

Sammenhængende strategisk analyse, regnskabsanalyse samt en værdiansættelse af



HD Finansiering

Institut for finansiering

Copenhagen Business School

Udarbejdet af: Louise René Jensen

Vejleder: Lennart Jönsson

Afleveringsdato: 12 maj 2014

Antal anslag: 179.312

Svarende til: 78,82 sider

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	5
2. Problemformulering	5
3. Metode.....	6
3.1. Virksomhedspræsentation	7
3.2. Strategisk analyse	7
3.3. Regnskabsanalyse.....	8
3.4. Budgettering	8
3.5. Værdiansættelse.....	8
3.6. Følsomhedsanalyse.....	8
4. Afgrænsning	8
5. Kildekritik.....	9
6. Virksomhedspræsentation	10
6.1. Historie	10
6.2. Forretningsområder	10
6.3. Ejer- og ledelsesstruktur	11
7. Strategisk analyse	12
7.1. Omverdensanalyse.....	12
7.1.1. Politik og lovgivning	12
7.1.2. Økonomi og demografi.....	16
7.1.3. Sociale og kulturelle forhold	20
7.1.4. Teknologi og miljø	22
7.1.5. Sammenfatning af omverdensanalyse	24
7.2. Brancheanalyse.....	25
7.2.1. Truslen fra nye konkurrenter	26
7.2.2. Substituerende produkter.....	27
7.2.3. Kundernes forhandlingsstyrke	28
7.2.4. Leverandørernes forhandlingsstyrke	31
7.2.5. Konkurrenceintensiteten.....	32
7.2.6. Sammenfatning af brancheanalyse	35

7.3. Intern analyse.....	36
7.3.1. Analyse af ressourcer.....	36
7.3.2. Analyse af produktsammensætning.....	39
7.3.3. Analyse af fremtidig vækststrategi.....	44
7.3.4. Sammenfatning af intern analyse.....	46
7.4. SWOT analyse.....	46
7.4.1. SWOT analyse - NKT Cables.....	47
7.4.2. SWOT analyse – Nilfisk Advance.....	48
7.4.3. SWOT analyse – Photonics Group.....	49
7.4.4. Sammenfatning af SWOT analysen.....	50
8. Regnskabsanalyse.....	50
8.1. Regnskabspraksis	51
8.2. Reformulering.....	51
8.1.1. Reformulering af resultatopgørelsen	52
8.1.2 Reformulering af balancen	53
8.2. Rentabilitetsanalyse.....	54
8.2.1. ROE – Return On Equity.....	55
8.2.2. ROIC – Return On Invested Capital.....	56
8.2.3. OG – Overskudsgraden	57
8.2.4. AOH – Aktivernes omsætningshastighed.....	59
8.2.5. FGEAR.....	61
8.2.6. Lånerenten	61
8.2.7. SPREAD.....	62
8.2.8. Sammenfatning af rentabilitetsanalyse	63
9. Budgettering	63
9.1. Vækst i terminalperioden	64
9.2. Budgettering af omsætning.....	65
9.3. Budgettering af overskudsgrad.....	67
9.4. Budgettering af aktivernes omsætningshastighed	69

9.5. Budgettering af selskabsskatteprocent.....	70
10. Værdiansættelse.....	70
10.1. DCF- modellen	70
10.2. RIDO- modellen	71
10.3. WACC	71
10.3.1. Afkastkravet til egenkapitalen	72
10.3.2. Afkastkravet til fremmedkapitalen	75
10.3.3. Kapitalstrukturen	77
10.3.4. Estimering af WACC.....	77
10.4. DCF og RIDO.....	78
10.4.1. Sammenfatning af DCF og RIDO	79
11. Følsomhedsanalyse.....	80
12. Konklusion	83
Litteraturliste	85
Bilag	90
Bilag 1: NKT – Reformuleret resultatopgørelse.....	90
Bilag 2 NKT – Reformuleret balance.....	91
Bilag 3: Værdiansættelse – DCF-modellen	92
Bilag 4: Værdiansættelse – RIDO-modellen	93

1. Indledning

Formålet med afgangsprojektet på HD finansiering er at udarbejde en sammenhængende strategisk analyse, regnskabsanalyse samt en værdiansættelse af NKT Holding A/S (NKT). Afgangsprojektet skal vurdere hvorvidt NKT's aktie er attraktiv for en privat investor.

NKT har som mange andre virksomheder været ramt af finanskrisen, hvilket afspejles i aktiekursen samt i den generelle tiltro til virksomheden. NKT bliver løbende værdiansat af analytikere for at vurdere om aktien er over- eller undervurderet i forhold til markedet.

Når en analytiker skal vurdere, hvorvidt aktiekursen er over eller undervurderet, er der en række faktorer, der vil blive belyst og analyseret. Disse faktorer er blandt andet de finansielle og de ikke finansielle værdidrivere, som skal bruges til at få kendskab til den nuværende position samt de fremtidige forventninger til virksomheden. Analysen bag kaldes fundamentalanalyse og består af en strategisk analyse af virksomhedens ikke finansielle værdidrivere samt en regnskabsanalyse af virksomhedens finansielle værdidrivere. Det er resultaterne fra fundamentalanalysen, der bruges til at udarbejde det fremtidige budget, som skal belyse den fremtidige værdiskabelse i virksomheden og som dermed danner grundlag for værdiansættelsen.

NKT's aktiekurs har igennem de seneste to år svinget fra kurs 173 til lukkekursen den 30. april 2014, hvor aktien endte i kurs 339. De store udsving i aktiekursen kan bevirke, at det som investor kan være svært at gennemskue om aktiekursen er fair prissat. Derudover kan det være svært som privat investor at gennemskue en virksomhed som NKT, da NKT er et konglomerat og dermed har en bred sammensætning af aktiver i deres portefølje.

2. Problemformulering

Med så store udsving i aktiekursen vil det være interessant at se på, om NKT's aktiekurs er over eller undervurderet i forhold til lukkekursen på Nasdaq OMX den 30. april 2014 på DKK 339. Med afsæt i dette vil der blive udarbejdet en strategisk analyse, regnskabsanalyse samt en værdiansættelse af NKT for at sammenligne NKT's lukkekurs med den estimerede kurs og dermed vurdere hvorvidt NKT's aktie er fair prissat.

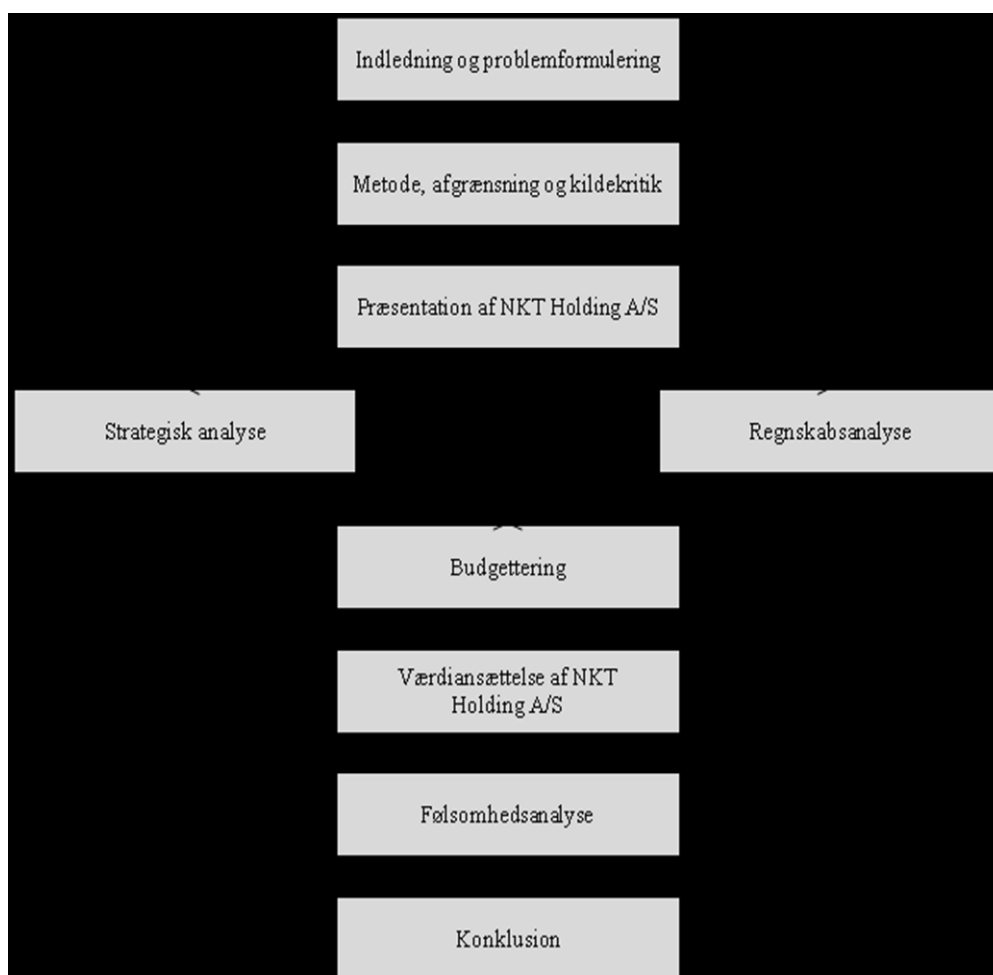
For at besvare ovenstående problemformulering er følgende arbejdsspørgsmål udarbejdet og ønskes besvaret:

- Hvilke samfundsspecifikke-, branchespecifikke- og virksomhedsspecifikke forhold formodes at påvirke NKT?
- Hvad er NKT's fremtidige strategi?

- Hvordan har NKT's indtjeningsevne og rentabilitet historisk set udviklet sig?
- Hvordan forventes NKT's indtjeningsevne og rentabilitet at se ud i fremtiden?
- Hvilken værdiansættelsesmodel kan anvendes for at estimere NKT's værdi?
- Hvad er NKT's estimerede værdi sammenlignet med markedsværdien?
- Hvor følsom er værdiansættelsen overfor ændringer i de underliggende forudsætninger?

3. Metode

Følgende afsnit vil redegøre for strukturen på afgangsprojektet og metodevalg til brug for besvarelse af ovennævnte problemformulering samt arbejdsspørgsmål. Afgangsprojektets struktur vil følge nedenstående model.



Figur 3.1: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 21

Hvert afsnit vil blive sammenfattet af en delkonklusion, og afslutningsvis vil problemformuleringen blive besvaret i konklusionen. Nedenstående vil give et billede af afgangsprojektets metodevalg indenfor hvert afsnit.

3.1. Virksomhedspræsentation

Indledningsvis vil NKT blive præsenteret for, at give læseren et generelt billede af hvilken virksomhed NKT er. Virksomhedspræsentationen vil danne grundlag for den strategiske analyse og vil belyse NKT's historie, forretningsområder samt ejer - og ledelsesstruktur.

3.2. Strategisk analyse

Den strategiske analyse skal bidrage til at analysere NKT's ikke finansielle værdidrivere, og belyse hvor værdien bliver skabt. Derudover skal den strategiske analyse bruges til at kortlægge de samfundsspecifikke-, branchespecifikke- og virksomhedsspecifikke forhold, der kan have betydning for den fremtidige udvikling og indtjening i NKT. Den strategiske analyse vil blive inddelt i tre niveauer:

- Omverdensanalyse (Samfundsspecifikke forhold)
- Brancheanalyse (Branchespecifikke forhold)
- Intern analyse (Virksomhedsspecifikke forhold)

De Samfundsspecifikke forhold analyseres ved hjælp af PEST-modellen. Analysen skal belyse hvilke makroøkonomiske forhold, der vurderes at påvirke NKT og resten af kabelindustrien. PEST-modellen undersøger de politiske, økonomiske, sociokulturelle og teknologiske forhold, der påvirker hele kabelindustrien.

De branchespecifikke forhold analyseres ud fra Porters Five Forces. Analysen skal synliggøre konkurrencesituationen i branchen. Dette gøres ved at se på de substituerende produkter, der er indenfor branchen samt belyse kundernes- og leverandørernes forhandlingsstyrke. Til sidst vil branchens adgangsbarrierer blive analyseret, for at se på om det er et sværttilgængeligt marked for nye producenter.

De virksomhedsspecifikke forhold analyseres ud fra en intern analyse, Boston-modellen samt Ansoff's fire vækststrategier. Analysen skal dels give et overblik over NKT's ressourcer, produktportefølje samt give et billede af den fremtidige vækststrategi.

Den strategiske analyse vil blive sammenfattet i en SWOT-analyse for at skabe et overblik over NKT's styrker og svagheder samt kunne identificere de muligheder og trusler virksomheden står overfor.

3.3. Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er at belyse den historisk økonomiske udvikling i NKT. Dette gøres på baggrund af en udarbejdet reformulering af NKT's regnskaber fra 2005 til og med 2013. Reformuleringen fortages for at undersøge hvor værdien historisk har været skabt i virksomheden. Dette gøres ved at reformulere resultatopgørelsen og balancen og opdele disse i henholdsvis drifts- og finansieringsaktiver. Det er reformuleringen, der danner grundlag for rentabilitetsanalysen.

Regnskabsanalysen har til formål at undersøge NKT's finansielle værdidrivere og i hvor stor grad disse har været værdiskabende for NKT. Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, som dekomponerer udvalgte nøgletal for at undersøge hvilke værdidrivere, der har skabt værdi for NKT.

3.4. Budgettering

Med afsæt i den udarbejdede strategiske analyse samt regnskabsanalyse kaldet fundamentalanalysen, vil budgetteringen blive foretaget. Budgetteringen skal forcaste udviklingen for de fremtidige regnskabsår.

3.5. Værdiansættelse

Værdiansættelsen af NKT vil tage udgangspunkt i de absolutte værdiansættelsesmodeller DCF og RIDO. DCF-modellen vil være den primære værdiansættelsesmodel som danner grundlag for værdiansættelsen, og RIDO-modellen bruges som kontrol heraf. Kontrollen sker som følge af samme datainput som bevirker at DCF- og RIDO-modellen giver det samme resultat.

3.6. Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen vil belyse hvor følsom NKT's aktiekurs er overfor ændringer i de underliggende parametre. I følsomhedsanalysen vil der blive justeret på de finansielle værdidrivere samt WACC for at vurdere i hvilken grad de påvirker værdien.

Afgangsprojektet vil blive afsluttet med en samlet konklusion.

4. Afgrænsning

Afgangsprojektet er udelukkende udarbejdet på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale og ud fra en privat investors synspunkt. Dermed afgrænses der også fra at betragte NKT som et muligt købsobjekt for en professionel investor.

Materialet afspejler de informationer en potentiel privat investor vil have adgang til. I afgangsprojektet er der medtaget information til og med den 26. april 2014, og kursinformation er medtaget til og med den 30. april 2014. Dette skyldes afleveringsfristen den 12. maj 2014. Der vil ikke blive behandlet information eller

kursinformation efter ovenstående datoer. Afgangsprojektet vil endvidere benytte sig af information fra diverse avisartikler. Det skal bemærkes at information fra avisartiklerne kan være farvet og fejlfortolket.

Teorien bag de anvendte modeller vil ikke blive gennemgået i afgangsprojektet, da det formodes at læseren har kendskab og indblik i den anvendte teori. Der vil dog i afsnittet om værdiansættelse blive argumenteret for den valgte værdiansættelsesmodel.

I afgangsprojektet vil der udelukkende blive taget udgangspunkt i de datterselskaber der ligger under NKT Holding A/S. De tre datterselskaber der vil blive gennemgået i projektet er NKT Cables, Nilfisk Advance og NKT Photonics. Hvor stor vægt der bliver lagt på de enkelte datterselskaber står i forhold til deres samlede vægtning i NKT. Eventuelt underliggende datterselskaber i NKT's datterselskaber bliver dermed ikke medtaget.

I forbindelse med udarbejdelsen af regnskabsanalysen vil NKT Flexibles indgå som en del af udviklingen i rentabilitetsanalysen, idet det vurderes at NKT som konglomerat i fremtiden vil kunne tilkøbe og frasælge aktiviteter for at optimere koncernen bedst muligt.

Ved udarbejdelse af budgetteringen vil der alene blive taget højde for organisk vækst. Dermed vil planer om eventuelle opkøb af virksomheder ikke blive medtaget i budgetteringen eller værdiansættelsen.

Afgangsprojektet vil udelukkende fokusere på den nuværende produktportefølje i NKT.

Værdiansættelsen vil tage afsæt i en totalbetragtning af NKT's aktiviteter, og projektet vil dermed ikke tage udgangspunkt i en Sum-of-the-part betragtning (SOTP). Værdiansættelsen vil endvidere kun tage udgangspunkt i de tidligere nævnte værdiansættelsesmodeller og vil dermed ikke komme ind på de andre modeller.

Der vil ikke blive udarbejdet en relativ værdiansættelse af NKT. Årsagen hertil er, at der ved udarbejdelse af den relative værdiansættelse stilles krav om, at de peers der bruges benytter samme regnskabspraksis, har de samme produkter, den samme størrelse og samme risiko. Dette kan derfor være en udfordring, idet NKT er et konglomerat med en usædvanlig produktsammensætning. Der findes ikke nogen virksomheder, der direkte kan sammenlignes med NKT (Nkt.dk, peers). NKT har derimod opstillet en række peers for de enkelte forretningsområder. Dette vil dog ikke give et præcist billede af værdien i NKT, idet mange af de sammenlignelige virksomheder ikke er børsnoterede, hvilket vanskeliggør indsamlingen af information til brug for den relative værdiansættelse.

5. Kildekritik

Afgangsprojektet vil tage afsat i den anvendte litteratur, der er blevet gennemgået på HD finansiering. Opgaven forholder sig ikke kritisk til den anvendte litteratur fra studiet.

Som beskrevet i ovenstående afsnit vil afgangsprojektet tage afsæt i en privat investors synspunkt, hvilket bevirker at der udelukkende vil blive benyttet offentligt tilgængeligt materiale. Ved udarbejdelsen vil størstedelen af informationen komme fra NKT's årsrapporter og hjemmeside. Da informationerne kommer fra virksomheden selv, kan oplysningerne have tendens til at virke for positive, hvorfor afgangsprojektet har forholdt sig kritisk til informationerne.

Der er i afgangsprojektet ligeledes blevet brugt en del avisartikler fra diverse medier for at medtage udefrakommende viden om branchen eller NKT. Avisartiklerne kan dog have en meget kritisk tilgang til branchen og virksomheden. Derudover kan journalisterne bag artiklerne have manglende økonomisk forståelse eller manglende baggrund for at kunne udtale sig. Derfor forholder afgangsprojektet sig ligeledes kritisk til brugen af disse.

Al information omkring kursdata og beregning af beta er fundet på henholdsvis Bloomberg og Nasdaq OMX. Informationen herfra må anses for retvisende.

6. Virksomhedspræsentation

Følgende afsnit har til formål at præsentere NKT. Præsentationen vil give et overblik over NKT's historie, forretningsområder samt ejer - og ledelsesstruktur.

6.1. Historie

NKT's historie begyndte tilbage i 1891 hvor Nordiske Kabel og Traadfabriker blev grundlagt af Hans Peter Prior. Nordiske Kabel og Traadfabriker blev børsnoteret i 1898. Op igennem 1900-tallet udviklede NKT sig til en af Danmarks førende industrivirksomheder med fokus på kabelproduktion. I slutningen af 1980'erne skiftede NKT forretningsmodel, idet de købte Nilfisk og Lauritz Knudsen (LK). Det var efter opkøbene at NKT gik fra at være en dansk virksomhed til at være en global virksomhed. (nkt.dk; About NKT)

NKT's nuværende forretningsstruktur blev grundlagt i 1991, hvor NKT Holding A/S blev moderselskab for NKT koncernens virksomheder, som i dag tæller NKT Cables, Nilfisk Advance og Photonics Group. Det er disse datterselskaber der er det forretningsmæssige fundament i virksomheden mens kapitalgrundlaget ligger i NKT Holding A/S. Siden 1991 er NKT vokset og har formået at skabe værdi på baggrund af langsigtet aktivt ejerskab kombineret med en global tankegang.

6.2. Forretningsområder

NKT er et konglomerat bestående af tre særskilte forretningsområder datterselskaberne NKT Cables, Nilfisk Advance og Photonics Group (nkt.dk; business units).

NKT Cables producerer kabler, der primært afsættes til det Europæiske og Kinesiske marked. NKT Cables har tidligere været opdelt i fire anvendelsesområder men blev pr. 1. januar 2013 inddelt i tre Business Units, som dermed afløser de fire gamle områder:

- *BU Projects (Tidligere Elektrisk infrastruktur)*: producerer elkabler og overvågningsløsninger samt høj- og mellemspændingskabler til den elektriske infrastruktur.
- *BU APAC (tidligere Jernbane)*: producerer høj- og mellemspændingskabler samt køreledninger til jernbanenettet
- *BU Products (tidligere konstruktion og bilindustrien)*: konstruerer installations- og lavspændingskabler samt producerer kabler og ledninger til bilindustrien.

Derudover bliver der også specialproduceret kabler efter den enkelte kundens ønske og behov. Til sidst tilbyder NKT Cables også en lang række tilbehør til ovenstående segmenter herunder styringssystemer og overvågningsløsninger.

Nilfisk Advance producerer rengøringsudstyr til kommercielle og industrielle kunder over hele verden. Rengøringsudstyret bliver primært afsat til EMEA¹ og det amerikanske marked. Nilfisk Advance har en bred produktportefølje som tæller gulvrengøringsmaskiner til alle typer af gulve, støvsugere, højtryksrensere samt udendørsmaskiner så som græsslåmaskiner og fejmaskiner. Derudover har de en produktgruppe der bliver afsat til private kunder.

Photonics Group står for en meget lille del af NKT's samlede forretningsområde og består af tre virksomheder NKT Photonics, Lios Technology og Vytran. Photonics Group leverer og udvikler optisk fiberteknologi og salget sker både direkte og igennem distributører. Der bliver produceret optisk udstyr til visning af mikroskopiske detaljer, langtrækkende måleudstyr, temperaturmålere samt hjælpekomponenter der skal hjælpe kunderne med at få integreret systemerne. Produkterne afsættes til en række brancher primært indenfor biovidenskab, infrastruktur og til energi-, olie- og gasindustrien.

6.3. Ejer- og ledelsesstruktur

NKT Holding A/S er et dansk aktieselskab der blev børsnoteret tilbage i 1898 under navnet Nordiske Kabel og Traadfabriker. NKT Holding A/S er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen og har pr. 31.12.2013 23.929.679 aktier med en pålydende værdi på kr. 20, som alle befinder sig i samme aktivklasse. Dermed er der ingen aktier der har særlige rettigheder (NKT Årsrapport 2013, side 89). Endvidere har NKT Holding A/S egne aktier svarende til 77.425 stk. ligeledes til en pålydende værdi på kr. 20.

¹ EMEA: Europa, Mellemøsten og Afrika

NKT havde ved udgangen af 2013 32.000 aktionærer, hvoraf ca. 24.100 var navnenoterede svarende til 86 % af den samlede aktiekapital. NKT havde tre aktionærer der pr. 31.12.2013 besad en aktiekapital på mere end 5 % af den samlede aktiekapital. De tre aktionærer er danske ATP, EdgePoint Investment og Nordea Invest Luxembourg som hver har en ejerandel på mere end 5 %.

Medlemmerne af NKT's bestyrelse havde ved udgangen af 2013 10.117 aktier og direktionen havde i alt 25.098 aktier. Derudover besidder direktionen i alt 113.200 tegningsretter, som kan udnyttes i årene 2014-2017. Tegningsretterne er en del af direktionens vederlag.

NKT's udbyttepolitik er at give aktionærerne et stabilt afkast. Dette sker ved at udlodde ca. 1/3 af årets resultat som udbytte. De sidste 2/3 af årets resultat investeres i den fortsættende drift for at sikre vækst og udvikling i NKT (NKT Årsrapport 2013, side 38).

7. Strategisk analyse

I dette afsnit vil afgangsprojektet igennem en strategisk analyse identificere de ikke finansielle værdidrivere, som påvirker NKT og koncernens datterselskaber. Analysen vil tage udgangspunkt i de interne og eksterne forhold, der påvirker NKT's fremtidige indtjening.

Omverdensanalysen foretages ved hjælp af PEST-modellen, og brancheanalysen foretages ud fra Porters Five Forces. De interne og virksomhedsspecifikke forhold analyseres ud fra Boston-modellen, og NKT's vækststrategi vil blive analyseret igennem Anshoff's fire vækststrategier.

