-9.069	-12.140	-12.524
Anden langfristet gæld	0	0	0	32.304	35.844	32.844
Kreditinstitutter	14.019	35.259	23.891	17.857	11.738	295
Bankgæld	50.863	58.634	17.980	17.564	24.125	26.364
Kortfristet del af kreditinstitutter	11.067	17.323	12.854	8.788	9.812	9.176
	63.300	87.152	35.104	67.444	69.379	56.155
Koncernegenkapital	293.554	294.548	298.337	328.175	356.407	390.065
Minoritetsaktionærenes andel	11.660	5.573	4.780	5.281	5.096	4.804
Egenkapital, moderselskabets aktionærer (CSE)	281.894	288.975	293.557	322.894	351.311	385.261

Bilag 3 - Reformuleret egenkapitalopgørelse

	2009/10		2010/11		2011/12		2012/13	
Saldo primo	290.127		294.709		324.046		352.463	
Transaktioner med ejere - nettodividende (d)								
Betalt udbytte (ekskl udbytte egne aktier)	292		146		437		437	
Udbetalt udbytte	<u>-5.534</u>	-5.242	<u>-2.767</u>	-2.621	<u>-8.300</u>	-7.863	<u>-8.300</u>	-7.863
Totalindkomst								
Årets resultat	6.913		29.867		35.789		33.951	
Valutakursreguleringer	<u>2.911</u>	9.824	<u>2.091</u>	31.958	<u>491</u>	36.280	<u>276</u>	34.227
Saldo ultimo	294.709		324.046		352.463		378.827	

	2007/08		2008/09	
Saldo primo	260.990		281.894	
Transaktioner med ejere - nettodividende (d)				
Køb af egne aktier	-15.770		0	
Betalt udbytte (ekskl udbytte egne aktier)	361		583	
Udbetalt udbytte	-11.067		-11.067	
Overførsel af minoitetsinteresser	<u></u>	-26.476	<u>1.152</u>	-9.332
Totalindkomst				
Årets resultat	47.445		19.350	
Valutakursreguleringer	<u>-65</u>	47.380	<u>-1.785</u>	17.565
Saldo ultimo	281.894		290.127	

Bilag 4 – Nøgletal

	2008-09	2009-10	2010-11	2011-12	2012-13P
Nettoomsætning	775.226	633.210	738.430	752.802	779.580
Bruttoresultat	417.372	350.953	431.814	439.590	431.657
Bruttoavance (Bruttoresultat/Nettoomsætning)	54%	55%	58%	58%	55%