Den strategiske analyse vil blive sammenfattet af delkonklusioner undervejs, som til sidst sammenfattes i en SWOT-analyse.

7.1. Omverdensanalyse

PEST-modellen giver et overblik over den omverden NKT befinder sig i, og dermed de makroforhold der har indflydelse på virksomhedens værdiskabelse. PEST-modellen er delt op i fire kategorier, politik og lovgivning, økonomi og demografi, sociale og kulturelle forhold samt teknologi og miljø. De fire kategorier beskriver de forhold NKT ikke selv kan kontrollere og som dermed indirekte påvirker virksomheden (Ole Sørensen (2012), side 68).

Da NKT har forretningsområder der spænder bredt, er det relevant at se på hvert forretningsområde og undersøge hvilke ovennævnte forhold, der påvirker lige netop dem.

7.1.1. Politik og lovgivning

De politiske beslutninger der bliver truffet i de markeder hvor virksomheden opererer i har stor betydning for virksomhedens omsætning og indtjening. Dette sker som følge af den lovgivning, der bliver vedtaget og som

dermed har direkte indflydelse på virksomhedens spilleregler. De politiske ændringer, der kan være af betydning for virksomheden kan blandt andet være ændringer i rente- og kreditpolitik, skatte- og afgiftspolitik samt ændringer i internationalt samarbejde. De politiske ændringer kan både være på nationalt plan men også på internationalt plan. Her er det blandt andet ændringer fra EU og OECD, som kan påvirke det internationale samarbejde i både positiv og negativ retning (Ole Sørensen, side 68).

7.1.1.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold for NKT Cables

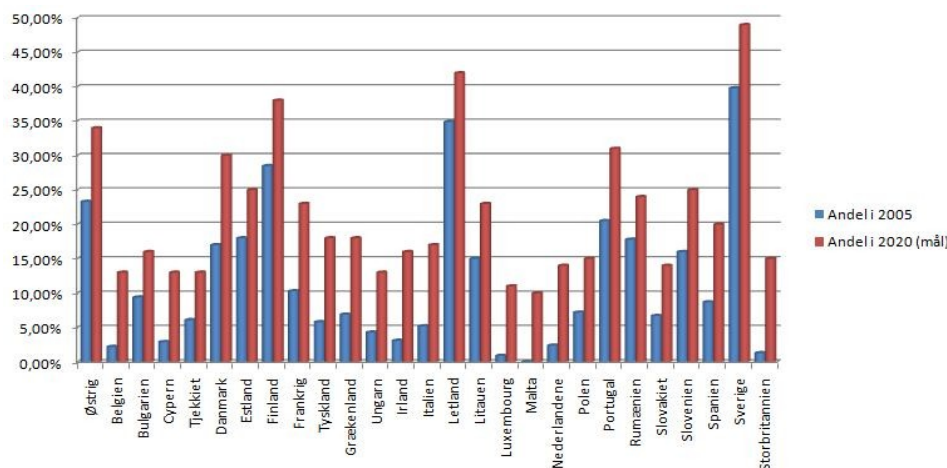
Langt størstedelen af NKT Cables omsætning stammer fra lande i Europa og i særdeleshed fra elskaber. Investering i vedvarende energi er ofte politisk bestemt, hvorfor politiske og lovgivningsmæssige forhold kan have stor indflydelse på NKT Cables muligheder for at skabe vækst.

Vedvarende energi har været et meget omdiskuteret emne det seneste årti, og det er et område som hele verden og i særdeleshed industrilandene har fokus på. Industrilandene er underlagt Kyoto-aftalens bestemmelser omkring begrænsning i udledningen af CO². Den oprindelige Kyoto-aftale blev vedtaget tilbage i 1997 og blev i 2012 forlænget til 2020 ved klimakonferencen i Doha (borsen.dk; COP18: Kyoto-aftalen er forlænget til 2020). Kyoto-aftalen blev vedtaget med opbakning fra EU-landene, Australien, Schweiz og otte andre industrilande, men tæller ikke de store industrilande som USA, Kina, Rusland, Indien og Japan. På trods af at Kyoto-aftalen får mindre og mindre betydning, idet de store industrilande ikke bakker op om aftalen er der fortsat stor fokus på begrænsningen i udledningen af CO² fra Danmark og EU's side.

I foråret 2012 indgik folketetinget et energiforlig med den klare målsætning at mindst 35 % af Danmarks samlede energiforbrug skulle komme fra vedvarende energi i 2020 (ritzau.dk; klimaminister jubler: Grøn energi går frem). Det er dog ikke kun i Danmark, man har målsætninger om mere vedvarende energi. I EU blev der i 2008 vedtaget et direktiv, som skulle fremme målsætningen om, at mindst 20 % af EU's samlede energiforbrug i 2020 stammer fra vedvarende energi (eu-oplysningen.dk; EU's energiforbrug).

En af de muligheder Danmark og EU-landene har for at en større del af energiforbruget stammer fra vedvarende energi er ved at opføre vindmølleparker, herunder havvindmølleparker. Klimaafspraken fra foråret 2012 indebærer blandt andet, at der skal opføres 500 MW havvindmølleparker i Danmark med nettilslutning i 2017 (windpower.org; kystnære havmølleparker).

Havvindmøller producere mere CO² neutral strøm end almindelige vindmøller på land (hofor.dk; havvindmøller). En af ulemperne ved at opføre havvindmølleparker er dog, at de bliver placeret 10 km fra land og dermed kræver at produktionen og de løsninger der tilbydes kan tilpasses den enkelte havvindmøllepark. Det kræver gode løsninger indenfor høj- og mellemspændingskabler.



Figur 7.1: eu-oplysningen.dk: EU's medlemslandes energiforbrug der stammede fra vedvarende energi i 2005 og målene for 2020

Som det fremgår af ovenstående figur, er der mange af medlemslandene i EU, der fortsat er langt fra at opfylde deres mål for mere vedvarende energi. Dermed er der fra politisk side stor fokus på at forbedre medlemslandenes nuværende energiforbrug, så en større del af energiforbruget fremadrettet stammer fra vedvarende energi.

Et af NKT Cables hovedområder er elektrisk infrastruktur, som omfatter energikabler, primært høj- og mellemspændingskabler og overvågningsudstyr til on- og offshore vindmølleparker. NKT Cables står dels for projekter og dels for rene kabelleverancer. NKT Cables har i 2013 opført et søkabel-logistikcenter i Rotterdam i Holland (nktcables.com; nyt logistikcenter til søkabler nu åbnet). Centret skal både bruges som midlertidig lagring af færdigproducerede kabler fra fabrikken i Köln, men centret skal også bruges til at samle søkablerne på land for på den måde at minimere aktiviteten på havet, som kan besværliggøres ved dårlige vejrforhold. Dermed har NKT Cables forsøgt at imødegå det stigende behov, der er for vedvarende energi som stammer fra havvindmølleparker.

Ud over den massive fokus på vedvarende energi er der også et andet fokusområde, der især er vigtigt for NKT Cables. Udbygningen af infrastrukturen er især i fokus hos en af NKT Cables største handelspartnere udenfor Europa, Kina. Kina har i 2011 vedtaget en femårsplan, der medfører massive investeringer i vej- og jernbanenettet (um.dk; vækstmarkedsstrategi – Kina). Der har dog været et regeringsskifte i Kina i 2012, som har bevirket at investering i den offentlige infrastruktur er sat ned i tempo (NKT Årsrapport, side 14). NKT Cables har mange års erfaring med udvikling og produktion af luftledninger, der bruges i køreledningsanlæg indenfor jernbanetransport. Dette kombineret med at Kina har været og fortsat er en stor aftager af køreledningssystemer og signalkabler, bevirker at NKT Cables har en god mulighed for at afsætte luftledninger til Kina, såfremt der skulle komme skred i udviklingen igen.

Endvidere har man fra EU's side som led i det direktiv, der blev vedtaget i 2008, besluttet at elnettet i EU skal standardiseres (ing.dk; Europas elnet skal opgraderes for milliarder). Dette sker som led i at udnytte

kapaciteten fra de on- og offshore vindmølleparker, der opføres rundt om i Europa. I forbindelse med at man ønsker at skabe et standardiseret elnet i EU, bevirker det at man samtidig er nødt til at renovere det bestående elnet, der mange steder i Europa er over 50 år gammelt (ugebreveta4.dk, Grøn energi indenfor rækkevidde i Europa). En standardisering og ikke mindst modernisering af elnettet vil medføre, at nuværende luftledninger vil blive erstattet af nedgravede kabler (NKT årsrapport 2010, side 25). Dermed vil NKT Cables kunne være leveringsdygtige af kabler til forsyning af det nye elnet.

7.1.1.2. Politiske og lovgivningsmæssige forhold for Nilfisk Advance

Siden finanskrisens indtog tilbage i 2008 har USA og størstedelen af Europa måtte skære ned på de offentlige investeringer, for at få budgetterne til at hænge sammen. USA vedtog i december 2013 en ny finanslov, der skulle danne ramme om landets budget for de næste to år (dr.dk; USA: Enighed om budgetaftale). Den vedtagne finanslov betyder, at der kommer mange besparelser på de offentlige budgetter. Herunder besparelser på udgifterne til hospitaler, skoler og andre offentlige institutioner. Ved at spare på de offentlige budgetter sætter USA automatisk en dæmper på investering i professionelle rengøringsmaskiner.

Nilfisk Advance afsætter en stor del af deres produkter til USA og ikke mindst til det industrielle og kommercielle marked (NKT, årsrapporten 2012, side 23). Dermed kan besparelserne på de offentlige budgetter i USA have direkte indflydelse på Nilfisk Advances indtjening. Dog kan finansloven have positiv indflydelse på det private erhvervsliv, da virksomhederne i USA nu kan lægge investeringsplaner for de næste to år uden at skulle bekymre sig om nye skatter eller uventede nedskæringer (information.dk; ro om USA's budgetter til 2015). Dermed kan USA's nye finanslov også have positiv indvirkning på Nilfisk Advance, da det private erhvervsliv har mulighed for at investere i professionelle rengøringsmaskiner.

7.1.1.3. Politiske og lovgivningsmæssige forhold for Photonics Group

Photonics Group udvikler og producerer temperaturmålingssystemer indenfor området Sensing, som blandt andet anvendes til brandovervågning i tunneller og bygninger (NKT årsrapport 2012, side 31).

De europæiske tunneller er en vigtig del af infrastrukturen, og sikkerheden i tunnellerne er af stor betydning for landene i Europa. Tilbage i 2004 vedtog Europaparlamentet et EU-direktiv, der skal sikre at sikkerheden i tunnellerne bliver forbedret væsentligt inden 2019 (Europa.eu; minimumssikkerhedskrav for tunneler i det transeuropæiske vejnet). EU-direktivet blev i sin tid vedtaget som følge af en række brandulykker i tre europæiske tunneller tilbage i 1999 og 2001.

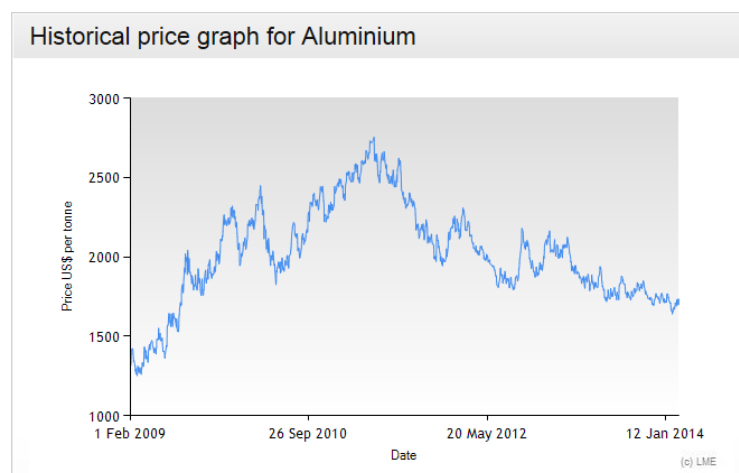
Et af punkterne hvor sikkerheden skulle forbedres, er overvågning af trafikken i tunnellerne herunder overvågning af brandulykker og trafikulykker. Dermed kan Photonics Group være leveringsdygtige i overvågningsløsninger til tunneller rundt om i Europa.

7.1.2. Økonomi og demografi

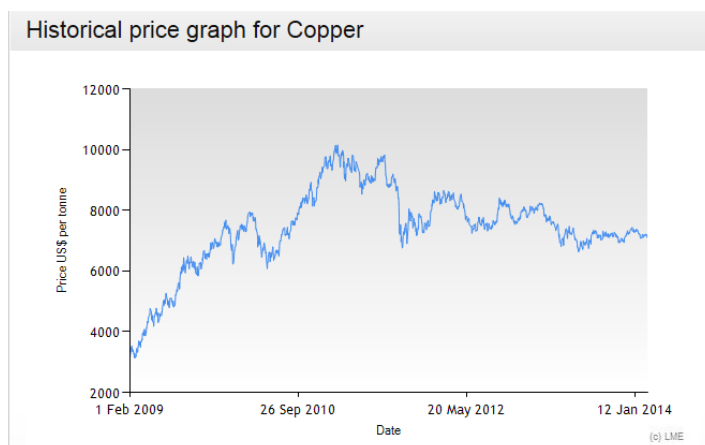
De økonomiske ændringer, der sker i samfundet har stor betydning for NKT. Dette sker som følge af, at ændringer i økonomiske forhold kan have direkte indflydelse på NKT's omsætning og indtjening. De økonomiske forhold, der kan være af betydning kan blandt andet være ændringer i renteniveauet, valutakurserne, råvarepriserne samt inflationen. (Ole Sørensen, side 68).

7.1.2.1 Økonomiske og demografiske forhold for NKT Cables

Når NKT Cables producerer lav, mellem og højspændingskabler er kobber, aluminium og isoleringsmaterialet polyethylen en meget stor del af de produktionsomkostninger virksomheden har.



Figur 7.2: lme.com: Udviklingen i prisen på aluminium fra den 01.02.2009 til 27.02.2014.



Figur 7.3: lme.com: Udviklingen i prisen på kobber fra den 01.02.2009 til 27.02.2014.

Som det fremgår af figur 7.2 og 7.3, har både prisen på aluminium og kobber været stigende hen mod starten af 2011 og er så faldet frem til februar 2014. Graferne viser udviklingen fra 01. februar 2009 frem til 27. februar 2014 og viser prisen i USD pr. ton. Både Aluminium og kobber er det seneste år faldet med henholdsvis 17,4 % og 11,5 %. Råvarer udgør ca. 85 % af produktionsomkostningerne i produktionen af

kabler, og dermed kan de store udsving i råvarepriserne have betydning for prissætningen på de kabler NKT Cables skal sælge videre til slutbrugeren. For at imødegå eventuelle ændringer i råvarepriserne anvender koncernen metalterminalsforrentninger til afdækning af metalleverancerne (NKT årsrapport 2012, side 55). Risikoen for ændringer i råvarepriserne bliver dermed minimeret, idet NKT Cables afdækker udsvingene løbende.

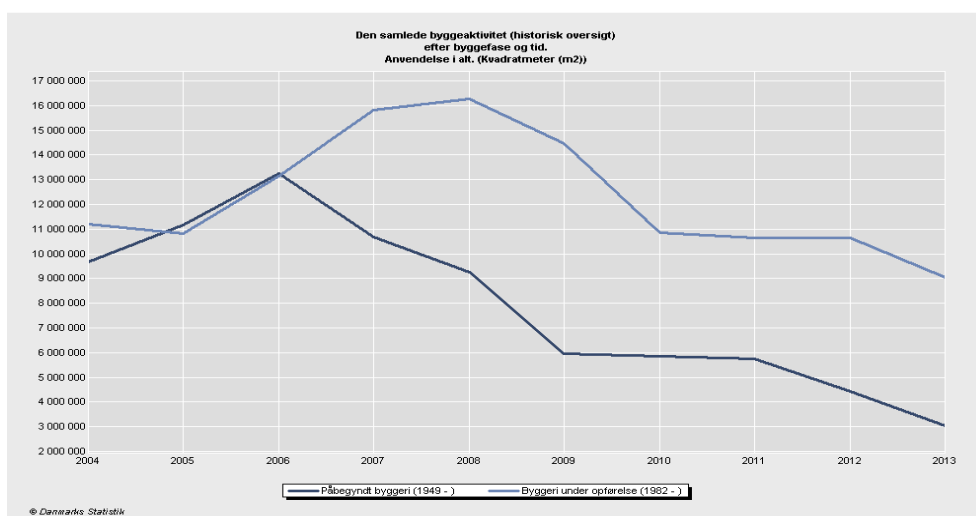
NKT Cables vigtigste aftagere af deres produkter er Asien og lande i Europa. Dermed er valutaforholdene på disse markeder interessante, da ændringer i valutakurserne kan medføre ændringer i omsætningen. NKT Cables afsætter størstedelen af deres produkter til lande i eurozonen, som alt andet lige bevirker, at NKT Cables er påvirket af kursen på EUR. Danmark deltager dog i ERM2 samarbejdet, som bevirker at DKK er meget konvergens i forhold til EUR, og kursen på EUR dermed ikke har den store indflydelse på NKT Cables (nationalbanken.dk; EU-lande udenfor euroen).



Figur 7.4: valutakurser.dk: Udviklingen i CNY fra 02.03.2009 til 26.02.2014.

NKT Cables vil dog være påvirket af udviklingen i CNY, da Kina er den primære aftager i Asien. Som det fremgår af figur 7.4, har CNY været stigende i perioden fra marts 2009 til februar 2014 dog med en del både positive og negative udsving i perioden. En svag CNY i forhold til EUR giver NKT Cables en konkurrencemæssig fordel sammenlignet med de konkurrenter, der producerer på hjemmemarkeder som følger EUR. En af de vigtigste faktorer, der påvirker valutakursen, er renteniveauet. Et stigende renteniveau i Kina vil tiltrække kapital fra udlandet. Det vil medføre større efterspørgsel på CNY, som bevirker, at kursen på CNY vil stige.

NKT Cables bliver endvidere påvirket af konjunkturændringer i samfundet. Dette skyldes, at NKT Cables primært afsætter deres lavspændingskabler til byggeindustrien, hvor aktiviteten det seneste årti er faldet markant som følge af finanskrisen (NKT årsrapport 2013, side 22).



Figur 7.5: statistikbanken.dk: Udviklingen i påbegyndte byggerier og byggerier under opførelse

Som det fremgår af figur 7.5, er antallet af påbegyndte byggerier samt byggerier under opførelse faldet markant siden finanskrisen i 2008. Dermed vil den del af NKT Cables omsætning, der kommer fra lavspændingskabler være meget påvirket af udviklingen i byggebranchen. De øvrige produktgrupper herunder søkabler samt mellem- og højspændingskabler bliver primært afsat til energiindustrien, som ikke i lige så vid udstrækning er konjunkturfølsom som byggeindustrien. Det skyldes, at energiindustrien ofte bliver støttet af offentlige midler for at overholde EU-direktivet fra 2008 omkring vedvarede energi (teknologiudvikling.dk; Energi, miljø og klima).

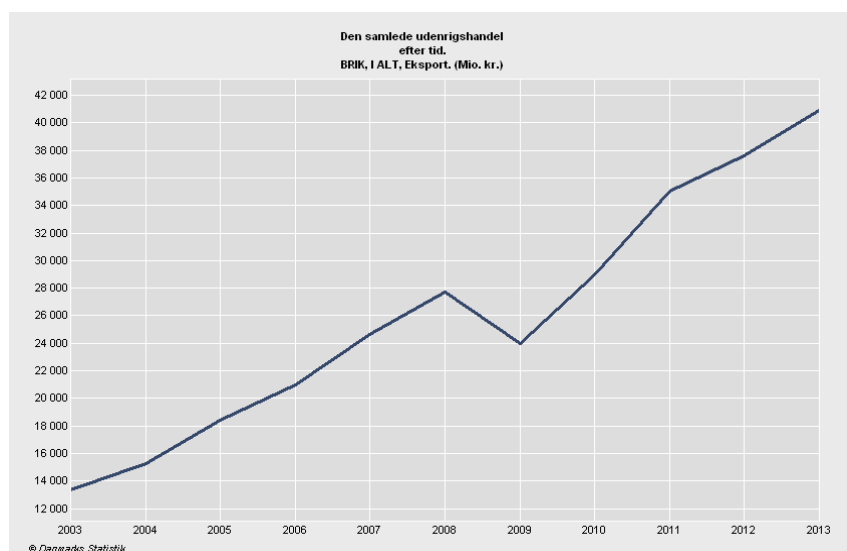
7.1.2.2 Økonomiske og demografiske forhold for Nilfisk Advance

Som beskrevet i afsnit 7.1.1.2 afsættes størstedelen af Nilfisk Advances produkter til industrielle og kommercielle kunder. Det bevirker, at ændringer i konjunktoren vil påvirke Nilfisk Advance, idet deres kunder i perioder med lavkonjunktur alt andet lige vil investere langt mindre i nye rengøringsmaskiner.

Endvidere afsætter Nilfisk Advance størstedelen af deres produkter til EMEA- landene samt det amerikanske marked. Disse markeder har været præget af stigende vækst som følge af en aftagende afmatning af økonomien (eu-oplysningen.dk; Vækst i BNP). Derudover afsætter Nilfisk Advance også en del af deres produkter til de såkaldte vækstmarkeder.

Vækstmarkederne, som omfatter Brasilien, Rusland, Indien og Kina samt Mexico og Tyrkiet (BRIK- og MT-landene) er en vigtig del af de danske virksomheders indtjening. Det skyldes, at BRIK og MT landene de senere år har haft en høj vækstrate og samtidig har et befolkningstal på over 3 milliarder, med en fortsat voksende købedygtig middelklasse (business.dk; BRIK-landene – høj vækst, men langt væk). Som det fremgår af figur 7.6, har den samlede eksport til BRIK-landene været stigende igennem det seneste årti og

udgjorde i 2013 40.870 mio. DKK af den samlede eksport på 626.129 mio. DKK (statistikbanken.dk; den samlede eksport).



Figur 7.6: statistikbanken.dk: Samlede eksport til BRIK-landene i mio. kr.

På trods af at grafen i figur 7.6 har tendens til kun at gå én vej, er udviklingen i BRIK-landene svækket som følge af den økonomiske afmatning (Business.dk; afmatning i vækstlandene – en trussel mod opsvinget). Det kan have store konsekvenser for danske virksomheder der har satset på at fremgangen i BRIK-landene vil fortsætte. Nilfisk Advance har de senere år haft omsætningsvækst i BRIK og MT landene og væksten fra disse lande har været den direkte årsag til omsætningsfremgang, idet de mere modne markeder har svigtet. Dermed kan Nilfisk Advance blive påvirket negativt såfremt den økonomiske afmatning i BRIK-landene fortsætter de kommende år.

7.1.2.3 Økonomiske og demografiske forhold for Photonics Group

Størstedelen af Photonics Groups produkter afsættes til et bredt spekter af industriområder (NKT årsrapport 2012, side 29). Dermed vil Photonics Group være påvirket af ændringer i konjunktoren, idet deres kunder i perioder med lavkonjunktur alt andet lige vil investere langt mindre i optisk fiberteknologi.

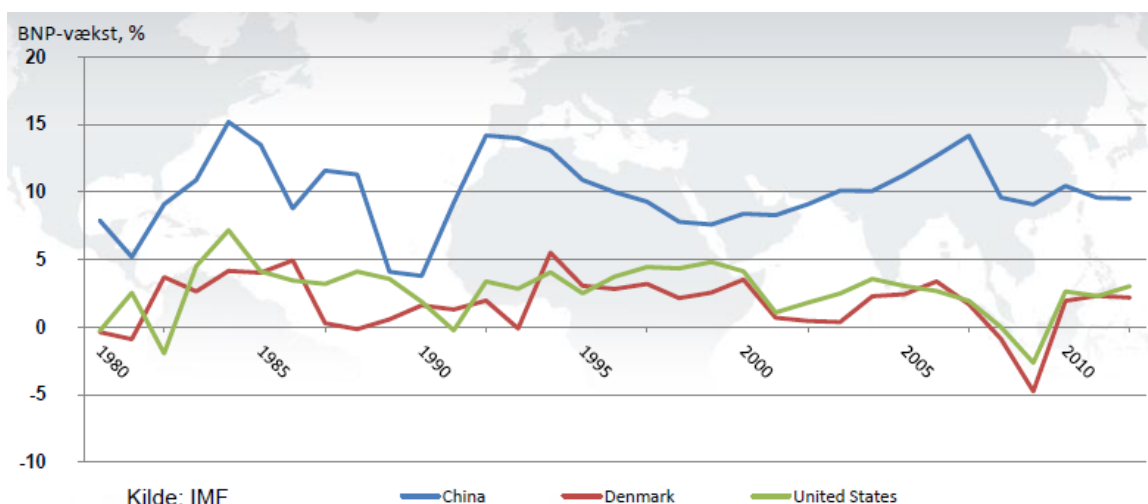
Endvidere vil ændringer i valutakurserne i USA og Kina, som er de primære eksportlande alt andet lige påvirke Photonics Group. På nuværende tidspunkt udgør den samlede omsætning fra Photonics Group dog kun 2 %, af den samlede omsætning i NKT Holding A/S, hvorfor det må forventes, at ændringer i valutakurserne ikke på nuværende tidspunkt har de store konsekvenser for NKT.

7.1.3. Sociale og kulturelle forhold

De sociale og kulturelle forhold der kan påvirke virksomheden er blandt andet forbrugernes vaner, og de trends befolkningen lever efter. Der er stor forskel på forbrugernes vaner, og hvilke produkter der er attraktive, det kommer til udtryk igennem befolkningssammensætningen. Det er faktorer som uddannelse, lønindkomst og livsstil, der er afgørende for forbrugernes vaner. Det er derfor vigtigt, at virksomheden har stor fokus på dette og tilpasser sine produkter efter forbrugernes behov.

7.1.3.1. Sociale og kulturelle forhold for NKT Cables

Kinas stærkt voksende middelklasse bevirker, at der er et øget behov for udbygningen af infrastrukturen, idet flere kinesere flytter til byområderne. Prognoser peger på, at op mod 1 milliard forventes at være bosat i byområderne indenfor de næste 10 år mod 572 millioner i 2005 (innovationx.dk; Kina – vejen mod urbanisering). Det bevirker at, Kina i fremtiden vil have et øget behov for udbygningen af transportnettet, som led i den stigende urbanisering. Dermed vil der alt andet lige være et stigende behov for levering af køreledninger til højhastighedstog.



Figur 7.7: innovationx.dk: BNP vækst i % for hhv. Kina, Danmark og USA.

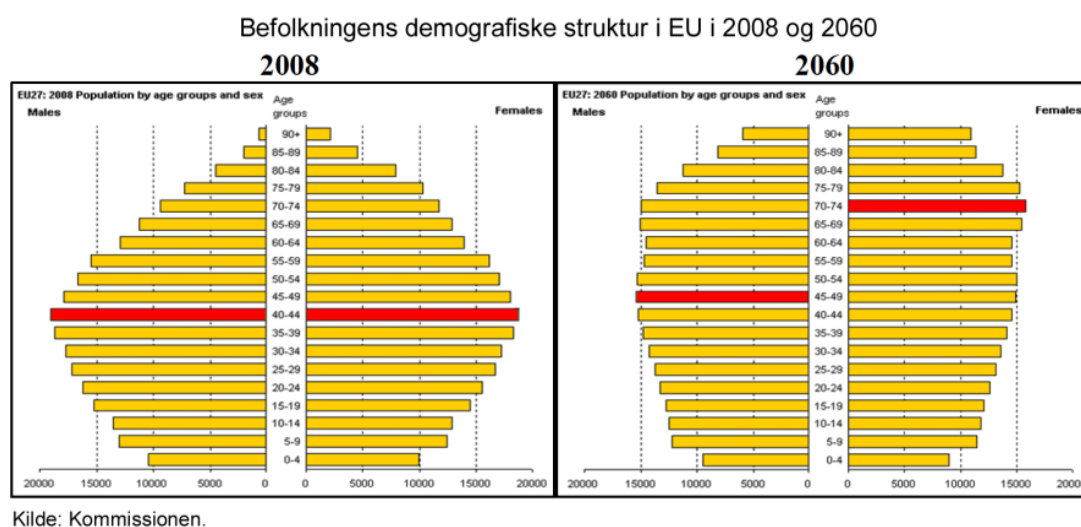
Af figur 7.7 fremgår det, at Kinas BNP langt overstiger væksten i BNP for hhv. Danmark og USA. Derudover kan man se, at Kina ikke blev ligeså hårdt ramt under den finansielle krise fra 2008. Kina er derfor en vigtig aktør for Danske virksomheder, idet Kinas økonomi er støt stigende, og på sigt forventes at kunne overhale USA som verdens største økonomi. Det forventes at op mod 90 % af Kinas BNP i 2025 vil stamme fra den urbane befolkning (innovationx.dk; Kina – vejen mod urbanisering). Den stigende urbanisering vil bevirke, at der vil være et øget behov for vedvarende energi samt udvidelse af elnettet.

I Europa er der fortsat et stigende behov for sikring af driftssikker og effektiv energiforsyning som følge af, at der fortsat er et stigende forbrug af elektricitet (udviklingstal.um.dk; el-forbrug). Denne stigende tendens

skyldes dels, at vi får flere elektriske apparater i vores hjem, men også det faktum at flere lande har fået en større middelklasse, som dermed forbruger mere elektricitet end tidligere. Dermed vil efterspørgslen af højspændingskabler være sikret i fremtiden som følge af det øgede behov for udbygning af elnettet. Denne tendens er dog ikke den samme indenfor lavspændingskabler, da afsætning af disse kabler er meget afhængig af aktivitetsniveauet i byggesektoren. I Danmark har vi oplevet en faldende tendens indenfor antallet af påbegyndte nybyggerier som nævnt i afsnit 7.1.2.1. Dette skyldes en fortsat afmatning af økonomien efter finanskrisens indtog i 2008. Det bevirker, at efterspørgslen efter lavspændingskabler fra NKT Cables er faldende og samtidig er ekstremt konjunkturfølsomt, da efterspørgslen følger udviklingen indenfor byggebranchen. Det må dog forventes, at afmatningen på et tidspunkt vil vende, og der kommer mere gang i nybyggeriet, som alt andet lige vil bevirke, at efterspørgslen efter lavspændingskabler fra NKT Cables vil stige.

7.1.3.2. Sociale og kulturelle forhold for Nilfisk Advance

Levealderen i Europa er stigende og man forventer at levealderen vil stige frem til 2060. Som det fremgår af figur 7.8 nedenfor, vil der være langt færre unge til at forsørge den ældre generation, der ifølge grafen bliver ældre og ældre (europatrenul.com; når færre skal forsørge flere). Det kan bevirke, at der vil komme et øget behov for arbejdskraft via maskiner, da de menneskelige ressourcer ikke er tilstrækkelige. Dermed vil Nilfisk Advance med fordel kunne tilpasse sine produkter til de private forbrugere og deres stigende behov for rengøringsmaskiner til at lette dagligdagen.



Figur 7.8: europatrenul.com; Forventet udvikling i befolkningens levealder i Europa

En stigende levealder er samtidig en af de direkte årsager til en stigende velfærd i samfundet. Når der sættes mere fokus på velfærd, er det attraktivt at udskifte manuel arbejdskraft med maskiner for at spare på de

menneskelige ressourcer og miljøet (NKT årsrapport 2013, side 12). Nilfisk Advance afsætter primært deres produkter til det kommercielle marked og vil dermed kunne drage fordel af en stigende efterspørgsel på professionelle rengøringsmaskiner.

For at opnå de målsætninger Nilfisk Advance har fastsat, er de meget afhængige af deres nøglemedarbejdere. Af samme årsag afsætter Nilfisk Advance hvert år 0,5 % af omsætningen til at videreuddanne og udvikle den nuværende medarbejderstab (NKT årsrapport 2010, side 29). Nilfisk Advance har en forventning om, at der i fremtiden vil være mangel på kvalificeret arbejdskraft og bruger derfor en del ressourcer på at forbedre den enkelte medarbejders kvalifikationer til gavn for organisationen.

7.1.3.3. Sociale og kulturelle forhold for Photonics Group

Som beskrevet i afsnit 7.1.3.1 bliver verdenen og i særdeleshed Kina mere og mere urbaniseret. Som led i dette vil udbygning af den kollektive infrastruktur være direkte konsekvens heraf. Dermed er der i verdenen blevet et større behov for udbygning af jernbanenettet og vejnettet herunder udbygning af tunneller. Her er det vigtigt, at der bliver installeret brandovervågning, så man mindsker risikoen for ulykker.

7.1.4. Teknologi og miljø

Teknologiske og miljømæssige faktorer er nogle af de områder, der kan påvirke virksomhederne mest, især når man ser på produktionsvirksomheder som NKT er. Der er blandt andet store krav til, at de produkter, der bliver produceret er opdateret med den nyeste teknologi. Derudover er der store krav fra omverdenen om, at virksomhederne overholder de gældende miljøkrav samt bruger færrest mulige naturressourcer i deres produktion.

7.1.4.1. Teknologiske og miljømæssige forhold for NKT Cables

De sidste par måneder har der været stor fokus på den konflikt, der er på Krim-halvøen, og de følger en Russisk overtagelse af magten i området kan have for resten af verdenen. En af de største leverancer af gas går fra Rusland via Ukraine til Europa (danskenergi.net; Krim-konflikt kan føre til ny energikurs i Europa). Uroen på Krim-halvøen og Ruslands trusler om at lukke for eksporten af gas til Europa kan dermed være en direkte årsag til, at man fra Europas side skal have fokus på den fremtidige forsyningssikkerhed. Dermed vil der være mulighed for, at mere sikre energikilder som vindenergi kan vinde store indpas end det allerede gør i dag, da man i fremtiden ønsker at undgå import af energikilder fra ustabile lande. Dette kan medføre, at der kommer øget fokus på vedvarende energikilder og kan dermed betyde, at NKT Cables kan være leverandører af søkabler til brug for opførsel af flere on- og offshore vindmølleparker rundt om i Europa.

Vindenergi er som tidligere nævnt en vigtig faktor for målsætningerne om mere vedvarende grønenergi. Udvidningen af vindenergi fra offshore vindmølleparker bevirker, at der bliver stillet store krav til, at elnettet

udvides og forbedres, så det kan trække de store mængder af energi som skal leveres til forbrugeren. Det bevirker, at der skal udvikles de såkaldte landsdækkende Smart Grid, som skal sørge for, at energien fra offshore vindmølleparkerne bliver udnyttet maksimalt (dongenergy.com; Udviklingen af fremtidens elnet – Smart Grid). Udviklingen af Smart Grid bevirker, at store dele af den danske el-forbindelse til det nordeuropæiske el-marked skal udvides for at kunne importere og eksportere el, når der er henholdsvis under- og overskud af el. Her kan NKT Cables få en god mulighed for at levere kabler, som skal bruges til at transportere energien videre til slutbrugeren. Dermed vil det stigende krav til driftssikker og fleksibel energiforsyning bevirke, at NKT Cables kan være leveringsdygtige indenfor søkabler samt høj- og mellemspændingskabler.

7.1.4.2. Teknologiske og miljømæssige forhold for Nilfisk Advance

Miljøet er et af de punkter der er stor fokus på i hele verdenen. Tidligere har det været verdensøkonomier som USA og EU, der har stået i spidsen for at sikre mere energieffektive og miljørigtige teknologier på alle områder af samfundslivet. Det betyder, at med en voksende middelklasse i de nye vækstlande Kina, Indien, Sydamerika og Afrika bliver befolkningen løftet ud af fattigdommen, med alt hvad det indebærer. Det vil indebære fremskridt indenfor sundhed, bedre uddannelser og materielle goder, som bevirker at energi- og naturressourcerne bliver sat endnu mere under pres, end de allerede er i dag. Det bevirker også, at de nye vækstlande i fremtiden skal have mere fokus på miljøet for at imødegå ovenstående forhold. Vækstlandene har derfor miljøet på dagsordenen for at imødegå en grøn omstilling (mm.dk; vækstlande har appetit på grøn omstilling).

Brugen af rengøringsmaskiner kan føre til, at der bliver brugt for mange ressourcer både i forhold til strøm og vand, men også på rengøringsmidler, som kan have en skadelig virkning på miljøet. Miljøstyrelsen har blandt andet været ude at advare mod brugen af rengøringsmidler, der indeholder klor, optisk hvidt og tensider (mst.dk; tips om rengøringsmidler). Nilfisk Advance har med deres miljøpolitik ”Green meets clean”, forsøgt at imødegå de skærpede miljøkrav, der er indenfor området og dermed begrænse deres brug af miljøskadelige stoffer i deres produkter. Rengøringsudstyr der produceres i fremtiden skal kunne servicere kundernes behov og de stigende krav til energieffektive og bæredygtige maskiner. I 2013 lancerede Nilfisk Advance 41 nye produkter indenfor henholdsvis gulvbehandling, støvsugere, højtryksrensere og udendørsmaskiner. Produkterne er alle sammen kendetegnet ved, at de alle sammen søger at afdække kundernes øgede behov for bæredygtige grønne løsninger. De nye produkter reducerer blandt andet brugen af strøm, vand og rengøringsmidler (NKT årsrapport 2013, side 14).

7.1.4.3. Teknologiske og miljømæssige forhold for Photonics Group

Photonics Group befinder sig på et marked, der er meget nichepræget, og hvor teknologi og innovation er i højsædet. Aftagerne af produkterne kræver, at der bliver skabt individuelle løsninger som tilgodeser lige

netop dem. Dermed er det meget ressourcekrævende at producere de enkelte produkter, da man ikke kan standardisere det i ligeså høj grad, som man kan med NKT's øvrige produkter. Photonics Group har dog igennem de senere år udviklet en række standardprodukter, der gerne skulle simplificere integreringen af produkterne til kundernes produkter.

De eksisterende oliefelter i Nordsøen giver mindre og mindre olie, og samtidig er det svært at finde nye oliefelter hvor der kan udvindes olie. Der er på 40 år udvundet ca. 20 % af de olieressourcer, der er i Nordsøen og de resterende 80 % er svære at udvinde (dr.dk; Skib skal hjælpe i jagt på olie). Udvinning af olie på store vanddybder og udvinning af olie og gas fra eksisterende felter er meget svært, da størstedelen af den resterende olie ligger dybt i undergrunden.

Derudover er det dyrt at udvinde olie og kræver derfor, at olieselskaberne kan være sikre på store gevinster, før de begynder at bore efter olien. En af de metoder, der kan bruges i udvinning af olie er optiske sensorer, som lægges på havbunden og herefter fiberforbindes. Sensorerne vil virke som én stor sensor, der kan scanne undergrunden for olie (ing.dk; undersøisk radar skal vride mere olie ud af undergrunden). Dermed kan Photonics Group med deres individuelle løsninger være leveringsdygtige af optiske sensorer, der kan bruges til at undersøge undergrunden.

7.1.5. Sammenfatning af omverdensanalyse

Ovenstående analyse lavet ved hjælp af PEST-modellen, har givet en indikation af hvor meget ydre faktorer fra NKT's omverden påvirker virksomheden. Det er især faktorer som politiske tiltag, herunder lovgivning som spiller ind og kan påvirke den fremtidige vækst i NKT. Dog har den teknologiske udvikling og de skærpede krav indenfor miljøet også meget at sige, når man ser på mulighederne for at skabe vækst i fremtiden indenfor NKT's tre forretningsområder NKT Cables, Nilfisk Advance og Photonics Group.

NKT Cables kan udnytte, at Kyoto-aftalen er blevet forlænget frem til 2020, og de fremtidige målsætninger omkring vedvarende energi derfor er intakte 6 år endnu. Dette bevirker, at NKT Cables dels kan være leveringsdygtige indenfor søkabler til vindmølleparkerne, men også til distributionen af energien gennem højspændingskabler, der sikrer levering af el til forbrugeren. Endvidere kan de udnytte den stigende urbanisering som lige nu præger det kinesiske marked. Her har NKT Cables mulighed for at være en del af udbygningen af det kinesiske jernbanenet, som vil kræve levering af luftledninger. NKT Cables er dog som tidligere nævnt meget afhængige af de politiske tiltag samt den generelle vækst i samfundet. Vækstraten i de kommende år forventes at være stigende frem mod 2020, hvor Kyoto-aftalen udløber, og herefter er det uvist, hvorvidt væksten bliver påvirket af dette.

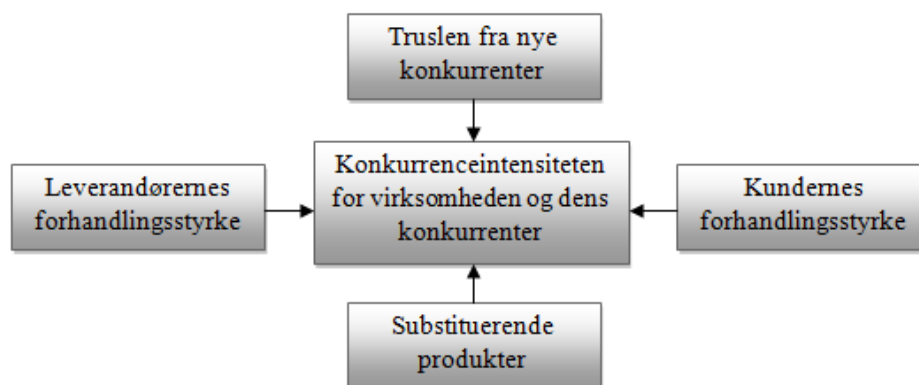
Nilfisk Advance kan udnytte, at der i de markeder, de sælger til er en stigende middelklasse, som alt andet lige vil medføre, at behovet og lysten for udskiftning af manuelt arbejde med teknologi stiger. Dette sker

samtidig med, at befolkningen i Europa bliver ældre og ældre. Dermed er der færre til at forsørge de ældre, som kan bevirke at behovet for maskiner kan blive nødvendige, da de menneskelige ressourcer ikke er tilstrækkelige. Vækstraten i de kommende år forventes dermed at være stigende.

Photonics Group kan udnytte, at mange olieselskaber gerne vil udnytte de endnu ikke borede oliefelter der er i Nordsøen. Her kan Photonics Group med deres optiske fiberlasere være med til at afsøge Nordsøen for at være sikker på, at der er olie i undergrunden, inden olieselskaberne begynder at bruge dyre ressourcer på at bore. Derudover kan de udnytte de udbygninger der er af infrastrukturen, som bevirker, at der også er behov for nye tunneller, som skal sikres med brandovervågning. Vækstraten for Photonics Group forventes at være stejlt stigende i de kommende år.

7.2. Brancheanalyse

Porters Five Forces giver et billede af konkurrenceintensiteten indenfor de respektive brancher, som NKT opererer indenfor. Modellen skal undersøge konkurrenceintensiteten samt attraktiviteten på markedet indenfor henholdsvis kabelbranchen, rengøringsbranchen samt branchen indenfor optisk laserteknologi. Konkurrenceintensiteten i branchen påvirkes af leverandørerne, kunderne, konkurrenterne og truslen fra substituerende produkter (Ole Sørensen (2012), side 69)



Figur 7.9: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 69

Figur 7.9 viser de fem konkurrencekræfter, der har indflydelse på en virksomheds evne til at skabe værdi. De fem konkurrencekræfter kan opdeles i to dele. Første del af konkurrencekræfterne er truslen fra nye konkurrenter, substituerende produkter samt rivaliseringen mellem eksisterende virksomheder. Disse faktorer er alle med til at påvirke indtjeningsmulighederne i branchen. Den anden del af konkurrencekræfterne er branchens forhandlingsstyrke overfor dens kunder og leverandører. Disse faktorer er alle med til at fastlægge, hvorvidt der er potentiale for overnormale afkast i branchen. Da NKT har forretningsområder der spænder meget bredt, er det relevant at se på hvert forretningsområde og undersøge hvilke ovennævnte forhold, der påvirker lige netop den enkelte branche.

7.2.1. Truslen fra nye konkurrenter

Den første konkurrencekræft er truslen fra nye indtrængere som kan bevirke, at de eksisterende virksomheder mister markedsandele og kan have sværere ved at prisfastsætte deres produkter, som i sidste ende kan føre til faldende indtjening hos virksomhederne i branchen. De enkelte virksomheders nuværende markedsposition er derfor meget afhængig af truslen fra potentielle nye konkurrenter, der kan etablere sig på markedet (Ole Sørensen (2012), side 72).

7.2.1.1. Truslen fra nye konkurrenter for NKT Cables

Kabelbranchen er en branche præget af relativt høje adgangsbarriere. Det kræver, at nye konkurrenter foretager store investeringer i råvarer og maskiner, samt forskning og udvikling for at kunne producere de mængder NKT Cables gør. Derudover er der krav til teknologisk knowhow, som i kabelbranchen er skabt igennem mange års erfaring med udvikling og produktion af både standard og specielt designede kabler. Kravene til de store investeringer og den teknologiske knowhow er med til at holde nye potentielle konkurrenter på markedet på et lavt niveau. Der er dog forskel på konkurrenceintensiteten alt efter hvilke kabler der er tale om.

Produktionen af højspændingskabler og søkabler kræver høj grad af teknologisk udvikling som bevirker, at det er svært for nye konkurrenter at entrere branchen (NKT årsrapport 2013, side 21). Det bevirker, at virksomhederne i perioder med ny og forbedret teknologi vil kunne opnå overnormal profit. Produktionen af ovenstående kabler medfører ofte, at kablerne kræves specielt designet til den enkelte kunde, så kablerne specifikt passer til den opgave, de skal bruges til. Mellem- og lavspændingskabler herunder køreledninger til jernbanenettet er derimod i højere grad præget af lavteknologi sammenlignet med de andre typer af kabler. Produktionen af disse typer kabler findes på et marked, hvor evnen til at differentiere og producere miljørigtige produkter er den primære adgangsbarriere. Dermed vil det være lettere for nye aktører at entrere branchen for lavspændingskabler, såfremt de gennemfører de nødvendige investeringer.

På baggrund af ovenstående må det vurderes, at kabelbranchen er karakteriseret ved relativt høje adgangsbarrierer, qua de investeringer det vil kræve for at opstarte en kabelproduktion.

7.2.1.2. Truslen fra nye konkurrenter for Nilfisk Advance

Professionelle rengøringsmaskiner er ikke produkter der kræver komplekse højteknologiske løsninger, hvorfor produktionen heraf også er outsourcet til komponentleverandører mens selve samlingen af produkterne, kvalitetskontrollen og logistikken udføres fra egne fabrikker (NKT årsrapport 2010). Da produktionen nemt kan outsources til underleverandører, må det vurderes, at produktionen af rengøringsmaskiner ikke har de store adgangsbarrierer.

Adgangen til de respektive markeder hvor produkterne skal afsættes på er derimod præget af adgangsbarriere. Det skyldes, at forbrugerne af rengøringsmaskinerne i høj grad vælger de producenter, de kender og har tiltro til. Dermed står man stærkt som virksomhed, hvis man har en mangeårig tilstedeværelse i det pågældende land (NKT årsrapport 2013). Endvidere kræver forbrugerne, at de hurtigt kan få lavet service på deres maskiner, såfremt de måtte gå i stykker. Her er det ligeledes vigtigt med en mangeårig tilstedeværelse, der bevirker, at man har nogle gode serviceaftaler med lokale reparatører. Det kan derfor være svært som ny producent af rengøringsmaskiner at komme ind på de respektive markeder, da det kræver tid at tilvende forbrugeren til noget nyt. Samtidig kræver det mange ressourcer at oparbejde et distributions og servicenetværk i et marked der allerede er præget af mange udbydere.

Med afsæt i ovenstående kan det derfor konkluderes, at adgangsbarriererne er middel idet der er tale om en produktion der er relativ lavteknologisk, men et marked der kræver en stærk serviceorganisation samt nære kundekontakter.

7.2.1.3. Truslen fra nye konkurrenter for Photonics Group

Produktionen af optisk fiberteknologi er præget af højteknologiske løsninger, der udover forskning kræver en stor portefølje af patenter og beskyttelse af immaterielle rettigheder (NKT årsrapport 2014, side 31). Dermed vil en ny konkurrent skulle investere mange ressourcer, specielt indenfor produktudvikling for at entrere markedet for optisk fiberteknologi. Derudover er branchen for optisk fiberteknologi præget af, at salget sker direkte og igennem distributører, hvilket kræver, at man som producent har en bred distributionskanal som kan afsætte produkterne.

Derved kan det konkluderes, at markedet for optisk fiberteknologi er præget af høje adgangsbarriere for potentielle nye konkurrenter i branchen.

7.2.2. Substituerende produkter

Den anden konkurrencekræft er truslen fra substituerende produkter. Såfremt et substituerende produkt bliver lanceret på markedet, vil det påvirke alle virksomhederne i branchen. Et substituerende produkt kan medføre at prisen på produktet bliver lavere, idet der nu er flere udbydere af et produkt med den samme funktion på markedet (Ole Sørensen (2012), side 74).

7.2.2.1. Substituerende produkter for NKT Cables

NKT Cables producerer kabler, og der findes som udgangspunkt ikke en direkte substitut for distribution af elektricitet. Dermed må truslen fra substituerende produkter anses som lav.

7.2.2.2. Substituerende produkter for Nilfisk Advance

Rengøringsbranchens primære substitution til rengøringsmaskiner er manuel rengøring udført af menneskelige ressourcer. Det gælder både indenfor det private marked og det professionelle marked. Den manuelle arbejdskraft kan til langt de fleste opgaver, udføre det samme arbejde som rengøringsmaskinerne kan. Det kan dog i nogle situationer være mere tidskrævende med manuel arbejdskraft, hvorfor rengøringsmaskiner kan være at foretrække.

Der vil derfor altid være stor risiko for substitution i branchen, idet det er nemt at skifte fra manuel arbejdskraft til rengøringsmaskiner og omvendt. Det vil ofte være de modne markeder med en stor middelklasse, der vil udskifte den manuelle arbejdskraft med rengøringsmaskiner, hvilket også afspejles i den geografiske fordeling af salget (NKT årsrapport 2013, side 12). Det vil derfor også være interessant at se på vækstmarkederne, de såkaldte BRIK+MT lande, hvor der er en stadig voksende middelklasse, som på sigt vil kunne få behov for at udskifte den manuelle arbejdskraft med rengøringsmaskiner.

På baggrund af ovenstående må truslen fra substituerende produkter karakteriseres som middel.

7.2.2.3. Substituerende produkter for Photonics Group

Branchen indenfor optisk fiberteknologi er præget af at flere produkter kan erstatte de traditionelle fiberlasere. Der kan bruges almindelige lasere til måling af opgaver der kræver præcision. Her kan traditionelt elektronisk måleudstyr også benyttes. Begge metoder er kendt i teknologien og har været benyttet i længere tid end fiberlasere. Fiberlasere har dog den fordel, at de generelt har en større robusthed og ofte et højere effektivitetsniveau eller følsomhed end de traditionelle lasersystemer (NKT årsrapport 2012, side 30).

Markedet for optiske fiberlasere er dog stadig en meget lille del af det samlede laser- og sensormarked. Det skyldes, at fiberlasere repræsenterer en ny teknologi. Derved må det vurderes, at truslen fra substituerende produkter er af en relativ karakter, idet det eksisterende marked for laser- og sensorteknologi er stærkt repræsenteret i branchen. Dermed vurderes truslen fra substituerende produkter til at være høj.

7.2.3. Kundernes forhandlingsstyrke

Den tredje konkurrencekræft er kundernes forhandlingsstyrke. Det er kundernes styrke til at presse prisen ned på virksomhedens produkter, spille konkurrenterne ud mod hinanden ved at kræve en bedre service eller kræve en bedre kvalitet på produkterne. Mængden af de produkter kunden køber har meget at sige i forhold til dennes styrke, idet der vil være incitament for kunden til at vælge en anden virksomhed, hvor de kan få bedre service eller samme produkt til billigere penge (Ole Sørensen (2012), side 75).

7.2.3.1. Kundernes forhandlingsstyrke for NKT Cables

NKT Cables inddeler deres forretningsområder som nævnt i afsnit 6.2., i tre business units, som hver især har vidt forskellige kunder. De tre business units er henholdsvis BU Projects, BU Products og BU APAC (NKT årsrapport 2014, side 20).

Indenfor BU Projects findes forretningsområdet for elektrisk infrastruktur. Her er NKT Cables' kunder primært Europæiske transmissions- og distributionsselskaber i elsektoren. Kunderne tæller blandt andet virksomheder som E.on, EnBW, RWE, RTE, Energinet.dk, ScottishPower, Dong Energy, TenneT, 50Hertz og Vattenfall (NKT årsrapport 2013, side 21).

Indenfor BU Products findes forretningsområderne elektrisk infrastruktur, jernbane, konstruktion og bilindustrien. Her er kunderne Europæiske transmissions- og distributionsselskaber i elsektoren, elgrossister der sælger til slutbrugeren i byggeindustrien samt enkeltstående nationale entreprenører, jernbaneejere og operatører samt store jernbaneentreprenører og specialiserede underleverandører til bilindustrien (NKT årsrapport 2013, side 22).

Indenfor BU APAC findes forretningsområderne elektrisk infrastruktur og jernbane. Her er kunderne primært kinesiske jernbaneejere og operatører samt industrielle kunder og energiselskaber. Kunderne tæller blandt andet State Grid Corporation og China og China Southern Power Grid (NKT årsrapport 2013, side 23).

I segmentet for elektrisk infrastruktur efterspørger kunderne skræddersyede løsninger til de projekter, de arbejder med. Det bevirker at NKT Cables ikke bare kan levere standardløsninger. Kunderne vælger i høj grad de kabelproducenter de tidligere har haft erfaring med, og hvor de ved at leverancen, og servicen er ok (NKT årsrapport 2010, side 26). De kunder NKT Cables handler med, er alle sammen store virksomheder, som sammen med ovenstående præferencer må anses for at have en middel til høj forhandlingsstyrke.

I jernbanesegmentet efterspørger kunderne ligeledes produkter, der kan matche de standarder, der er i de respektive lande. I jernbanesegmentet er det ligeledes en fordel for virksomheden, hvis kunden tidligere har fået leverance fra producenten, og standarden har været i overensstemmelse med de fastsatte standarder, da det øger muligheden for nye ordre (NKT årsrapport 2013, side 23). Det vurderes, at kundernes forhandlingsstyrke her ligger på middel.

I konstruktionssegmentet hvor lavspændingskablerne afsættes, er der få store kunder som primært er elgrossister. Samtidig er der en lang række af virksomheder, der producerer lavspændingskabler, hvilket sammen med ovenstående bevirker, at kunderne har god mulighed for at presse priserne på produkterne og de har dermed en høj forhandlingsstyrke. Dermed er det vigtigt for producenterne af lavspændingskabler, at

de differentierer sig på pris, levetid, kvalitet, miljø og affaldsbehandling (mst.dk; økonomiske konsekvenser af blybekendtgørelsen).

I segmentet for bilindustrien er NKT Cables en niche leverandør, og de primære kunder er bilproducenter, der søger at få bygget mere intelligens ind i bilerne samt ønsket om at udskifte den benzindrevne bilpark med el- og hybridbiler (NKT årsrapport 2013, side 23). Ligesom de to første segmenter køber bilindustrien ofte ind fra de leverandører, de i forvejen kender og tidligere har handlet med. Dermed er kundernes forhandlingsstyrke også her middel.

7.2.3.2. Kundernes forhandlingsstyrke for Nilfisk Advance

Nilfisk Advance er én af de fire største producenter af rengøringsmaskiner, og deres primære kunder er det professionelle marked, som er opdelt i henholdsvis det kommercielle og industrielle marked. De kommercielle kunder er typisk rengøringsvirksomheder der tilbyder kontraktmæssige løsninger af rengøringsopgaver til blandt andet offentlige myndigheder, forretninger, sundhedssektoren og uddannelsesinstitutioner. De industrielle kunder omfatter virksomheder indenfor produktion, distribution, byggeri, landbrug og bilindustrien (NKT årsrapport 2013, side 13).

Nilfisk Advance er på baggrund af sin størrelse og de kunder de afsætter til ikke afhængige af enkelte kunder, idet de fleste kunder ikke aftager store mængder af deres produkter. Der er dog en sammenhæng mellem hvor meget kunderne aftager, og den tilfredshed de oplever ved at handle med virksomheder i rengøringsbranchen. Det er derfor vigtigt, at virksomhederne i branchen har fokus på servicen, leveringstiden, produktkvaliteten og herunder at virksomhederne overholder de gældende regler, der er i forhold til miljøhensyn.

Kundernes forhandlingsstyrke må derfor vurderes at være relativ lav, idet Nilfisk Advance er en stor leverandør af rengøringsmaskiner og samtidig ikke er afhængige af enkelte kunder.

7.2.3.3. Kundernes forhandlingsstyrke for Photonics Group

Photonics Groups kunder er primært forskningsinstitutter og andre virksomheder, som bruger optisk fiberlaser i deres produktportefølje. Deres kunder omfatter blandt andet medtec- og halvlederindustrierne samt energisektoren. Det kan være svært at opnå leverandørstatus hos nye kunder, idet produkterne som ofte kræver langvarige tests og myndighedsgodkendelse, før produktet kan anvendes indenfor eksempelvis medicinalindustrien (NKT årsrapport 2012, side 31).

De fleste af de kunder, der afsættes til har individuelle behov og kræver derfor særskilte løsninger. Photonics Group har derfor brugt mange ressourcer på at udvikle produkter, der nemt kan implementeres i andre

kunders produkter, så de ikke nødvendigvis behøver at lave særskilte løsninger hver gang, men derimod kan nøjes med at afsættes produkter, der er mere standardiserede (NKT årsrapport 2013, side 31).

Da kunderne kan presse Photonics Group til at levere individuelle løsninger, der passer til lige netop deres behov, må det antages, at kunderne her en høj forhandlingsstyrke og dermed er i stand til at presse Photonics Group.

7.2.4. Leverandørernes forhandlingsstyrke

Den fjerde konkurrencekræft er leverandørernes forhandlingsstyrke. Det er leverandørernes styrke til at presse branchen ved stigende priser eller forringet kvalitet af produkterne. Leverandører kan dermed med den rigtige styrke opnå en højere indtjening i branchen, hvilket også hænger sammen med antallet af leverandører med det samme produkt. Det kan dermed få store konsekvenser for virksomhederne, hvis de er meget afhængige af én leverandør (Ole Sørensen, side 76).

7.2.4.1. Leverandørernes forhandlingsstyrke for NKT Cables

Hovedparten af de materialer, der bliver brugt i produktionen af kabler svarende til 85 % er henholdsvis kobber og aluminium samt isoleringsmaterialet polythylen (NKT årsrapport 2012, side 16). Handlen med kobber og aluminium sker på store internationale råvarebørser og dermed indkøber NKT Cables deres metaller til markedspriser.

Det bevirker, at NKT Cables er meget afhængige af hvordan priserne på metallerne udvikler sig, da en stigning eller et fald i priserne kan have direkte indvirkning på indtjeningen. NKT Cables har siden 2007 afdækket metalpriserne løbende og opgør hvert år omsætningen ud fra standardmetalpriser og markedspriser.

Da metallerne bliver prissat ud fra udbud og efterspørgselsprincippet, sikrer det NKT Cables, at de altid køber metallerne til markedsvilkår, hvorfor leverandørernes forhandlingsstyrke må anses for værende lav.

7.2.4.2. Leverandørernes forhandlingsstyrke for Nilfisk Advance

Nilfisk Advance har et bredt netværk af leverandører, som er leveringsdygtige af komponenter, der bliver leveret til Nilfisk Advances egne samlefabrikker, og herefter bliver varerne distribueret videre til slutbrugeren. Nilfisk Advance har igennem en årrække outsourcet store dele af produktionen til underleverandører. Outsourcing af produktionen har bevirket, at Nilfisk Advance kan fokusere på at samle produkterne selv og foretage den nødvendige kvalitetskontrol og logistik af produkterne.

Nilfisk Advance bruger hovedsageligt underleverandører der er på de lokale markeder, hvor Nilfisk Advance i forvejen er repræsenteret. Dette gøres hovedsageligt for at minimere transportomkostningerne (NKT årsrapport 2013, side 15). Nilfisk Advance har meget fokus på at forbedre leverandørsamarbejdet og

konsolidere leverandørerne, for på den måde at skabe et bedre forhold til leverandørerne og minimere omkostningerne hertil.

Så snart virksomheder som Nilfisk Advance outsourcer en del af produktionen til underleverandører, kan virksomheden som udgangspunkt spare en hel del omkostninger, men det bevirker samtidig, at virksomheden bliver afhængig af underleverandørerne. Dog er de komponenter der bliver produceret ikke højteknologiske, hvilket bevirker at Nilfisk Advance hurtig vil kunne omlægge produktionen og samarbejde med en anden underleverandør af komponenterne.

Nilfisk Advance er ikke afhængige af én leverandør, og der er mange udbydere af de komponenter Nilfisk Advance bruger i produktionen, hvorfor leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes at være lav.

7.2.4.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke for Photonics Group

Photonics Groups fremstiller produkter der som udgangspunkt er af højteknologisk kvalitet. Virksomheden bruger mange menneskelige ressourcer, idet der benyttes meget knowhow og fortsat forskes meget indenfor området optisk fiberlasere. Dog er de komponenter der benyttes til fremstillingen af produkterne ikke svære at producere, da komponenterne ikke er højteknologiske. Det giver Photonics Group en fordel, idet de ikke er afhængige af én underleverandør, men relativt hurtigt kan finde en ny underleverandør.

7.2.5. Konkurrenceintensiteten

Den sidste markedskræft er konkurrenceintensiteten i branchen. Formålet med dette afsnit er, at give et billede af rivaliseringen branchens virksomheder imellem. Konkurrenceintensiteten indeholder parametre som pris og kvalitet, men også konkurrencen i at give kunderne den bedste service eller introducere nye og forbedrede produkter på markedet. Når en virksomhed i branchen føler sig truet opstår der rivaliseringer, som kan føre til opkøb for at tilkæmpe sig større markedsandele (Ole Sørensen (2012), side 71).

7.2.5.1. Konkurrenceintensiteten for NKT Cables

Det globale marked for kabler anslås at være i størrelsesordenen 880 mia. DKK årligt. NKT Cables er blandt de 15 største kabelproducenter med en markedsandel på ca. 1 % (NKT årsrapport 2012, side 16). Der er flere hundrede kabelproducenter verden over, hvoraf de største er vist nedenfor i figur 7.10.



Figur 7.10: Egen tilvirkning og NKT årsrapport 2012, side 16

Indenfor højspændingskabler er der udover de globale konkurrenter også få regionale aktører på markedet. I Europa har NKT Cables en markedsandel på ca. 3 % indenfor højspændingskabler. Derudover er der ca. 10-15 regionale konkurrenter indenfor mellemspændingskabler (NKT årsrapport 2012, side 16).

Det globale kabelmarked udvikler sig overordnet i takt med den stigende urbanisering, som bevirker at der bliver stillet krav til infrastrukturen og forsyningen af energi. Endvidere spiller politisk hensyntagen til forsyningssikkerhed en stor rolle i USA og Europa. Her ønsker man at blive uafhængige af forsyning fra ustabile lande og i stedet prioritere vedvarende energi. Dog er offshoremarkedet præget af manglende stabilitet, som følge af tilbageholdenhed fra kundernes side i forhold til at forpligte sig til at foretage store langsigtede investeringer (NKT årsrapport 2013, side 21).

Markedet for kabler er som tidligere nævnt opdelt i de tre såkaldte business units. De enkelte business units henvender sig til forskellige kundetyper, og da det ikke er alle aktørerne på markedet der producerer kabler til alle typer af kunder, er det essentielt at se mere isoleret på de forskellige typer af kabler der bliver produceret indenfor segmenterne BU Projects (elektrisk infrastruktur), BU APAC (jernbane) og BU Products (konstruktion og bilindustrien).

Indenfor høj- og mellemspændingskabler samt søkabler, der benyttes til offshore, er markedet præget af højteknologiske løsninger, knowhow og store produktions- og installationsrisici, som bevirker at der er høje adgangsbarrierer. Derudover har kunderne en middel til høj grad af forhandlingsstyrke, idet de kræver skræddersyede løsninger, der passer til deres projekt. Konkurrenceintensiteten indenfor disse typer af kabler er præget af højteknologi og leveringstid som de primære konkurrencefaktorer. Produktionen af lavspændingskabler er anderledes kendetegnet ved, at der er mange aktører på markedet, idet der er tale om mere lavteknologiske kabler, som ikke kræver de store teknologiske løsninger. Blot skal de overholde de standarder der er foreskrevet i de lande, hvor kablerne skal anvendes. Her er den primære konkurrencefaktor pris, hvilket medfører at konkurrenceintensiteten i markedet skærpes.

Især indenfor høj- og mellemspændingskabler samt søkabler, har NKT Cables styrket deres markedsposition med åbningen af fabrikken i Köln i 2010. Fabrikken i Köln er konstrueret til at imødegå kundernes krav til projektkompleksitet, idet der kan produceres lange kabelsektioner uden brug af samlemuffer, som er et vigtigt konkurrenceparameter. Dette giver NKT Cables en stærk position på kabelmarkedet.

7.2.5.2. Konkurrenceintensiteten for Nilfisk Advanced

Det globale marked for professionelt rengøringsudstyr anslås at være i størrelsesordenen 55-60 mia. DKK årligt (NKT årsrapport 2013, side 12). Nilfisk Advance er én af fire største producenter af professionelt rengøringsudstyr, som samlet har en markedsandel på 35 %. De resterende 65 % af markedet er fordelt på ca. 100 mindre lokale og regionale aktører. De tre største konkurrenter til Nilfisk Advance er Amerikanske Tennant og de to tyske virksomheder Kärcher og Hako.

Vesteuropa og Nordamerika står for ca. 80 % af verdensmarkedet for professionelt rengøringsudstyr. Disse markeder er kendetegnet ved at være modne markeder med stagnerende vækstrater. Nilfisk Advance er med deres seneste åbning af et salgskontor i Rumænien repræsenteret i 45 lande. Dermed har de styrket distributørnettet, og Nilfisk Advance sælger nu deres produkter i mere end 100 lande verden over. Det er Nilfisk Advances klare strategi at være repræsenteret i de nye vækstmarkeder BRIK+MT landene, så de hele tiden er på forkant med deres konkurrenter i kampen om at vinde nye markedsandele.

Rengøringsudstyr er relativt lavteknologisk at producere, hvilket medfører, at der er mange producenter i branchen. Virksomhederne skal derfor hele tiden have fokus på produkternes pris, for at øge markedstilstedeværelsen, sikre en stærk serviceorganisation og skabe nære kundekontakter. Det er parametre der er vigtige for virksomhederne i branchen, idet kunderne efterspørger produkter af god kvalitet, samt at de har mulighed for at få kvalificeret og hurtig service, hvis noget skulle gå galt.

Truslen fra nye konkurrenter blev vurderet til at være middel, idet der var tale om en produktion der er relativ lavteknologisk, men på et marked der kræver en stærk serviceorganisation samt nære kundekontakter. Kundernes og leverandørernes forhandlingsstyrke blev vurderet til at være lav, idet Nilfisk Advance ikke er afhængige af enkelte kunder eller leverandører.

Ovenstående sammenholdt med antallet af producenter indenfor professionelt rengøringsudstyr gør at konkurrenceintensiteten i branchen må anses som værende middel.

7.2.5.3. Konkurrenceintensiteten for Photonics Group

Det samlede lasermarked vurderes at være i størrelsesordenen 10 mia. DKK årligt (NKT årsrapport 2012, side 30). Heraf vurderes det, at det samlede marked indenfor fiberlasere og fibersensorer, hvor Photonics Group er repræsenteret, udgør ca. 2,7 mia. DKK årligt.

Da optisk fiberteknologi fortsat er en relativ ny teknologi, er der også kun få konkurrenter, hvoraf det fortsat vurderes at være producenter af de traditionelle lasere, der er de største konkurrenter til Photonics Group. De største konkurrenter indenfor de tre områder Photonics Group beskæftiger sig med er:

- *Imaging*: engelske Fianium Ltd samt traditionelle laserproducenter som amerikanske Coherent og Newport.
- *Sensing*: amerikanske Rio samt alternative løsninger i form af nye halvlederlasere.
- *Fiberhåndtering*: japanske Fujikura og Furukawa.

Det er især indenfor segmentet Sensing at Photonics Group er stærke. Photonics Group er førende leverandør af brandovervågning og overvågning af energikabler udenfor Kina. Denne position opnåede Photonics Group i 2013 (NKT årsrapport 2013, side 31).

Markedsudviklingen følger ofte resultaterne fra forsknings- og udviklingsresultater, som udpeger nye muligheder og anvendelsesområder for optisk laserteknologi. På trods af at fiberlasere kun udgør en lille andel af det samlede lasermarked, har fiberlaseren et stort potentiale, idet den er mere effektiv og hårdfør og dermed kan erstatte halvlederlasere. Dermed er kvalitet og produktets potentiale et vigtigt konkurrenceparameter for Photonics Group, men på baggrund af at optisk fiberteknologi fortsat er nyt på markedet, vurderes det at forringe konkurrenceintensiteten.

7.2.6. Sammenfatning af brancheanalyse

Ovenstående analyse giver et billede af, hvordan konkurrenceintensiteten er indenfor henholdsvis kabelbranchen, rengøringsbranchen og branchen for optisk laserteknologi.

Som det fremgår af ovenstående, blev truslerne fra nye konkurrenter karakteriseret ved hjælp af hvor store adgangsbarrierer der var i de respektive brancher. Indenfor kabelbranchen er der høje adgangsbarriere idet det kræver store investeringer at starte en kableproduktion samtidig, med at der er tale om højteknologiske produkter. Indenfor branchen for professionelt rengøringsudstyr er adgangsbarriererne middel, da der er tale om mere lavteknologiske produkter, og en branche der er præget af mange aktører. Laserbranchen er ligeledes kendetegnet ved høje adgangsbarriere, idet det er et område, der kræver meget knowhow, produktudvikling og patentbeskyttelse.

Truslen fra substituerende produkter var ligeledes forskellige i de tre brancher. Kabelbranchen er kendetegnet ved en lav trussel, idet der ikke er en direkte substitut for elektricitet. Rengøringsbranchen er derimod kendetegnet ved middel trussel fra substituerende produkter, idet det er nemt at udskifte professionelle maskiner med manuel arbejdskraft.

Kundernes forhandlingsstyrke er i kablebranchen præget af middel til høj forhandlingsstyrke alt efter hvilket segment af kabler der er tale om, men fælles for branchen er, at kunderne kræver skræddersyede løsninger og at produkterne matcher de standarder der findes i deres pågældende land. Indenfor rengøringsbranchen er forhandlingsstyrken hos kundernes af lav karakter, idet der er tale om nogle store aktører på markedet, som ikke er afhængige af enkelte kunder. Anderledes er det for laserbranchen, hvor kundernes forhandlingsstyrke indenfor optisk laserteknologi er høj, da der er tale om ny teknologi der skal implementeres og kundernes samtidig kræver individuelle løsninger.

Leverandørernes forhandlingsstyrke er lav indenfor alle tre brancher. Det skyldes at leverandørerne indenfor kablebranchen primært er udenlandske børser, hvor der handles råvarer, som bliver solgt til markedspriser. Indenfor rengøringsbranchen findes der mange leverandører af de komponenter, der bliver brugt i produktionen af rengøringsmaskiner, og virksomhederne kan med det rette leverandørnetværk hurtigt omlægge produktionen. Det samme gør sig gældende indenfor laserbranchen, hvor leverandørernes forhandlingsstyrke også vurderes at være lav.

Konkurrenceintensiteten vurderes at være høj indenfor kabelbranchen, idet der er mange store aktører som skal kæmpe om de eksisterende og fremtidige markedsandele. Indenfor rengøringsbranchen er der ligeledes mange aktører, dog er der fire store aktører, der sidder på en stor del af markedet, hvorfor konkurrenceintensiteten vurderes at være middel. Optisk laserteknologi er ny i laserbranchen og bevirker, at der pt. er få aktører på markedet, som dels forsøger at opnå markedsandele og anerkendelse i branchen, hvorfor konkurrenceintensiteten må anses for at være lav.

7.3. Intern analyse

Efter udarbejdelse af ovenstående omverdensanalyse samt brancheanalyse for henholdsvis kabelbranchen, rengøringsbranchen og laserbranchen vil der i det kommende blive udarbejdet en analyse af NKT's interne forhold, produktsammensætningen samt den fremtidige vækststrategi.

For at analysere de interne forhold i NKT, vil virksomhedens ressourcer blive belyst og de centrale og unikke ressourcer udpeget. Til brug for analysen af NKT's produktsammensætning vil Boston- modellen blive anvendt til at kategorisere de enkelte produkter. Afslutningsvist vil NKT's fremtidige vækststrategi blive analyseret ved hjælp af Anshoffs fire vækststrategier.

7.3.1. Analyse af ressourcer

For at få et billede af NKT's aktiver foretages en analyse af virksomhedens ressourcer. Analysen skal bruges til at kortlægge virksomhedens ressourcebase og for at vurdere, om virksomheden råder over unikke ressourcer, som betyder at NKT har en konkurrencemæssig fordel.

7.3.1.1. Materielle anlægsressourcer

De materielle anlægsressourcer i NKT består af bygninger, produktionsanlæg, materialer og distributionsapparater. NKT har produktionsfaciliteter flere steder i verdenen, og virksomheden er afhængig af at være repræsenteret i de dele af verdenen, hvor efterspørgslen af deres produkter er.

NKT's materielle aktiver udgjorde mDKK 3.137,8 pr. den 31. december 2013, heraf udgjorde produktionsanlæg og maskiner 1.413,4 mDKK svarende til 45,04 % af de samlede materielle aktiver. Grunde og bygninger udgjorde 1.255,4 mDKK svarende til 40,01 %, mens andre anlæg, driftsmateriel og inventar samt aktiver under udførelse tilsammen udgjorde 469 mDKK svarende til 14,95 % (NKT årsrapport 2013, side 50). Disse aktiver udgør tilsammen NKT's samlede materielle ressourcer.

Af de materielle ressourcer er NKT's nye fabrik i Köln det aktiv, der regnskabsmæssigt har den største værdi. Fabrikken er konstrueret med henblik på at skabe den helt optimale kabelproduktion. Den nye fabrik er udviklet til at kunne rumme de store sø- og højspændingskabler og produktkapaciteten er forøget væsentligt i forhold til de gamle fabrikker, som tidligere producerede disse typer af kabler. Fabrikken i Köln skal bruges til den forventede fremtidige efterspørgsel på søkabler, og samtidig skal kabelproduktionen kunne imødekomme kundernes øgede krav (nktcables.dk; NKT Cables fejrer åbning af ny high-tech kabelfabrik).

Udover den nye fabrik i Köln har NKT en lang række materielle ressourcer fordelt over det meste af verdenen. Tilstedeværelsen på de regionale markeder er en stor styrke for NKT, idet de har mulighed for at producere til de markeder, der er i vækst og samtidig producere til færrest mulige omkostninger.

7.3.1.2. Immaterielle ressourcer

De immaterielle ressourcer omhandler teknologiske ressourcer som patenter og copyrights samt innovative ressourcer som forskning og udvikling. Derudover er der forhold som knowhow og omdømme, som også er en vigtig del af de immaterielle ressourcer. Sidstnævnte er den ressource, der bliver opbygget som led i forholdet til kunder, leverandører, offentlige myndigheder og andre interessenter. Omdømmet oparbejdes igennem kvaliteten på produkterne og de differentieringsmuligheder, der tilbydes.

NKT's immaterielle aktiver udgjorde mDKK 2.000,9 pr. den 31. december 2013. Heraf udgjorde goodwill mDKK 1.223,1 svarende til 61,1 % af de samlede immaterielle aktiver i NKT (NKT årsrapport 2013, side 50). Derudover udgjorde færdiggjorte udviklingsprojekter samt patenter og licenser en stor del af de samlede immaterielle aktiver. Den goodwill, der er anført under immaterielle aktiver er goodwill, som NKT har tilkøbt i forbindelse med erhvervelse af nye virksomheder. Endvidere bliver den regnskabsmæssige værdi af Nilfisk Advances varemærker ikke afskrevet, idet brugstiden ikke kan defineres og derfor som udgangspunkt kan opretholdes på ubestemt tid.

De immaterielle aktiver er en vigtig del af NKT koncernens samlede aktiver, idet deres brand og omdømme er en stor del af deres fremtidige strategi, hvor de ønsker et tæt og langsigtet kundeforhold med mulighed for at lave løsninger, der passer til den enkelte kunde.

7.3.1.3. Menneskelige ressourcer

De menneskelige ressourcer omhandler det antal medarbejdere, virksomheden har til rådighed herunder deres uddannelsesniveau, alder og anciennitet. Her indgår erfaring, færdigheder, loyalitet og beslutningsevner, som nogle af de vigtige elementer for virksomheden og dennes muligheder for at opnå konkurrencefordele.

NKT har en samlet stab bestående af 8.899 medarbejdere, hvoraf størstedelen arbejder hos NKT Cables og Nilfisk Advanced. Det er vigtigt for NKT, at de kan fastholde de vigtige medarbejdere, som besidder den viden og de kompetencer, som virksomheden har brug for i det daglige. Det har altid været vigtigt for NKT at kunne fastholde, udvikle og ikke mindst tiltrække nye kompetente medarbejdere til virksomheden, idet den teknologiske del af produktionen ikke kan stå alene. NKT tilsluttede sig i 2009 UN Global Compact og har siden udarbejdet en fremskridtsrapport, som beskriver hvordan udviklingen er indenfor CSR (samfundsansvar.dk; NKT). UN Global Compact skal sikre at principperne for menneskerettigheder, arbejdsrettigheder, miljø og korruption overholdes.

7.3.1.4. Finansielle ressourcer

De finansielle ressourcer i NKT består primært af de lånemuligheder, kreditfaciliteter samt de likvider, som virksomheden har til rådighed. NKT udøver aktivt ejerskab overfor de tre dattervirksomheder, herunder bistår de med økonomiske ressourcer.

NKT havde ved udgangen af 2013 en nettorentebærende gæld på mDKK 2.111,3. Dette er en stigning i gælden på mDKK 203 sammenlignet med året før. Dette skyldes, at NKT dels har fået en højere arbejdskapital og samtidig har erhvervet sig Ericssons kabelaktiviteter (NKT årsrapport 2013, side 6). Den nettorentebærende gæld er dog fortsat på et lavt niveau set i forhold til tidligere år. Dette skyldes at NKT i 2012 valgte at frasælge NKT Flexibles, som bevirkede at NKT fik reduceret deres nettorentebærende gæld fra mDKK 4.400 til mDKK 1.900 (NKT årsrapport 2012, side 91).

Den nettorentebærende gæld består overvejende af langfristede lån med variabel rente (NKT årsrapport, side 82). Det bevirker at NKT vil være yderst påvirket af ændringer i renten, hvilket vil blive afspejlet i renteomkostningerne. Ved udgangen af 2013 er 56 % af den netto rentebærende gæld optaget i DKK. Derudover er der optaget rentebærende gæld i CZK, CNY, EUR samt USD. NKT har dog en målsætning om, at 20-40 % af den nettorentebærende gæld fremover skal være fastforrentet i 2-5 år.

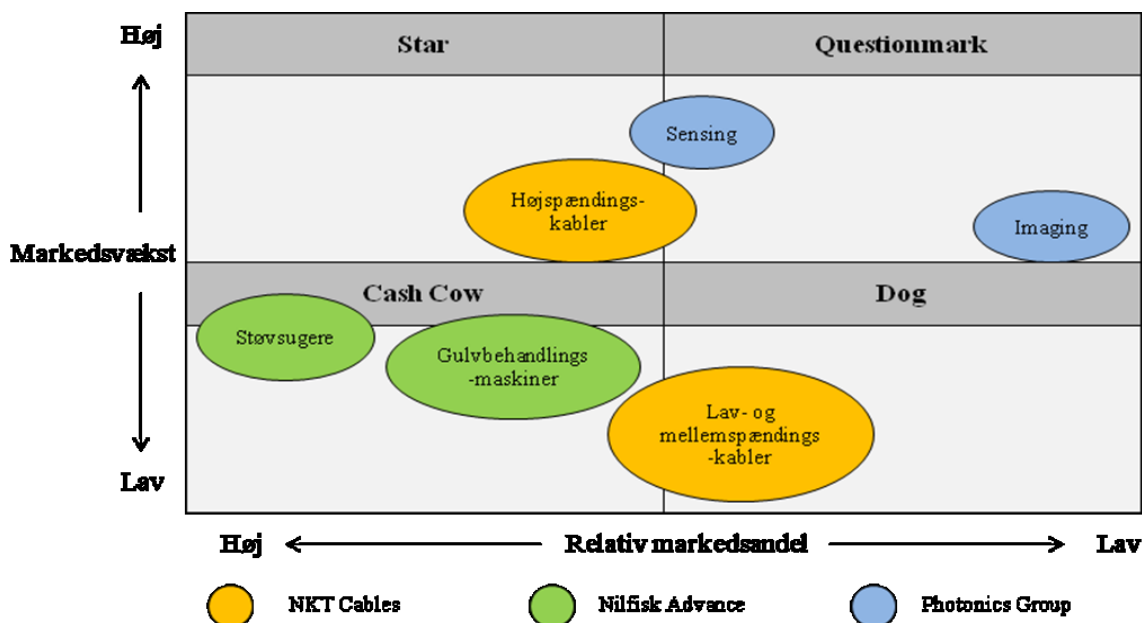
Det er vigtigt for NKT, at de kan frembringe likviditet for at kunne føre et aktivt ejerskab overfor de tre datterselskaber. Ved indgangen til 2014 havde NKT et likviditetsberedskab på mDKK 4.700, hvilket var på niveau med regnskabsåret 2012. NKT havde dog refinansieret en række bankfaciliteter hvilket har medført en længere løbetid på faciliteterne, som bevirker, at NKT har sikret et finansielt råderum til både drift og udvikling af forretningsområderne. Likviditetsberedskabet er sammensat af committede og uncommittede kreditfaciliteter, hvoraf 86 % består af committede faciliteter, som bevirker at långiver ikke kan opsigse faciliteterne før udløb (NKT årsrapport, side 7)

Det er endvidere vigtigt, at NKT er ordentlig polstret til at kunne imødegå eventuelle tab opstået som følge af retssager eller overtrædelser af gældende lovgivning. NKT modtog i juli 2011 en klagepunktsmeddelelse fra Europa kommissionen, som omhandlede en undersøgelse af markederne for søkabler og nedgravede højspændingskabler i perioden for 1998-2008, hvor NKT blev anklaget for ulovligt karteldannelse. NKT svarede på klagen indenfor den fastsatte tidsfrist, og Europa kommissionen havde ved udgangen af 2013 endnu ikke afgjort, hvorvidt NKT havde gjort noget ulovligt, og om det ville medføre udgifter.

Europa kommissionen traf dog afgørelse onsdag den 2. april 2014 og idømte NKT en bøde på mDKK 29 for at have lavet ulovlige aftaler med sine konkurrenter. NKT har sammen med 10 andre kabelproducenter aftalt, hvordan de skulle fordele markederne og kunderne mellem sig. Virksomhederne i Europa og Asien aftalte at holde sig ude af hinandens markeder og fordele resten af verdenen imellem sig (politiken.dk; Danske NKT får millionbøde for ulovligt kartel). Sager som denne vil medføre, at de hensatte eventualforpligtelser nu bliver til reelle tab. Derudover medfører sagen negativ omtale af NKT, som kan skade koncernen.

7.3.2. Analyse af produktsammensætning

I det følgende afsnit vil NKT's produktsammensætning blive analyseret. Analysen vil tage udgangspunkt i Boston-modellen, som skal kortlægge vækstpotentialet samt den nuværende markedsandel for NKT's produkter. Idet NKT er sammensat af tre forretningsområder med vidt forskellige produkter, vil analysen tage udgangspunkt i de vigtigste produktgrupper indenfor henholdsvis NKT Cables, Nilfisk Advance og Photonics Group.



Figur 7.11 Boston-modellen: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 78

Overordnet er NKT's forretningsområder præget af produkter der har en lang livscyklus, men hvor der konstant må fokuseres på produktudvikling for at differentiere sig fra konkurrenterne og gøre produkterne unikke. Ovenstående Boston-model er inddelt i fire grupper Questionmark, star, cash cow og dog. De fire grupper er kendetegnet ved følgende:

- Questionmarks: er karakteriseret ved at der er et stort vækstpotentiale, men med en lille markedsandel. Der bør investeres i forretningsområdet såfremt udsigterne til indtjening er gode.
- Star: er kendetegnet ved at have et stort vækstpotentiale, hvor virksomheden er markedsleder.
- Cash Cow: er kendetegnet ved en lav vækst, men hvor virksomheden er markedsleder. Det er ofte et område der er i modningsfasen og som dermed ikke behøver de store investeringer. Det leverer blot en stabil indtjening til virksomheden.
- Dog: er karakteriseret ved lav markedsvækst og lav markedsandel. Det er primært produkter der kan være uhensigtsmæssig at beholde for virksomheden og som derfor bør frasælges.

Herefter er de vigtigste produkter indenfor hvert forretningsområde placeret i Boston-modellen i forhold til deres nuværende markedsandel samt markedsvækst.

7.3.2.1. NKT Cables

NKT Cables opererer, som tidligere nævnt, indenfor fire anvendelsesområder. Mange af produkterne er kendetegnet ved et højt niveau af teknologi og knowhow. På trods af en markedsandel på ca. 1 % er NKT

Cables blandt de 15 største kabelproducenter i verden. De har derfor en relativ stor markedsandel i et marked der er præget af mange lokale og regionale kabelproducenter.

Højspændingskabler

Højspændingskabler er produkter, der primært bruges indenfor elektrisk infrastruktur. Elektrisk infrastruktur udgør 28 % af den samlede omsætningsfordeling i NKT Cables. Højspændingskabler er mere avanceret at konstruere end almindelige lav- og mellemspændingskabler, idet de ofte bruges til on- og offshore industrien. Dermed skal kablerne være vandtætte og samtidig have en lang levetid. Hele NKT Cables serie af højspændingskabler, de såkaldte PEX-kabler er alle halogenfrie, vandtætte og PEX-isoleret (nktcables.dk). Hele offshore markedet som højspændingskablerne primært afsættes til er præget af fortsat at være i udviklingsfasen. Udviklingen peger i retningen af, at der kommer større og mere komplekse projekter. Efter åbningen af den nye fabrik i Köln, har NKT Cables fået en stærk position i et marked, der er præget af få producenter og betydelige produktions- og installationsrisici (NKT årsrapport 2013, side 21).

Højspændingskabler er placeret under Star, men med retning mod Questionmark. Det skyldes, at der er tale om produkter der er i udviklingsfasen, men samtidig vokster positivt. Samtidig er det produkter, der er forbundet med en hel del produktions risici og som kræver store investeringer. De har dog retning mod Star, idet de har en middel markedsvækst. I 2013 havde denne produktgruppe en organisk vækst på 13 %, og samtidig besidder NKT Cables en relativ stor markedsandel indenfor højspændingskabler.

Lav- og mellemspændingskabler

Lav- og mellemspændingskabler er kabler der primært bruges indenfor installation og montering. Der er tale om produkter, der er relativ lavteknologiske at fremstille og der er få muligheder for at differentiere sig fra konkurrenterne. Afsætningen af produkterne hænger nøje sammen med investeringslysten i de europæiske energiselskaber. Der findes rigtig mange forskellige kabler indenfor lav- og mellemspænding, hvor størstedelen er halogenfrie. Allerede i 1980 udviklede og introducerede NKT Cables en ny serie af kabler og ledninger NOPOVIC, som ikke indeholder PVC og halogen. De nye produkter skulle sikre miljø og mennesker fra de ellers ætsende dampe, som halogen udvikler ved brand. I dag starter alle navnene af denne type kabler og ledninger med "NO" (nktcables.dk; Kabler med lav brandfare). Lav- og mellemspændingskabler er placeret under Dog, men med retning mod Cash Cow. Det skyldes, at der er tale om modne produkter, som er i nedgangsfasen. Samtidig er der tale om produkter med lave produktionsrisici samt generelt lavt eller negativt afkast. I 2013 havde denne produktgruppe en negativ organisk vækst på 10 % (NKT årsrapport 2013, side 20).

Der er stor forskel på NKT Cables produktsammensætning, og i hvilken grad de er i udviklings-, modnings- eller nedgangsfasen. Der er derfor stort potentiale i produktsammensætningen, idet der er produkter, der har tendens til at skabe et nogenlunde stabilt cash flow, som kan bruges til at investere i udviklingsprojekter.

7.3.2.2. Nilfisk Advance

Nilfisk Advance har et bredt produktsortiment, som afsættes til både private og professionelle kunder.

Nilfisk Advance er sammen med tre andre producenter de største indenfor salg og produktion af professionelle rengøringsmaskiner og besidder dermed en stor markedsandel. De førende produkter i Nilfisk Advances produktportefølje er maskiner til gulvbehandling og støvsugere. Disse produkter er kendetegnet ved at de har en høj markedsandel og fortsat vækster i nogen grad. Nilfisk Advance har stor fokus på optimering af omkostningerne for at skabe en bedre indtjeningsmulighed.

Støvsugere

Produktgruppen af støvsugere udgør 24 % af det samlede produktsalg i Nilfisk Advance og anses derfor som en vigtig del af deres produktportefølje. Der er meget fokus på produktudvikling for at differentiere sig fra konkurrenterne. I 2013 blev der lanceret 13 nye typer støvsugere, som alle havde til formål at opfylde kundernes specifikke behov (NKT årsrapport 2013, side 14). Indenfor kommercielle produkter har Nilfisk Advance blandt andet produceret støvsugeren VL500, som både kan bruges til tørre og våde overflader. Støvsugeren vandt innovationsprisen Pulire 2.0 i Italien samt en designpris ved CMS-messen i Tyskland. Derudover har støvsugeren Elite, som afsættes til det private marked fået international anerkendelse for sin filterteknologi, som bevirker, at den er velegnet til kunder med allergi. Støvsugere er placeret under Cash Cow, men med retning mod star. Det skyldes, at der er tale om modne og kendte produkter, der har relativ lav risiko og samtidig er meget omkostningseffektive at producere. De har dog retning mod Star, idet de har en høj markedsvækst.

Gulvbehandling

Maskiner til gulvbehandling er Nilfisk Advances største produktgruppe og står for 43 % af det samlede produktsalg. Indenfor dette produktsegment er der ligeledes fokus på at differentiere sig fra konkurrenternes produkter. Det er især bæredygtighed og grønne løsninger, der bevirker at Nilfisk Advance må tænke nyt og sætte nye standarder indenfor reduktion af vand, strøm og rengøringsmidler. I 2013 blev der indenfor gulvbehandling lanceret 18 nye produkter (NKT årsrapport 2013, side 14). SC1500 stand-on gulvvaskeren har ligeledes modtaget ISSA Interclean Innovation prisen ved en branchemesse i Las Vegas. Maskiner til gulvbehandling er placeret under Cash Cow, men med retning mod Dog. Det skyldes, at der er tale om maskiner, der har lidt højere risiko end støvsugere, idet produktet er dyrere i indkøb, og kunderne hurtigt kan vælge produktet fra, hvis konkurrenten har et bedre og billigere alternativ. Dog anses de fortsat for at være Cash Cow, da de har en høj markedsandel, fortsat vækster og skaber et fornuftigt afkast.

De fleste af Nilfisk Advances produkter er kendetegnet ved, at de er i modningsfasen og genererer et positivt resultat. Nilfisk Advance har dog formået at holde liv i produkterne, idet de bruger 3 % af omsætningen på

produktudvikling. Produktsammensætningen er ligeledes kendetegnet ved, at der er stor fokus på omkostningsminimering. Nilfisk Advance har blandt andet lanceret et optimeringsprogram, som skal sikre forbedringer på sourcing områderne ved at omstrukturere produktionen fra højomkostningslande til lavomkostningslande. Dette gøres for at imødekomme det ændrede salgsmiks, der er kommet i branchen, hvor kunderne har stor fokus på pris. Nilfisk kan derfor overordnet placeres under Cash Cow og er dermed med til at skabe et løbende afkast til NKT.

7.3.2.3. Photonics Group

Photonics Groups produktsammensætning er præget af en stor portefølje af patenter. Det er produkter, der fortsat er i udviklings- og introduktionsfasen. Optiske fiberlasere er en forholdsvis ny teknologi, som bevirker at kunderne ønsker at se produkterne an, inden de selv tager dem ind i deres sortiment. Photonics Group har formået at skabe organiske vækstrater på 13 % (NKT årsrapport 2013, side 30). Photonics Group er afhængig af likviditet fra NKT for at kunne udvikle nye produkter, som er afgørende for at væksten kan fastholdes.

Sensing

Sensing er løsninger indenfor distribuerede temperaturmålesystemer (DTS), som kan måle temperaturer over afstande på op til 40 km og samtidig måle kabelbrud med op til en meters nøjagtighed. Photonics Group er udenfor Kina den førende leverandør til brandovervågning og overvågning af energikabler, og de har installeret mere end 3.000 DTS-systemer over hele verdenen (NKT årsrapport 2013, side 31). Koheras er en smalspektret støjsvag fiberlaser, som anvendes i seismiske og akustiske undersøgelser. Det er et marked, som forventes at skabe en stigende omsætning indenfor de kommende år. Sensing er placeret under Questionmark, men med retning mod Star. Det skyldes, at der er tale om produkter, der fortsat er på udviklingsstadiet, men har høj vækst og samtidig er førende indenfor brandovervågning og overvågning af energikabler. Dog anses de fortsat for at være Questionmark, da de har behov for likviditet fra NKT for at kunne videreudvikle produkterne og indtil nu ikke har skabt et positivt afkast.

Imaging

Imaging er Photonics Groups største produktgruppe målt på salg. I 2013 udgjorde Imaging 44 % af det samlede produktsalg. SuperK er en bredspektret fiberlaser, der bruges i mikroskoper og andre måleinstrumenter, som muliggør at se meget små strukturer i kræftceller, huden, nethinden eller blodårerne. I 2013 har SuperK opnået anerkendelse på store Amerikanske universiteter samt industrielle virksomheder, som bevirkede at salget af SuperK steg i 2013. Dog er SuperK nem at erstatte med normale lasere, hvorfor dette produkt ligeledes er i udviklingsfasen, hvor der trods høje vækstrater, 41 % i 2013 mangler stabilitet i afkastet. Imaging er derfor ligeledes placeret under Questionmark. Det skyldes, at der er tale om produkter

der fortsat er under udvikling og som er nemme at erstatte. Imaging haft høj vækst, men har fortsat behov for likviditet fra NKT til at videreudvikle produkterne.

Photonics Groups produktsammensætning er i høj grad præget af at være i udviklingsfasen. Deres produkter er derfor placeret i Questionmark, idet de endnu ikke selv kan skabe resultater, der kan forsyne dem med et stabilt cash flow, som kan bruges til at investere i udviklingsprojekter. De er derfor afhængige af likviditet fra NKT.

7.3.3. Analyse af fremtidig vækststrategi

Ovenstående analyserede NKT's ressourcer og produktsammensætning. I det følgende afsnit vil NKT's strategi for fremtiden blive belyst under hvert forretningsområde. Analysen vil tage udgangspunkt i Anshoffs fire vækststrategier (Ole Sørensen, side 89).

Nedenstående figur tager udgangspunkt i markedet og produkterne og inddeler vækststrategierne i markedspenetrering, markedsudvikling, produktudvikling og diversifikation. Der hvor NKT's fokus ligger i forhold til den fremtidige strategi er markeret med rødt i modellen og vil ligeledes blive uddybet i det følgende.

		Produkt	
		Nuværende produkt	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
	Nyt marked	Markedsudvikling	Diversifikation •Relateret •Konglomerat

Figur 7.12 Anshoffs fire vækststrategier: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 89

NKT's strategi blev introduceret i 2010 under navnet Powered by NKT og skal være virksomhedens strategiske plan fra 2011 frem til 2015. Samlet for koncernen er, at der skal føres et aktivt ejerskab, som skal styrke de enkelte forretningsområders markedsposition. Dette sker ud fra filosofien om, at et forretningsområde skal videreføres såfremt NKT ikke er de rigtige ejere til at skabe værdi i virksomheden (nkt.dk; Strategy). Strategien indeholder ligeledes en separat plan for hvert af de tre forretningsområder, som vil blive gennemgået nedenfor.

7.3.3.1. NKT Cables

NKT Cables strategi er sammenfattet i den overordnede strategi for NKT Holding A/S. Den overordnede strategi frem til 2015 er produktdifferentiering via intelligente løsninger, der optimere energieffektiviteten

for kunderne med fokus på de tre Business Units (nktcables.com; strategy). Strategien for de tre Business units er som følgende:

- *BU Projects (Tidligere Elektrisk infrastruktur)*: Fokus på de investeringer der er foretaget i Kina og Tyskland. I Tyskland skal fokus være på optimering af de nye fabrikker, og i Kina håber man på at få de manglende certificeringer på produkter op til 500 kV.
- *BU APAC (tidligere Jernbane)*: Her er fokus på omkostningsstyring, effektive logistikløsninger samt certificering af produkter på flere markeder.
- *BU Products (tidligere konstruktion og bilindustrien)*: Fastholde positionen som førende leverandør af kørerilletråd til højhastighedstøge i Kina og andre markeder. NKT Cables er blevet certificeret indenfor signalkabler og kan nu deltage ved udbud af projekter med signalkabler. Der er endvidere fokus på at fortsætte de igangværende partnerskaber med leverandører af bilkomponenter. Det er dog et nicheområde for NKT Cables.

Derudover introducerede NKT Cables i 2013 effektiviseringsprogrammet DRIVE, som følge af en længere afmatning af markedet end først antaget. Den økonomiske krise og de svære markedsvilkår har tvunget NKT Cables til at tilpasse omkostninger og kapacitet, hvilket også er første fase i DRIVE. NKT Cables skal i løbet af 2014/2015 reducere omkostninger i niveauet 300 mDKK samt tilpasse produktporteføljen så den matcher efterspørgslen i markedet. DRIVE vil resultere i reduktion i medarbejderstaben svarende til 400-450 personer. Reduktionen af medarbejdere vil udgøre 60 % af den samlede omkostnings reduktion.

Alle implementeringer der vedrører omkostningsfokus vil være færdigimplementeret i 2015 og vil derfor påvirke indtjeningen i 2014 og 2015. I 2015/2016 skal der ligeledes være fokus på omkostningsminimering, men der skal også fokuseres på øget salg og bruttomarginer igennem optimering af produktionen. I 2016/2017+ skal der være fokus på vækst ved at introducere nye produkter samt entrere nye markeder (NKT årsrapport 2013, side 24).

7.3.3.2. Nilfisk Advance

Nilfisk Advance strategi er ligeledes beskrevet i Powered by NKT. Den overordnede strategi er at være kundernes foretrukne valg i 2015 (nkt.dk; Nilfisk Advance & Photonics Groups vision and strategy).

Derudover er der opstillet en række økonomiske mål for Nilfisk Advance, som blandt andet tæller større global markedsandel og en årlig stigning i den organiske vækst på 6 %.

For at realisere ovenstående strategi skal en række punkter udvikles og opfyldes. Nilfisk Advance skal have bedste kundetilfredshed, indfri kundernes forventninger til levering, sikre godt lederskab på de nye vigtige markeder, udvikle stærke kulturer og lederskab samt reducere kompleksiteten.

7.3.3.3. Photonics Group

Photonics Groups strategi er at blive markedsledere indenfor de tre segmenter, virksomheden arbejder indenfor (nkt.dk; Nilfisk Advanced & Photonics Groups vision and strategy). Det overordnede fokus skal være at skabe løsninger, der gør en forskel for Photonics Groups kunder, samt den branche de opererer i.

Der er ligesom ovenstående forretningsområder opstillet økonomiske mål for Photonics Group, som blandt andet indebærer, at virksomheden skal have en gennemsnitlig årlig organisk vækst på mellem 15- og 20 %, samt skabe mere indtjening via højere avancer på deres produkter.

7.3.4. Sammenfatning af intern analyse

Ved analyse af NKT's ressourcer viste det sig, at koncernens primære kompetencer består af know how, som NKT besidder igennem deres kvalificerede medarbejdere, deres teknologiske kompetencer samt store portefølje af patenter. Derudover har NKT med sin markedstilstedeværelse mulighed for at skræddersy produkterne til deres kunder. NKT's rentebærende gæld består primært af gæld med variabel rente, som gør koncernen sårbar overfor ændringer i renten. Overordnet set må det vurderes, at NKT besidder nogle stærke ressourcer, som er medvirkende til at skabe værdi for koncernen.

Derudover har NKT en bred sammensætning af produkter, idet de både opererer indenfor kabelbranchen, rengøringsbranchen og branchen for optisk fiberlasere. Den samlede produktsammensætning bevirker, at NKT kan skabe stabile cash flows i Nilfisk Advance, som kan bruges til at videreudvikle Photonics Group. NKT Cables er derimod mere ustabil, idet de er afhængige af afsætning af kabler til energisektoren. De vurderes dog til at kunne være medvirkende til at skabe et merafkast over tid, såfremt investeringslysten indenfor energisektoren øges.

Powered by NKT er NKT's overordnede strategiske plan fra 2011 frem til 2015. Samlet for koncernen er, at der skal føres et aktivt ejerskab, som skal styrke de enkelte forretningsområders markedsposition og skabe organisk vækst i de tre markedsområder på mellem 5- og 20 %, som skal opnås igennem markedspenetrering og produktudvikling.

7.4. SWOT analyse

I det følgende vil de vigtigste faktorer fra omverdens-, branche- og den interne analyse blive kategoriseret i nedenstående SWOT- analyser. Der vil blive foretaget tre SWOT- analyser på henholdsvis NKT Cables, Nilfisk Advance og Photonics Group, idet deres styrker, svagheder, muligheder og trusler er forskellige og dermed ikke findes egnet til at blive samlet i en samlet SWOT- analyse.

SWOT- analysen anvendes til at kategorisere de interne forhold, som ovennævnte virksomheder selv har mulighed for at påvirke i fremtiden. Disse forhold kategoriseres under styrker og svagheder. Derudover vil

de eksterne forhold blive kategoriseret under muligheder og trusler. Det er disse forhold virksomhederne ikke har indflydelse på og dermed ikke kan påvirke i fremtiden.

SWOT analysen bruges endvidere til at vurdere virksomhedernes position og kurs i forhold til den valgte strategi, samt for at vurdere hvorvidt den valgte strategi er optimal.

7.4.1. SWOT analyse - NKT Cables

Interne forhold	
Styrker:	Svagheder:
• Individuelle løsninger, der passer til den enkelte kundes behov. • Urbanisering i Kina hvor NKT Cables er velrepræsenteret. • Fabrikken i København, der muliggør at differentiere kablerne fra de øvrige konkurrenter.	• Kabelbranchen er præget af mange konkurrenter • NKT Cables besidder kun en global markedsandel på 1 %.
Eksterne forhold	
Muligheder:	Trusler:
• Målsætning om vedvarende energi både i Danmark og EU. • EU's ønske om mere sikre energikilder. • Kinas massive investeringer i vej- og jernbanenettet. • Udvidelse og fornyelse af det Europæiske elnet. • Stigende aktivitet i byggebranchen	• Ændring i konjunkturerne. • Kinas regeringsskifte i 2012, som bevirker, at investeringerne i infrastrukturen er sat ned i tempo. • Udvikling i råvarepriserne. • Fortsættende afmatning i økonomien

Figur 7.13 SWOT analyse af NKT Cables: Egen tilvirkning og Ole Sørensen

NKT Cables største styrke ligger i, at de kan skabe individuelle løsninger til kunderne og samtidig har bygget en fabrik i København, der kan klare den efterspørgsel på blandt andet søkabler, som kunderne kan efterspørge i fremtiden. Dog kan den relative lille markedsandel bevirke, at NKT Cables ikke vil få aktiv del i den mulige stigende efterspørgsel indenfor søkabler samt høj- og mellemspændingskabler.

Derudover har NKT Cables en række muligheder, som kan virke værdiskabende, såfremt de formår at udnytte mulighederne optimalt. Der er fra Danmarks og EU's side en klar målsætning om, at henholdsvis 35

% og 20 % af det nuværende energiforbrug i fremtiden skal komme fra vedvarende energi. Her vil NKT Cables kunne være leveringsdygtige i kabler til energiforsyningen. Det der dog truer NKT Cables fremtidige muligheder for at skabe værdi er, at den økonomiske afmatning fortsætter, da det kan bevirke, at investeringslysten i vedvarende energi kan blive sat på standby.

7.4.2. SWOT analyse – Nilfisk Advance

Interne forhold	
Styrker:	Svagheder:
• Besidder en stor markedsandel. • Bred tilstedeværelse på de modne markeder og vækstmarkederne. • Ikke afhængige af enkelte kunder. • Bredt netværk af underleverandører. • Mange distributionskanaler. • Fokus på miljøet.	• Der skal bruges mange ressourcer til at kunne udvikle produktporteføljen og tilpasse dem kundernes behov. • Mange konkurrenter. • Risiko for fejlleverancer ved at outsource til underleverandører.
Eksterne forhold	
Muligheder:	Trusler:
• Øget behov for arbejdskraft via maskiner, idet de menneskelige ressourcer kan være utilstrækkelige. • Øget fokus på miljørigtige og energieffektive maskiner. • Opkøb af konkurrenter for at øge markedsandelen og styrke distributionsnetværket.	• Ændringer i konjunktureren • Risiko for at mange små konkurrenter kan fusionere og dermed blive en trussel.

Figur 7.14 SWOT analyse af Nilfisk Advance: Egen tilvirkning og Ole Sørensen

Nilfisk Advances største styrke ligger i, at de har et bredt netværk af leverandører, mange distributionskanaler og en bred tilstedeværelse på både de modne markeder og vækstmarkederne. Nilfisk Advance har mange konkurrenter, på trods af at de er én af de største aktører på markedet. Det bevirker, at virksomheden hele tiden skal udvikle produkterne så de tilpasses kundernes behov, hvilket kræver mange ressourcer.

Nilfisk Advance har ligeledes en række muligheder, som kan virke værdiskabende for virksomheden, såfremt de formår at udnytte mulighederne optimalt. En af de muligheder Nilfisk Advance har, er at de kan styrke deres nuværende markedsposition ved at opkøbe konkurrenter i markedet. Det vil samtidig bevirke at deres distributionsnetværk vil blive styrket yderligere. Der er dog risiko for at konkurrenterne opkøber hinanden i markedet og dermed kan true Nilfisk Advances markedsposition.

7.4.3. SWOT analyse – Photonics Group

Interne forhold	
Styrker:	Svagheder:
• Produkterne er udviklet, så de nemt kan integreres i kundernes egne produkter. • Svært for nye konkurrenter at komme ind på markedet, idet der er høje adgangsbarriere.	• Nichepræget marked. • Ressourcekrævende at beskytte patenterne og de immaterielle aktiver. • Kræver likviditet fra koncernen.
Eksterne forhold	
Muligheder:	Trusler:
• Øget fokus på sikkerhed i form af overvågning af tunneller og energikabler. • Udvinning af olie fra eksisterende og nye oliefelter.	• Ændringer i konjunktoren. • Kan nemt erstattes af traditionelle lasere.

Figur 7.15 SWOT analyse af Photonics Group: Egen tilvirkning og Ole Sørensen

Photonics Group største styrke ligger i, at de opererer på et marked der er præget af høje adgangsbarriere hvilket gør det svært for nye konkurrenter at entrere markedet. Dog befinder Photonics Group sig i et nichepræget marked, som kan bevirke, at kunderne vælger andre og mere traditionelle alternativer end fiberlaser teknologi.

Photonics Group har ligesom de to andre forretningsområder en række muligheder, som kan virke værdiskabende for virksomheden. En af de muligheder Photonics Group har, er at der øget fokus på sikkerheden i infrastrukturen. Det vil bevirke at Photonics Group kan levere sikkerhedsovervågning af blandt andet tunneller og energikabler. Der er dog risiko for, at kunderne vil vælge mere traditionelle lasere og integrere i deres egne produkter.

7.4.4. Sammenfatning af SWOT analysen

Af ovenstående SWOT analyse fremgår det, at NKT besidder mange styrker. Det er styrker, som kan give NKT unikke markedsfordele og samtidig være medvirkende til værdiskabelse i koncernen. Det er særligt de individuelle løsninger som kunderne efterspørger, der styrker NKT. Samtidig er Nilfisk Advances markedsposition med til at styrke NKT som koncern.

NKT har dog også nogle svagheder, som kan være værdiforringende for koncernen. Både NKT Cables og Photonics Group er præget af henholdsvis mange konkurrenter og produkter der nemt kan erstattes, samlet set svækker dette NKT.

Der er en lang række muligheder indenfor de tre forretningsområder, som NKT bør udnytte for at styrke sig i fremtiden. Samtidig skal NKT udnytte mulighederne før deres konkurrenter gør det, for at øge deres chancer for at sikre sig større markedsandele. NKT Cables har ved åbningen af fabrikken i København skabt sig en mulighed, der kan vendes til en stor styrke, såfremt efterspørgslen på søkabler stiger som led i EU's øgede fokus på vedvarende energi.

Der er dog også en række trusler, der kan påvirke NKT's indtjeningsevne. Den største trussel mod NKT er ændringer i konjunktureren, som bevirker, at koncernens kunder kan være tilbageholdende med investeringer i vedvarende energi, miljørigtige rengøringsmaskiner og sikkerhedsovervågning af infrastrukturen.

8. Regnskabsanalyse

I det forrige afsnit blev der foretaget en strategisk analyse af NKT. Den strategiske analyse undersøgte hvordan NKT nu og i fremtiden vil blive påvirket af omverdens- og brancheforhold. Derudover belyste analysen, hvilke interne ressourcer der er NKT's styrker, samt hvilke vækstmuligheder der er for virksomheden. Analysens konklusioner kortlagde de ikke finansielle værdidrivere, som sammen med den kommende regnskabsanalyse hvor de finansielle værdidrivere vil blive belyst skal bidrage til budgetteringen og værdiansættelsen af NKT.

For at belyse de finansielle værdidrivere er det essentielt at se nærmere på de regnskabsmæssige resultater, NKT har formået at opnå de seneste år. Dette gøres for at finde frem til hvor NKT skaber deres værdi. Regnskabsanalysen vil bestå af en reformulering af årsregnskaberne samt en rentabilitetsanalyse. Reformuleringen af årsregnskaberne foretages, for at der i analysen kan skelnes mellem drifts- og finansieringsaktiver, som er vigtige for at finde de finansielle værdidrivere, idet størstedelen af værdien skal fremkomme i driften. Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i den udvidede DuPont-model.

Til regnskabsanalysen er der valgt en analyseperiode på 9 år. Analyseperioden er valgt idet der siden 2008 har været en international finanskrisen, der har påvirket verdensøkonomien og som er en væsentlig faktor at

have med i analysen. Analyseperioden på 9 år er derfor valgt for at få et billede af NKT's udvikling før, under og efter den finansielle krise. Det skal bemærkes, at regnskabsåret 2004 er medtaget for at kunne beregne gennemsnitstal til brug for udregning af nøgletallene.

8.1. Regnskabspraksis

For at kunne bruge NKT's regnskaber til analyse brug, er det vigtigt at der er sammenhæng mellem regnskabsposterne, og den måde de bliver indregnet på. Ændringer i den anvendte regnskabspraksis kan blandt andet medvirke til, at regnskaberne bliver svære at sammenligne fra år til år.

NKT har siden 2005 aflagt regnskaber efter de internationale finansielle rapporteringsstandarder, benævnt IFRS, men frem til 2004 aflagde NKT regnskaber efter standarderne i årsregnskabsloven (NKT årsrapport 2005, side 42). Det bevirker, at regnskaber tidligere end 2004 ikke direkte kan sammenlignes med regnskaberne fra 2005 og frem. Man har dog i regnskabet fra 2005 medtaget regnskabstallene fra 2004 og indarbejdet regnskabstallene efter standarderne i IFRS, hvorfor regnskabstallene fra 2004 gør dem anvendelige for analyse (NKT årsrapport 2005, side 9). I den følgende analyse er regnskabstallene dog alene medtaget til brug for udregning af gennemsnitstal.

De væsentligste ændringer ved overgangen til IFRS er, at minoritetsinteressernes andel i resultatet og egenkapitalen indgår som en integreret del af henholdsvis årets resultat og egenkapitalen samt, at goodwill ikke afskrives, men i stedet testes for nedskrivningsbehov (NKT årsrapport, side 80).

Siden NKT overgik til regnskabsstandarderne i IFRS, har der kun været få ændringer, som følge af implementering af nye regnskabsstandarder. Det vurderes, at det er de færreste implementeringsændringer, der har haft indflydelse på regnskaberne (NKT årsrapporter 2004-2013, noter vedr. anvendt regnskabspraksis). Dog vil de ændringer, der har haft indvirkning på regnskaberne og dermed sammenligningsgrundlaget blive beskrevet i det følgende.

Det kan dermed vurderes på baggrund af ovenstående, at NKT's aflagte regnskaber og den dertilhørende anvendte regnskabspraksis er hensigtsmæssig til videre analysebrug.

8.2. Reformulering

Til brug for analyse af de finansielle værdidrivere er det nødvendigt at reformulere NKT's regnskaber. Dette gøres for at fjerne eller mindske eventuel regnskabsmæssig støj, som kan medvirke til at sløre virksomhedens økonomiske aktiviteter og performance (Ole Sørensen, side 157).

Reformuleringen anvendes for at få et mere dybdegående kendskab til virksomheden igennem detaljer fra noterne og regnskabsberetningerne. Endvidere er formålet med reformuleringen at lokalisere, hvor NKT

skaber sin værdi. Den primære værdi skal gerne komme fra driften, hvorfor resultatopgørelsen og balancen bliver opdelt i henholdsvis drift og finansiering for at synliggøre værdiskabelsen.

Udover reformulering af resultatopgørelsen samt balancen vil der normalt også blive foretaget en reformulering af egenkapitalen. Dette vil dog ikke blive gennemgået, idet NKT siden 2005 har aflagt deres regnskaber efter IFRS' regnskabsstandarder, hvor opgørelsen af totalindkomsten er foretaget.

8.1.1. Reformulering af resultatopgørelsen

Reformuleringen af resultatopgørelsen bruges til at identificere og opdele posterne i henholdsvis drift og finansiering. Derudover bliver dirty surplus indregnet i den reformulerede resultatopgørelse for at udarbejde opgørelsen på totalindkomstbasis. På den måde indgår alle NKT's indtægter i totalindkomstopgørelsen.

Skatten beregnes ud fra den effektive skattesats, hvor der tages udgangspunkt i resultat før skat fra regnskaberne. Dette gøres for at finde den skat, virksomheden betaler af overskuddet fra kerneaktiviteterne. Den effektive skattesats beregnes som (Ole Sørensen, side 191):

$$\text{Effektiv skattesats} = \text{skat oplyst i resultatopgørelsen} / \text{Resultat før skat}$$

De effektive skattesatser for analyseperioden 2005-2013 er vist nedenfor i tabel 8.1.

NKT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Skat fra resultatopgørelsen	-103,60	-24,10	-167,90	-188,10	-53,10	-75,50	1,70	-81,30	-95,40
Selskabsskattesats	28,00%	28,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Resultat før skat (EBT)	463,20	768,90	987,90	592,40	291,00	345,30	6,10	276,80	348,20
Den effektive skattesats	22,37%	3,13%	17,00%	31,75%	18,25%	21,87%	27,87%	29,37%	27,40%

Tabel 8.1 Effektive skattesatser for NKT: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 191

Inden skatten på den primære drift kan beregnes, skal skatteskjoldet/skatteeffekten beregnes.

Skatteskjoldet/skatteeffekten beregnes som (Christian V. Petersen & Thomas Plenborg, side 73):

$$\text{Skatteskjoldet/skatteeffekten} = \text{NFO} * \text{den effektive skattesats}$$

NKT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto finansielle omkostninger	-22,10	-48,80	-144,80	-226,10	-124,60	-134,40	-280,00	-195,90	-160,20
Den effektive skattesats	22,37%	3,13%	17,00%	31,75%	18,25%	21,87%	27,87%	29,37%	27,40%
Skatteskjoldet/skatteeffekten	4,94	1,53	24,61	71,79	22,74	29,39	78,03	57,54	43,89

Tabel 8.2 Skatteskjoldet/skatteeffekten på NFO: Egen tilvirkning og Christian V. Petersen & Thomas Plenborg, side 73

Som det fremgår af tabel 8.2, har NKT haft en positiv skatteeffekt i hele analyseperioden, dette skyldes, at de finansielle omkostninger overstiger de finansielle indtægter i alle årene.

Efter ovenstående udregning er det nu muligt at beregne Driftsoverskuddet efter skat (NOPAT). Det er interessant at se på NOPAT, idet det viser, hvor meget NKT har tjent på driften, altså hvor meget driftsoverskuddet har været i NKT. Nedenfor i tabel 8.3 ses NOPAT for hele analyseperioden.

NKT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsoverskud af primær drift efter skat	263,71	526,44	657,40	269,06	139,62	224,59	155,38	289,84	268,51
Andet driftsoverskud	126,30	209,60	184,20	87,40	63,90	52,50	49,20	42,50	116,80
Anden totalindkomst	143,10	-100,80	-124,90	17,20	47,20	200,70	-130,10	87,50	-139,30
Skat af anden drift	-28,25	-6,57	-31,31	-27,75	-11,66	-11,48	-13,71	-12,48	-32,00
Andel i associerede virksomheders resultat før skat	15,00	62,60	129,90	229,90	147,90	109,20	18,90	14,00	15,80
Driftsoverskud efter skat (NOPAT)	519,86	691,27	815,29	575,81	386,96	575,51	79,67	421,36	229,81

Tabel 8.3 Driftsoverskud efter skat (NOPAT): Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 192

Efter ovenstående udregning af NOPAT, kan Totalindkomsten for koncernen beregnes. I tabel 8.4 er Totalindkomsten for koncernen udregnet med undtagelse af minoritetsinteresserne.

NKT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsoverskud efter skat (NOPAT)	519,86	691,27	815,29	575,81	386,96	575,51	79,67	421,36	229,81
Netto finansielle omkostninger efter skat (NFEAT)	-17,16	-47,27	-120,19	-154,31	-101,86	-105,01	-201,97	-138,36	-116,31
Regulering af goodwill ved forøgelse af skatteaktiver	0,00	-141,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat af ophørte aktiviteter	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	119,10	1.409,70	0,00
Totalindkomst for koncernen	503,70	502,50	695,10	421,50	285,10	470,50	-3,20	1.692,70	113,50

Tabel 8.4 Totalindkomsten for koncernen: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 192

Som det fremgår af ovenstående tabel, er der især i 2012 en stor stigning i Totalindkomsten, som skyldes indregningen af resultat af ophørte aktiviteter. Den 4. april 2012 frasolgte NKT NKT Flexibles til National Oilwell Varco, som gav NKT en fortjeneste på mDKK 1.409,7 (NKT årsrapport 2012, side 64).

Den samlede reformulering af resultatopgørelsen kan findes i bilag 1.

8.1.2 Reformulering af balancen

Reformuleringen af balancen har til formål at opdele posterne i balancen i henholdsvis driftsaktiver (DA), driftsforpligtelser (DF), finansielle aktiver (FA) og finansielle forpligtelser (FF). Driftsaktiverne og driftsforpligtelserne er de poster, der kan henføres til produktion og salg af virksomhedens produkter.

$$NDA (IC) = DA - DF$$

Som det fremgår af ovenstående, kan DA og DF fratrækkes hinanden, hvorefter netto driftsaktiverne (NDA), også kaldet Invested Capital (IC) fremkommer. NDA viser det samlede beløb, som virksomhedens investorer har investeret i virksomheden (Ole Sørensen, side 159).

$$NFA/NFF = FA - FF$$

Som det fremgår af ovenstående, kan man ved at fratrække FA og FF beregne enten netto finansielle aktiver (NFA) eller netto finansielle forpligtelser (NFF) (Ole Sørensen, side 159).

Som det fremgår af bilag 2 kan størstedelen af NKT's aktiver henføres til driften, dog med undtagelse af andre investeringer og tilgodehavender, andre investering og delvist den likvide beholdning. På passivside kan størstedelen ligeledes henføres til driften, med undtagelse af pensioner og lignende forpligtelser samt langfristede og kortfristede kreditinstitutter. Den likvide beholdning er som tidligere nævnt, opdelt som henholdsvis DA og FA. Ved indregning af den likvide beholdning medtages 1 % af nettoomsætningen som DA (Ole Sørensen, side 161). Dette gøres, for at virksomheden kan imødekomme daglige betalinger, som kræver driftslikviditet. Den resterende del af den likvide beholdning indregnes som FA.

Egenkapitalen og minoritetsinteresserne er ikke påvirket af reformuleringen, hvorfor disse poster ikke behandles yderligere.

Den samlede reformulering af balancen kan findes i 2.

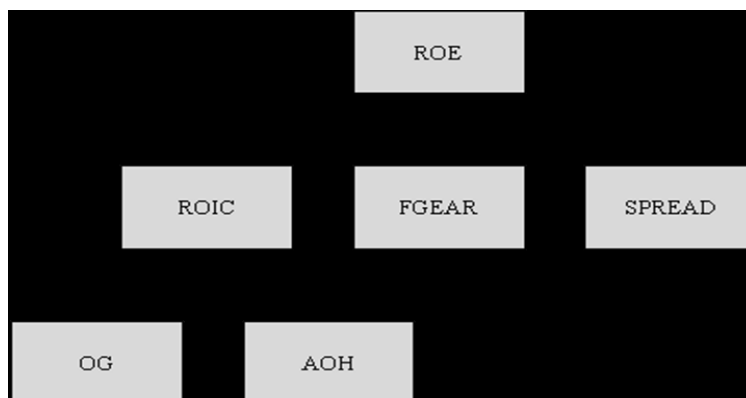
8.2. Rentabilitetsanalyse

I det forrige er der foretaget en reformulering af resultatopgørelsen, balancen og egenkapitalen hvilket nu gør det muligt at foretage en rentabilitetsanalyse. Rentabilitetsanalysen formål er at vurdere, hvorvidt NKT historisk har været i stand til at forrente egenkapitalen.

Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i den udvidede Dupont model som vist nedenfor i figur 8.1.

Dupont modellen har til formål at dekomponere ROE, for at vurdere om værdien skabes i afkastet på netto driftsaktiverne (ROIC) eller finansiell gearing. Herefter vil afkastet på netto driftsaktiverne blive dekomponeret, for at finde årsagen til værdiskabelsen/værdiforringelsen.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i regnskaberne fra 2005 til 2013, og nøgletallene vil blive beregnet herudfra.



Figur 8.1 Udvidet Dupont model: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 210

8.2.1. ROE – Return On Equity

ROE viser rentabiliteten af aktionærernes investerede kapital i en given periode. ROE er et mål for, hvor god virksomheden er til at skabe værdi og dermed forrente den investerede kapital. ROE beregnes som:

$$ROE = ROIC + (FGEAR \times SPREAD)$$

$$ROE = ROIC + (FGEAR \times SPREAD) \times MIA$$

Den øverste formel viser den samlede ROE, som er til fordeling mellem majoritets- og minoritetsaktionærerne. Ved at gange minoritetsaktionærernes andel på ROE fås egenkapitalforrentningen til de ordinære aktionærer i moderselskabet (Ole Sørensen, side 212).

ROE kan dermed nedbrydes i tre faktorer. ROIC, der er et udtryk for hvor godt virksomheden er i stand til at udnytte de nettoaktiver de har til rådighed, FGEAR som er den finansielle gearing i virksomheden samt SPREAD der er forskellen mellem afkastet på netto driftsaktiverne og de netto finansielle omkostninger i procent (Ole Sørensen, side 211).

ROE tager altså højde for virksomhedens evne til at skabe afkast på nettodriftsaktiverne samt effekten af den finansielle gearing. Det kan således udledes, at såfremt en virksomhed ingen fremmedkapital har, så er ROE lig med ROIC. Den finansielle gearing vil påvirke ROE negativt, såfremt ROIC er mindre end r , lånerenten.

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapitalens forrentning (ROE)									
ROIC	14,41%	17,12%	16,52%	9,89%	6,09%	7,47%	0,90%	4,92%	2,79%
FGEAR	0,32	0,46	0,63	0,73	0,77	0,96	1,16	0,75	0,45
r	1,98%	3,73%	6,35%	6,30%	3,70%	2,78%	4,27%	3,78%	4,58%
SPREAD	12,43%	13,39%	10,16%	3,59%	2,39%	4,69%	-3,36%	1,14%	-1,80%
MIA	1,0096	0,9655	0,9838	1,0171	1,0128	0,9925	1,2834	1,0004	1,0056
ROE	18,43%	23,34%	22,89%	12,52%	7,93%	12,00%	-3,00%	5,77%	1,99%
ROE efter MIN	18,61%	22,54%	22,52%	12,74%	8,03%	11,91%	-3,85%	5,78%	2,00%

Tabel 8.5 Beregning af ROE: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 210

Som det fremgår af tabel 8.5 falder ROE i hele analyseperioden med undtagelse af en mindre stigning i 2010 og 2012. Dermed er NKT's forrentning af egenkapitalen blevet forringet væsentligt. ROE er i analyseperioden faldet fra 18,43 % i 2005 til 1,99 % i 2013. Den primære årsag til faldet i ROE skal findes i ROIC, som ligeledes er faldet i analyseperioden.

Endvidere fremgår det, at de år hvor MIA er større end 1, der opnår de ordinære aktionærer en større forrentning af deres kapital end minoritetsaktionærerne. Derimod opnår de ordinære aktionærer en lavere forrentning af kapitalen, i de år hvor MIA er mindre end 1.

For at undersøge årsagen til det markante fald i ROE, er det nødvendigt at se på de bagvedliggende faktorer som ROE er sammensat af.

8.2.2. ROIC – Return On Invested Capital

Return On Invested Capital (ROIC) måler rentabiliteten fra NKT's driftsaktiviteter. ROIC viser dermed, hvor god virksomheden er til at skabe indtjening igennem deres nettodriftsaktiver. ROIC kan beregnes på følgende måder:

$$ROIC = \text{Overskudsgrad} * \text{Aktivernes omsætningshastighed}$$

$$ROIC = \text{Driftsoverskud(NOPAT)} / \text{Nettodriftsaktiverne}$$

Nedenstående figur viser udviklingen i ROIC samt udviklingen i overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH) for analyseperioden 2005 til 2013.

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Overskudsgrad	5,94%	6,39%	6,03%	4,16%	3,31%	3,98%	0,51%	2,76%	1,45%
Aktivernes omsætningshastighed	2,43	2,68	2,74	2,37	1,84	1,88	1,77	1,78	1,92
Den inverse aktivernes omsætningshastighed	0,41	0,37	0,36	0,42	0,54	0,53	0,57	0,56	0,52
ROIC	14,41%	17,12%	16,52%	9,89%	6,09%	7,47%	0,90%	4,92%	2,79%

Tabel 8.6 Beregning af ROIC: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, side 211

Af tabel 8.6 fremgår det, at ROIC ligesom ROE har været faldende i hele analyseperioden med undtagelse af en mindre stigning i 2010 og 2012. ROIC er alle årene lavere end ROE, med undtagelse af 2011 og 2013 hvor ROIC er højere end ROE. Når ROE er større end ROIC, som er tilfældet i størstedelen af analyseperioden, betyder det, at NKT har tjent penge på deres fremmedkapital. Dermed har NKT tabt penge på deres fremmedkapital i 2011 og 2013.

Det kan ligeledes udledes af ovenstående tabel 8.6, at OG har været faldende igennem hele analyseperioden, hvor det især er interessant at se på det markante fald, der er sket fra 2007 til 2008, fra 2010 til 2011 og igen fra 2012 til 2013 hvor OG falder med henholdsvis 1,87, 3,47 og 1,31%-point. Faldet i OG kan derfor være en af forklaringerne, på at ROIC er faldet i perioden.

Endvidere er det interessant at se på udviklingen i AOH, da nøgletallet sammen med OG er med til at bestemme udviklingen i ROIC. AOH er faldet igennem analyseperioden fra 2,43 i 2005 til 1,92 i 2013. Der har ligeledes været et markant fald i AOH fra 2007 til 2008 og igen fra 2010 til 2011, men en stor stigning fra 2012 til 2013.

Det kan derfor antages, at faldet i ROIC over analyseperioden både skyldes en forringet lønsomhed og kapitaltilpasning. For at undersøge udvikling i ROIC nærmere, vil OG og AOH blive undersøgt i de følgende afsnit.

8.2.3. OG – Overskudsgraden

Overskudsgraden måler overskuddet for én krone salg fra NKT's driftsaktivitet, og udtrykker hvor stor en del af nettoomsætningen NKT omdanner til overskud. Nøgletallet giver således en indikation af, hvor god virksomheden er til at tilpasse indtægter og omkostninger. Såfremt OG søges forbedret, skal omkostningerne reduceres, dog uden at det har en indvirkning på omsætningen. OG beregnes som følgende:

$$OG = \text{Driftsoverskud}(DO) / \text{nettoomsætning}$$

Overskudsgraden er i opgaven beregnet som NOPAT i forhold til nettoomsætningen, hvor den samlede drift danner grundlag for beregningen. Alternativt kan nøgletallet beregnes som EBIT i forhold til nettoomsætningen, hvor det alene er den primære drift, der danner grundlag for beregningen. Nedenstående tabel viser overskudsgraden beregnet i forhold til både EBIT og NOPAT.

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Overskudsgrader									
OG (EBIT)	3,93%	5,04%	6,05%	3,62%	1,74%	2,20%	1,40%	2,73%	2,38%
OG (NOPAT)	5,94%	6,39%	6,03%	4,16%	3,31%	3,98%	0,51%	2,76%	1,45%

Tabel 8.7 Beregning af overskudsgraden: Egen tilvirkning og Ole Sørensen

OG i NKT har været faldende i analyseperioden fra 5,94% i 2005 til 1,45% i 2013, med undtagelse af en lille stigning i henholdsvis 2010 og 2012. Der sker især et markant fald i 2011 og 2013 hvor OG falder fra henholdsvis 3,98% til 0,51% og 2,76% til 1,45%.

For bedre at forstå udviklingen i OG, analyseres de underliggende drivere for at se på hver af komponenterne, som en andel af salget (Ole Sørensen, side 220).

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Analyse af udvikling i OG									
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vareforbrug	-54,41%	-58,47%	-62,04%	-62,04%	-59,23%	-63,78%	-64,34%	-61,88%	-61,54%
Personaleomkostninger	-23,00%	-19,10%	-17,08%	-18,21%	-20,13%	-17,53%	-17,06%	-17,98%	-18,15%
Andre eksterne omkostninger	-16,06%	-15,49%	-12,61%	-13,23%	-15,75%	-13,59%	-13,62%	-13,89%	-14,17%
EBITDA-margin	6,53%	6,94%	8,28%	6,51%	4,89%	5,10%	4,98%	6,24%	6,14%
Af- og nedskrivninger	-2,60%	-1,89%	-2,22%	-2,89%	-3,14%	-2,90%	-3,58%	-3,52%	-3,76%
EBIT-margin	3,93%	5,04%	6,05%	3,62%	1,74%	2,20%	1,40%	2,73%	2,38%
Skat af primær drift	-0,92%	-0,18%	-1,19%	-1,68%	-0,55%	-0,65%	-0,40%	-0,83%	-0,68%
EAT-margin	3,01%	4,87%	4,86%	1,95%	1,19%	1,55%	1,00%	1,90%	1,70%
Andet driftsoverskud	2,93%	1,52%	1,17%	2,22%	2,12%	2,43%	-0,49%	0,86%	-0,24%
NOPAT-margin	5,94%	6,39%	6,03%	4,16%	3,31%	3,98%	0,51%	2,76%	1,45%

Tabel 8.8 Udviklingen i OG: Egen tilvirkning

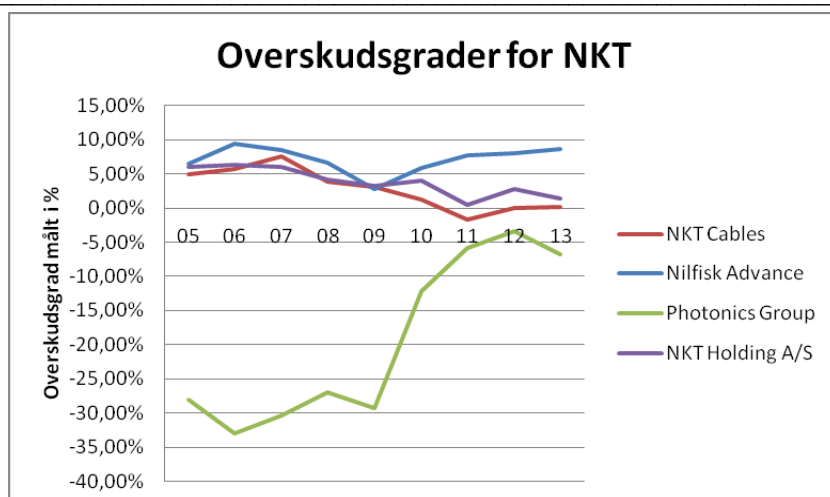
OG opdeles i EBITDA-, EBIT-, EAT- og NOPAT-margin. Dette gøres for at kunne identificere, hvor der sker udfald i analyseperioden. Som det fremgår af ovenstående figur, er EBITDA-margin relativ stabil i hele analyseperioden og er derfor et udtryk for, at driftsomkostningerne er på et fornuftigt niveau i forhold til omsætningen.

EBIT-margin er derimod mere svingende i analyseperioden, hvor de mest markante fald sker i 2009 og 2011. Faldet i 2009 på 1,88%- point skyldes primært et markant fald i omsætningen, idet NKT blev hårdt ramt af svingtende omsætning efter finanskrisen. Dette på trods af at NKT faktisk oplevede et fald i personaleomkostningerne som følge af fyringer (NKT årsrapport 2009, side 4). Faldet i 2011 kan del henføres til en stigning i vareforbruget, men også en stigning i af- og nedskrivninger er medvirkende til et fald i EBIT-margin i 2011. Stigningen i af- og nedskrivninger skyldes, at NKT alene i 2011 har investeret for mDKK 617 i blandt andet fabrikken i Köln (NKT årsrapport 2011, side 3). Det har bevirket, at de materielle aktiver og i særdeleshed produktionsanlæg og maskiner er steget, som alt andet lige bevirker, at der kommer flere af- og nedskrivninger. Heriblandt nedskrivninger på mDKK 58 som følge af indstilling af produktionen af mellemspændingskabler på fabrikken i Köln samt ophørende produktion af signalkabler i Danmark (NKT årsrapport 2013, side 25).

EAT-margin har ikke vist de store udsving i analyseperioden, og afspejler blot den skat NKT har betalt af EBIT-marginen.

NOPAT-margin, som er den overskudsgrad, der benyttes i opgaven, er derimod faldet en del i analyseperioden fra 5,94 i 2005 % til 1,45 % i 2013. Her har der ligeledes været et markant fald i 2011 hvor NOPAT-margin faldt til 0,51 %, som er det laveste i analyseperioden. Årsagen skal findes i faldende indtjening fra associerede virksomheder, som skyldes at NKT frasolgte sin andel af NKT Flixibles (NKT årsrapport 2012, side 57).

Endvidere er det interessant at se på, hvilket forretningsområde der bidrager til udviklingen i NKT's OG. Nedenstående figur viser udviklingen i OG fordelt på henholdsvis NKT Cables, Nilfisk Advance og Photonics Group samt for hele NKT.



Figur 8.2 Udviklingen i OG fordelt på forretningsområderne: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 8.2, er udviklingen i de tre forretningsområder meget forskellige og er dermed medvirkende til at trække OG i hver sin retning. Her skal det dog nævnes, at andelen af den samlede omsætning, ligeledes er meget forskellig for de tre forretningsområder. Photonics Group udgør i gennemsnit kun 1,25 % af den samlede omsætning i analyseperioden, hvorfor udviklingen i Photonics Group har meget lille indflydelse på udviklingen i OG.

Det fremgår, at OG i NKT Cables er faldet igennem analyseperioden og tilnærmelsesvis følger udviklingen i OG for hele NKT. Dette skyldes, at NKT Cables igennem hele analyseperioden i gennemsnit udgør 54 % af den samlede omsætning og derfor vægter meget, såfremt der er faldende tendenser. Det fremgår endvidere, at Nilfisk Advances udvikling OG er mere stabil igennem analyseperioden, hvor der kun har været et mindre fald i 2009, som kan henføres til den lave omsætning i NKT som følge af den økonomiske afmatning.

Som det fremgår af ovenstående figur, formåede Nilfisk Advance allerede året efter finanskrisens indtog at vende den negative tendens, der var blevet skabt i virksomheden. Dette skete blandt andet ved besparelser i omkostningerne, hvor medarbejderstaben blev reduceret med 800 medarbejdere. Derudover blev der foretaget restruktureringer i sourcing-aktiviteter, som fra 2010 årligt skulle give en besparelse i omkostningerne på mDKK 250 (NKT årsrapport 2009, side 17). Til sidst indarbejdede Nilfisk Advance en praksis om at hæve priserne på produkterne med 2-3 % årligt, for at imødegå ændringer i råvarepriser og generelle ændringer i inflationen. Dette har medført, at Nilfisk Advance hurtigt fik vendt de negative tendenser og allerede i 2010 oplevede positive tegn i indtjeningen.

8.2.4. AOH – Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed (AOH) udtrykker, hvor stor binding virksomheden har i sine aktiver i forhold til, hvor meget virksomheden omsætter. AOH måler altså salget pr. krone investeret i nettodriftsaktiver og beregnes som følgende.

$$AOH = \text{nettoomsætning} / \text{nettodriftsaktiver (NDA)}$$

AOH giver således et billede af NKT's kapitaltilpasningsevne. Man kan udover ovenstående også beregne omsætningshastigheden på virksomhedens anlægskapital og arbejdskapital, for at synliggøre hvilke aktiver virksomheden binder sig mest i.

Nedenstående tabel viser udviklingen i AOH samt udviklingen i den inverse AOH, der udtrykker hvor meget kapital, der er investeret for at generere 1 kroners salg. Der er foretaget en opdeling af nettodriftsaktiverne således, at det kan vurderes, hvordan udviklingen har været for henholdsvis netto anlægskapitalen og netto arbejdskapitalen.

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Invers AOH (1/AOH)									
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	2,43	2,68	2,74	2,37	1,84	1,88	1,77	1,78	1,92
(1/AOH)	0,41	0,37	0,36	0,42	0,54	0,53	0,57	0,56	0,52
(1/Netto anlægskapital - omsætningshastighed)	0,24	0,20	0,20	0,26	0,38	0,36	0,38	0,39	0,35
(1/Netto arbejdskapital - omsætningshastighed)	0,17	0,18	0,17	0,16	0,16	0,17	0,19	0,17	0,17

Tabel 8.9 Udviklingen i AOH og den inverse AOH: Egen tilvirkning

NKT har igennem hele analyseperioden været præget af en stigende kapitalbinding i NDA. Hvor der især siden 2008 har været en stigning i den inverse AOH, som kun er blevet større i analyseperioden. Stigningen i den inverse AOH skyldes, at NKT har bundet mere kapital i materielle aktiver, som i den sidste del af analyseperioden har bevirket, AOH har været på et stabilt niveau. Stigningen i den inverse AOH sker som følge af store investeringer i forbindelse med etableringen af kabelfabrikken i Køln, som allerede har præget regnskabet i 2008, hvor opførelsen af kabelfabrikken blev indregnet som aktiver under udførelse (NKT årsrapport 2008, side 65 og 91).

Netto anlægskapitalen består blandt andet af materielle og immaterielle aktiver. Det ses af ovenstående, at der ligeledes sker en stigning i den inverse omsætningshastighed på netto anlægskapitalen fra 2008. Resten af analyseperioden er meget stabil med kun meget få udsving. Udviklingen stemmer godt overens med, at NKT har bundet mere kapital i de materielle aktiver, hvor fabrikken i Køln pr. 31. december 2013 havde en regnskabsmæssig værdi på mDKK 1.599,5 i forhold til de samlede NDA som er opgjort til mDKK 8.335,49 jf. bilag 2.

Netto arbejdskapitalen består primært af varelager og varedebitorer. Arbejdskapitalen har været stabil igennem hele analyseperioden. Dette stemmer godt overens med NKT's øgede fokus på at nedbringe kapitalbindingen i arbejdskapitalen, hvor blandt andet varelager og debitorer er de poster, der er reduceret mest over årene. Det øgede fokus på nedbringelsen af arbejdskapitalen sker dels som led i at kunne binde mere kapital i igangværende projekter og for at frigøre kapital til investering i anlægskapital (NKT årsrapport 2012, side 9 og NKT årsrapport, side 8).

Som tidligere nævnt har finansieringsaktiviteten i virksomheden også indflydelse på udviklingen i ROE. I nedenstående afsnit vil FGEAR og SPREAD blive analyseret.

8.2.5. FGEAR

Den finansielle gearing (FGEAR) måler forholdet mellem de finansieringskilder, som nettodriftsaktiverne er finansieret af, og den indvirkning de har på ROE. FGEAR beregnes som følgende.

$$FGEAR = \text{gns. Netto finansielle forpligtelser} / \text{gns. ordinære egenkapital}$$

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finansiel gearing									
Gns. NFF	864,34	1.266,88	1.891,60	2.450,96	2.752,22	3.773,69	4.732,47	3.656,78	2.537,16
Gns. EK	2672,7	2729,2	3016,4	3336,65	3573	3912,1	4082,5	4894,75	5698,45
FGEAR	0,32	0,46	0,63	0,73	0,77	0,96	1,16	0,75	0,45

Tabel 8.10 Udviklingen i FGEAR: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel, stiger FGEAR i analyseperioden fra 0,32 i 2005 til 0,45 i 2013. Denne udvikling er ikke bemærkelsesværdi, idet NKT i takt med øget omsætning også har behov for at investere mere i netto driftsaktiverne.

Det er dog interessant at se den stigning i FGEAR der sker i analyseårene 2009, 2010 og 2011, hvor FGEAR stiger ca. 0,2 for hvert år. Analyseåret 2011 er specielt interessant, idet de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser (NFF) overstiger den gennemsnitlige egenkapital (EK). Årsagen til den stigende FGEAR skal findes i NKT's øgede investeringsbehov i forbindelse med opførslen af den nye kabelfabrik i Køln, som bevirkede at NKT i årene op til og i 2011 havde store netto finansielle forpligtelser, hvilket har været udslagsgivende i beregningen af FGEAR (NKT årsrapport 2012, side 8 og bilag 2).

Derudover er faldet i FGEAR i 2012 ligeledes interessant at se på, idet der sker et fald fra 1,16 i 2011 til 0,75 i 2012, hvilket er en kraftig reducere i FGEAR. Årsagen til det markante fald, skal findes i frasalget af NKT Flexibles, som bevirkede at NKT reducerede gælden med mDKK 2.000 (NKT årsrapport, side 49). Derudover er egenkapitalen ligeledes blevet forøget som følge af salget af NKT Flexibles, idet der er overført totalindkomst, som ligeledes har været positivt udslagsgivende for FGEAR.

Ovenstående er samlet set medvirkende til en lavere finansiell risiko i NKT.

8.2.6. Lånerenten

Lånerenten (r) er de netto finansielle forpligtelser målt i procent og er et vejet gennemsnit af nettofinansieringen. R beregnes som følgende.

$$r = \text{Netto finansielle omkostninger} / \text{gns. Netto finansielle forpligtelser}$$

NKT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Renteomkostninger									
NFO	17,16	47,27	120,19	154,31	101,86	105,01	201,97	138,36	116,31
Gns. NFF	864,34	1266,88	1891,60	2450,96	2752,22	3773,69	4732,47	3656,78	2537,16
<i>r</i>	1,98%	3,73%	6,35%	6,30%	3,70%	2,78%	4,27%	3,78%	4,58%

Tabel 8.11 Udviklingen i lånerenten: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel har NKT udelukkende gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser og dermed ingen netto finansielle aktiver. Af ovenstående ses det, at lånerenten i hele analyseperioden er stigende fra 1,98 % i 2005 til 4,58 % i 2013. Stigningen i lånerenten skal findes i den stigende netto finansiering samt i stigende netto finansielle omkostninger.

Som tidligere nævnt har det øgede investeringsbehov, i forbindelse med opførslen af den nye kabelfabrik i Köln bevirket, at NKT i årene op til og i 2011 har haft store netto finansielle forpligtelser, hvilket alt andet lige også har været udslagsgivende i de netto finansielle omkostninger.

Ligeledes ses der et fald i lånerenten fra 2012, idet NKT reducerede de netto finansielle forpligtelser voldsomt som følge af frasalget af NKT Flexibles.

8.2.7. SPREAD

SPREAD udtrykker spændet mellem ROIC og ovenstående lånerente, og er sammen med FGEAR driveren bag udviklingen i ROE (Ole Sørensen, side 212). SPREAD beregnes som følgende.

$$SPREAD = ROIC - r$$

NKT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SPREAD									
ROIC	14,41%	17,12%	16,52%	9,89%	6,09%	7,47%	0,90%	4,92%	2,79%
<i>r</i>	1,98%	3,73%	6,35%	6,30%	3,70%	2,78%	4,27%	3,78%	4,58%
SPREAD	12,43%	13,39%	10,16%	3,59%	2,39%	4,69%	-3,36%	1,14%	-1,80%

Tabel 8.12 Udviklingen i SPREAD: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående, er SPREADet i langt de fleste analyseår positiv, hvilket betyder at ROIC i de fleste år har været større end lånerenten. Det bevirker, at NKT's øgede finansielle gearing fører til, at ROE overstiger ROIC og dermed er med til at øge værdien i virksomheden.

I de analyseår hvor der er et negativt SPREAD vil NKT destruere værdien i virksomheden, og ROIC vil være større end ROE. Det sker blandt andet i 2011 og 2013. Årsagen til det negative SPREAD skyldes den

negative udvikling i ROIC, hvilket betyder, at NKT ikke i tilstrækkelig grad har formået at tjene på den investerede kapital, som ellers kan opveje finansieringsomkostningerne i form af r.

8.2.8. Sammenfatning af rentabilitetsanalyse

Regnskabsanalysens samt rentabilitetsanalysens formål er at finde de finansielle værdidrivere, der har været med til at påvirke NKT i positiv og negativ retning igennem analyseperioden. Identificeringen af værdidriverne skal sammen med den strategiske analyse danne det mest retvisende billede budgetteringen.

Det kunne konstateres, at den anvendte regnskabspraksis for analyseperioden 2005 til 2013 gjorde regnskaberne anvendelige for videre analysebrug, hvorefter resultatopgørelsen og balancen blev reformuleret og præsenteret. De reformulerede regnskaber blev herefter brugt til analyse af rentabiliteten med udgangspunkt i den udvidede DuPont model.

Af ovenstående analyse af rentabiliteten kan det konkluderes, at NKT har forringet deres ROE i analyseperioden. Den negative udvikling i ROE skal findes i den negative udvikling i ROIC og det faktum, at NKT taber flere penge på finansieringsdelen i form af et fald i SPREAD'et. Her ses det også, at i år med negativt SPREAD vil ROIC overstige ROE, som medfører at NKT destruerer værdien i virksomheden.

Det bemærkes, at NKT bliver påvirket markant af salget af NKT Flixibles, hvorfor der tages højde for dette i den kommende budgettering og værdiansættelse af NKT.

9. Budgettering

Budgetteringen tager afsæt i den tidligere udarbejdede strategiske analyse, regnskabsanalyse samt rentabilitetsanalyse. Budgetteringen skal forecaste de fremtidige cash flows og danne grundlag for værdiansættelsen af NKT. I budgetteringen bliver det muligt at omdanne de identificerede værdidrivere og benytte disse i forbindelse med udarbejdelsen af budgettet.

Budgetteringen er inddelt i to budgetperioder henholdsvis den eksplicitte budgetperiode og terminalværdiperioden. Den eksplicitte budgetperiode er udarbejdet i forhold til den forventede udvikling i væksten, som er beskrevet i de tidligere afsnit. Terminalværdiperioden er den periode, der kommer efter budgetperioden, som forudsætter forecasting i det uendelige og ofte dækker over en mere jævn vækst (Ole Sørensen, side 39).

Budgetperiode

Ved udarbejdelsen af budgettet, som skal bruges til værdiansættelsen, benyttes en budgetperiode på 9 år. Budgetperiodens længde er valgt i forhold til den analyseperiode, der er valgt i forbindelse med regnskabsanalysen, som ligeledes er på 9 år.

Budgetperioden er endvidere valgt for at illustrere udviklingen i væksten bedst muligt ud fra den udarbejdede strategiske analyse. Derudover vil en budgetperiode på 9 år kunne tage højde for konjunkturudsving i samfundet. En længere budgetperiode kan være svær at udarbejde, da usikkerheden i de kommende vækstrater vil blive for stor. Var valget derimod faldet på en kortere budgetperiode, ville værdien af terminalværdiperioden blive for stor i forhold til den samlede værdiansættelse. Budgetperioden starter dermed fra d. 1. januar 2014 til 31. december 2022. Herefter starter terminalværdiperioden, som dermed indikerer perioden, hvor steady state indtræder.

I den følgende budgettering er der valgt at fokusere på udviklingen i omsætningen og overskudsgraden for de tre forretningsområder i NKT. Endvidere vil der blive budgetteret på udviklingen i aktivernes omsætningshastighed samt den fremtidige skattesats.

Usikkerheder ved budgetteringen

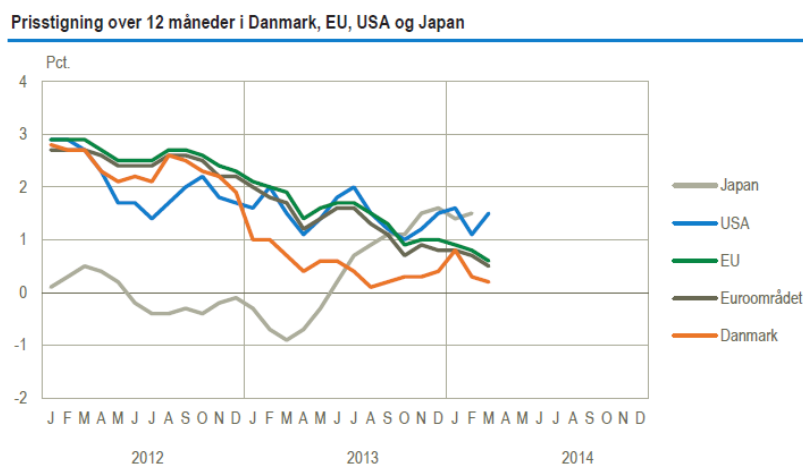
I forbindelse med budgetteringen er det vigtigt at understrege usikkerheden omkring indsamlede dataer. Det skyldes, at der udelukkende er brugt offentligt tilgængeligt materiale, hvilket skaber en del usikkerhed omkring de dataer der er brugt til budgetteringen samt den foranstående værdiansættelse af NKT.

9.1. Vækst i terminalperioden

Som beskrevet ovenfor har væksten i terminalperioden stor indflydelse på den foranstående værdiansættelse af NKT. I forbindelse med fastsættelsen af væksten i terminalperioden er der medtaget overvejelser om den fremtidige forventning til væksten i verdensøkonomien samt den historiske vækst.

NKT opererer primært på de modne markeder, som umiddelbart ikke vil opleve en eksplosiv markedsvækst, hvorfor væksten forventes at være på niveau med inflationen. Siden 1993 har inflationen i Danmark i gennemsnit ligget på ca. 2 % (Statistikbanken.dk; gennemsnitlig årlig inflation).

Som det ligeledes fremgår af nedenstående figur, ses det, at tendensen i udviklingen i inflationen er nedadgående for Europaområdet herunder Danmark, mens inflationen i USA og Japan viser stigende tendenser.



Figur 8.3 Udviklingen i inflationen

Med afsæt i ovenstående samt den historiske udvikling i inflationen er der taget udgangspunkt i 2 % som vækst i terminalperioden. Dette vurderes alt andet lige at være repræsentativt set i forhold til den økonomiske udvikling igennem de sidste 20 år.

I forbindelse med udarbejdelsen af følsomhedsanalysen, vil væksten i terminalperioden ligeledes blive analyseret for at vurdere hvor stor indvirkning terminalperioden har på værdien af NKT.

9.2. Budgettering af omsætning

Omsætningen bliver opdelt i de tre forretningsområder i henholdsvis NKT Cables, Nilfisk Advance samt Photonics Group. Opdelingen sker som led i, at salget sker til tre forskellige markeder, hvorfor der ikke kan opstilles en samlet forventning til udviklingen i omsætningen. Nedenstående tabel viser udviklingen i omsætningen på baggrund af de estimerede budgetantagelser, der er beskrevet i det følgende.

NKT	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV-periode
Budgetforudsætninger										
Budgetteret omsætningsvækst i %										
NKT Cables	-2,00%	1,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	6,00%	5,00%	3,00%	2,00%
Nilfisk Advance	3,00%	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,50%	3,00%	2,50%	2,00%
Photonics Group	13,00%	14,00%	14,00%	15,00%	14,00%	11,00%	8,00%	5,00%	3,00%	2,00%

Tabel 9.1 Budgettering af omsætningsvækst: Egen tilvirkning

9.2.1. NKT Cables

Som beskrevet i den strategiske analyse besidder NKT Cables en markedsandel på 1 % og afsætter størstedelen af deres produkter på det europæiske marked. Kabelindustrien er drevet af politiske beslutninger, idet en stor del af salget sker til udbygning af den elektriske infrastruktur, herunder store energiprojekter. Derfor er NKT Cables også afhængig af, at de markeder de sælger til er investeringslystne.

Kabelindustrien er præget af mange udbydere, som sammenholdt med den økonomiske afmatning, bevirker at virksomheder er tilbageholdende med investeringer i vedvarende energi og derfor nemmere kan presse prisen på produkterne. Dette bevirker, at der er øget konkurrenceintensitet på markedet, som kan have en negativ effekt på den fremtidige udvikling i NKT Cables omsætning.

Dette sammenholdt med at NKT Cables er følsomme overfor ændringer i konjunktoren bevirker, at forventningerne til den fremtidige vækst må anses som negative det første år og herefter let stigende frem mod 2018, for så derefter at stige op mod 2020 og til sidst flade mere ud. Se tabel 9.1.

Den estimerede negative vækst i starten af budgetperioden begrundes med, at de forventede investeringer indenfor vedvarende energi anses som beskedne, samtidig med at markedet er præget af priskonkurrence. Op mod 2020 forventes det dog, at investeringslysten i Europa vil stige markant op mod genforhandlingen af Kyoto-aftalen samt de vedtagende EU direktiver vedrørende øget målsætning om vedvarende energi. Herefter forventes mere normale vækstrater.

9.2.2. Nilfisk Advance

Som beskrevet i den strategiske analyse, besidder Nilfisk Advance sammen med tre andre producenter tilsammen mere end en tredjedel af det samlede marked. Nilfisk Advance befinder sig ligeledes på et marked, der er præget af konkurrence fra mange lokale og regionale aktører, som er medvirkende til øget prispress på produkterne. Endvidere befinder Nilfisk Advance sig på markeder, som er følsomme overfor konjunkturændringer, hvilket var udslagsgivende henover finanskrisen.

Trods dette og sammenholdt med at Nilfisk Advance overordnet historisk set har haft en stabil vækst i omsætningen, forventes der at denne kan fastholdes (NKT årsrapporter for analyseperioden). Dette skyldes, at efterspørgslen på professionelt rengøringsudstyr forventes at stige, jf. den strategiske analyse.

På baggrund af dette forventes det, at væksten vil være let stigende frem mod 2017/2018, idet mere normale markedsforhold forventes. Herefter vil væksten falde let og have tendens til at nærme sig den konstante markedsvækst. Se tabel 9.1

9.2.3. Photonics Group

Photonics Group udgør en meget lille andel af den samlede omsætning i NKT og er samtidig repræsenteret på et marked, der er præget af mange alternative produkter, hvorfor markedet er karakteriseret som et nichemarked. På trods af dette har Photonics Group formået at opnå høje vækstrater igennem hele analyseperioden. Alene de sidste fire analyseår har Photonics Group realiseret en organisk vækst på 13,65 %.

I forbindelse med den udarbejdede strategiske analyse blev Photonics Group overordnet kategoriseret som questionmark, idet NKT på nuværende tidspunkt satser meget på dette forretningsområde, men endnu ikke har leveret et positivt driftsoverskud. NKT har fortsat forventninger om høje vækstrater.

På baggrund af ovenstående er der budgetteret med en vækst i omsætningen fra 2014 til 2018 i samme niveau som den historiske vækst. Efter 2019 forventes det, at den høje vækst ikke kan opretholdes, hvorfor væksten bliver mere moderat og nærmer sig den konstante vækst. Se tabel 9.1.

9.3. Budgettering af overskudsgrad

Budgetteringen af overskudsgraden foretages, for at synliggøre hvor stort det fremtidige driftsoverskud vil være i NKT. Overskudsgraden er påvirket af konkurrenceintensiteten på markedet. Der vil ikke blive foretaget en budgettering af de enkelte omkostninger, men alene en budgettering af forventningen til den fremtidige overskudsgrad.

Der er i 2013 foretaget mange omstruktureringer i NKT koncernen som led i ønsket om at skabe bedre resultater indenfor alle forretningsområderne (NKT årsrapport 2013, side 3). Tiltagene vil blive beskrevet i det følgende.

På samme måde som ved budgettering af omsætningen bliver overskudsgraden opdelt i de tre forretningsområder og herefter sammenfattet i et samlet driftsoverskud for NKT.

Opdelingen sker som led i, at der er meget forskel på omkostningerne og forventningerne til disse, hvorfor der ikke kan opstilles en samlet forventning til udviklingen i overskudsgraden. Nedenstående figur viser udviklingen i overskudsgraden på baggrund af de estimerede budgetantagelser der, er beskrevet i det følgende.

NKT	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV-periode
Budgetforudsætninger										
Budgetteret OG (EBIT)										
NKT Cables	-1,50%	-0,50%	3,00%	6,00%	7,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Nilfisk Advance	8,50%	9,50%	9,50%	10,00%	10,00%	11,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%
Photonics Group	-6,50%	-5,50%	-3,00%	-1,00%	0,00%	0,00%	1,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Tabel 9.2 Budgettering af overskudsgrad: Egen tilvirkning

9.3.1. NKT Cables

Som beskrevet i den strategiske analyse udgør råvarer 85 % af produktionsomkostningerne til produktionen af kabler. Dermed vil den fremtidige udvikling i råvarepriserne også have indflydelse på overskudsgraden i NKT Cables.

NKT Cables besluttede i 2013 at foretage nogle radikale ændringer, som skal medvirke til større effektivisering og dermed et bedre resultat end tidligere opnået. NKT Cables har oprettet effektiviseringsplanen DRIVE, som skal være medvirkende til forbedringen af resultatet. Historisk set har NKT Cables haft en gennemsnitlig overskudsgrad(EBIT) på 2,76 % jf. figur 8.10 i regnskabsanalysen. Siden finanskrisens indtog i 2008, har NKT Cables opnået dårlige overskudsgrader, hvoraf nogle år har været negative. Det er denne udvikling NKT søger at vende ved effektiviseringsplanen DRIVE. Som led i effektiviseringsplanen skal NKT Cables spare ca. 300 mDKK i 2014 og 2015. Dette indbefatter blandt andet besparelser på personaleomkostninger, som vil udgøre ca. 60 % af den samlede besparelse. Effektiviseringsplanen DRIVE er dog beregnet til at koste ca. mDKK 240 i engangsomkostninger ligeledes fordelt over årene 2014/2015.

Forventningerne til DRIVE er, at implementeringen vil have fuld effekt i 2016, hvorfor forholdene omkring dette er medtaget i forbindelse med estimeringen af den fremtidige overskudsgrad. Endvidere er det beskrevet i budgetteringen af omsætningen, at NKT Cables, som følge af konjunktoren først vil opnå reel vækst i omsætningen fra 2016 og frem mod 2019.

Endvidere forventes det at Europa kommissionen afgørelse fra april 2014 vedrørende ulovlig karteldannelse, vil have en negativ effekt på indtjeningen, idet tidligere hensatte forpligtelser vil blive til reelle tab i 2014. Den negative omtale som sagen også har medført vurderes dog ikke at påvirke omsætningen, idet alle store kabelproducenter på markedet har været indblandet, og kunderne dermed ikke i ligeså høj grad kan vælge en producent, der ikke har været berørt.

På baggrund af ovenstående er overskudsgraden i NKT Cables estimeret til at være negativ i henholdsvis 2014 og 2015. Herefter forventes ovenstående tiltag samt forbedringer i konjunktoren, at have positiv effekt på indtjeningen i NKT Cables. Stigningen forventes at følge forventningerne i omsætningen, hvorfor væksten i overskudsgraden stiger op mod 2019 og herefter når et mere jævnt niveau. Se tabel 9.2.

9.3.2. Nilfisk Advance

Som beskrevet i den strategiske analyse, afsætter Nilfisk Advance størstedelen af deres produkter til både de modne markeder samt til de såkaldte vækstmarkeder. Nilfisk Advance har formået at sprede risikoen i en eventuel afmatning af økonomien i visse dele af verdenen ved at være bredt repræsenteret. Dermed har Nilfisk Advance sikret sig et godt fundament for ændringer i konjunktoren, idet de ikke er afhængige af et marked.

Endvidere har Nilfisk Advance historisk set opnået en overskudsgrad(EBIT) på 7,12 % og generelt ligget meget stabilt set over en 9-årig periode. Den eneste undtagelse har været 2009, hvor overskudsgraden faldt markant som følge af den finansielle afmatning i verdensøkonomien.

Dette viser at Nilfisk Advance alt andet lige er følsomme overfor ændringer i konjunktoren, men alligevel har formået at vende negative tendenser til positive resultater.

På baggrund af ovenstående er overskudsgraden i Nilfisk Advance estimeret til at være let stigende frem mod 2020, som følge af forventningerne til den positive udvikling i omsætningen. Dette sammenholdt med den historiske udvikling i Nilfisk Advance bevirker, at der er en forventning om, at virksomheden også fremadrettet kan opretholde gode vækstrater. Efter 2020 vil overskudsgraden falde let og herefter nå et mere jævnt niveau. Se tabel 9.2.

9.3.3. Photonics Group

Som beskrevet i den strategiske analyse er Photonics Group påvirket af ændringer i konjunktoren. Dette gav ligeledes udslag i regnskabsanalysen, hvor Photonics Group havde forbedret deres overskudsgrad op mod finanskrisen i 2008 og herefter så en stigning i overskudsgarden igen frem mod 2013. På trods af dette har Photonics Group endnu ikke formået at levere positivt driftsoverskud.

Den historiske udvikling i overskudsgraden, som har resulteret i et negativt gennemsnit på 19,54 %, vurderes dog ikke som værende retvisende for budgetteringen af den fremtidige overskudsgrad i Photonics Group. Dette skyldes, at Photonics Group i en lang periode af analyseperioden har været i et udviklings- og forskningsstadium, som ikke forventes set i fremtiden i ligeså høj grad.

På baggrund af ovenstående er overskudsgraden i Photonics Group estimeret til at være negativ frem mod 2018, dog med stigende positive tendenser. Herefter forventes det, at den økonomiske afmatning i økonomien vil være vendt, hvorfor Photonics Group for første gang forventes at levere en positiv indtjening fra 2020 og herefter nå et beskedent niveau i væksten frem mod terminalperioden. Se tabel 9.2.

9.4. Budgettering af aktiverens omsætningshastighed

Til at budgettere aktiverens omsætningshastighed anvendes udviklingen i nettoarbejdskapitalen samt nettoanlægskapitalen, idet NKT's forventninger til den fremtidige vækst heri ligeledes er opdelt og inkluderer forskellige målsætninger. Budgettering af AOH tager udgangspunkt i de inverse værdier.

NKT	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV-periode
Budgetforudsætninger										
Budgetteret AOH										
Netto arbejdskapital ift. Oms.	0,17	0,16	0,16	0,17	0,18	0,18	0,19	0,18	0,17	0,17
Netto anlægskapital ift. Oms	0,36	0,37	0,40	0,41	0,42	0,40	0,38	0,38	0,38	0,38

Tabel 9.3 Budgettering af aktiverens omsætningshastighed: Egen tilvirkning

Den historiske udvikling i både netto anlægskapitalen og netto arbejdskapitalen samt forventningerne til fremtidige investeringer og reduktioner er ligeledes lagt til grund for budgetteringen.

Som beskrevet i regnskabsanalysen har NKT igennem analyseperioden haft en stabil invers netto arbejdskapital i niveauet 0,16-0,19. Ligeledes fremgår det, at den inverse netto anlægskapitalen har været stigende i perioden, idet der har været et øget investeringsbehov blandt andet som følge af etableringen af kabelfabrikken i Köln.

Af ovenstående tabel 9.3 fremgår det, at netto arbejdskapitalen forventes at være meget stabil i budgetperioden. Det forventes at NKT fortsat vil opretholde den gode lagerstyring med den rette mængde af varer på lager og samtidig kan opretholde målsætningen om at holde netto arbejdskapitalen på et stabilt og lavt niveau (NKT årsrapport 2013, side 9). På trods af dette vil der i perioder, som det også fremgår af ovenstående være udsving i netto arbejdskapitalen som følge af delbetalinger på store projekter.

Det forventes ligeledes, at NKT's netto anlægskapital vil være stabil med en mindre stigning i budgetperioden frem mod 2018. Stigningen i netto anlægskapitalen skal ses som led i den forventede udvikling i markedet og omsætningen hos blandt andet NKT Cables, som bevirker at NKT får behov for anlægsinvesteringer og geninvesteringer generelt.

9.5. Budgettering af selskabsskatteprocent

Skattesatsen falder gradvist i budgetperioden fra 24,5 % til 22 %. Dette sker som led i den vækstplan der blev vedtaget i juni 2013 (kpmg.dk; Skattenyt).

10. Værdiansættelse

Værdiansættelsens formål er at estimere værdien af NKT, på baggrund af den tidligere udarbejdede budgettering. NKT vil blive værdiansat pr. den 30. april 2014.

Værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i DCF- modellen med RIDO- modellen som kontrol heraf. I begge modeller vil perioden for værdiansættelsen blive opdelt i to perioder, henholdsvis den eksplicite budgetperiode og terminalværdiperioden som beskrevet i afsnit 9.

Afslutningsvis vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse på baggrund af den estimerede værdi af NKT. Der vil blive udarbejdet følsomhedsanalyser på WACC, omsætningen og overskudsgraden.

I det følgende vil værdiansættelsesmodellerne blive præsenteret kort.

10.1. DCF- modellen

Discounted Cash Flow model (DCF- modellen) er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af virksomheden findes ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme (Ole Sørensen, side 36). DCF- modellen findes både i en direkte- og en indirekte model, hvor sidst nævnte er den der anvendes

til værdiansættelsen af NKT. Værdien af virksomheden beregnes som følgende ved hjælp af den indirekte DCF- model (Ole Sørensen, side 39).

$$V_0^E = \sum FCF_t / (1+r_{WACC})^t + FCF_{T+1} / (r_{WACC}-g)(1+r_{WACC})^T - NFF_0$$

DCF- modellen tager hensyn til alle virksomhedens interessenter og tager udgangspunkt i budgetperioden og terminalværdiperioden i estimeringen af værdien af virksomheden. Inden værdien af virksomheden kan findes, skal det frie cash flow beregnes. Det frie cash flow beregnes som følgende.

$$FCF_t = DO_t - \Delta NDA_t$$

Når de frie cash flows er fundet, tilbagediskonteres de beregnede værdier med WACC, hvorefter værdien af virksomheden findes.

10.2. RIDO- modellen

På samme måde som DCF- modellen findes RIDO- modellen i en direkte- og en indirekte model og kan bruges til at finde virksomhedsværdien. I opgaven bruges den indirekte RIDO- model som kontrol af DCF- modellen. Værdien af virksomheden beregnes som følgende ved hjælp af den indirekte RIDO- model (Ole Sørensen, side 39).

$$V_0^E = NDA_0 + \sum RIDO_t / (1+r_{WACC})^t + RIDO_{T+1} / (r_{WACC}-g)(1+r_{WACC})^T - NFF_0$$

RIDO- modellen beregner virksomhedsværdien ved først at beregne værdien til alle kapitalindskydere for derefter at fratrække långivernes fordringer. For at kunne beregne virksomhedsværdien skal residualoverskuddet fra driften findes.

$$RIDO_t = DO_t - (r_{WACC}NDA_{t-1})$$

Når residualoverskuddet fra driften er fundet, tilbagediskonteres de beregnede værdier med WACC, hvorefter værdien af virksomheden kan kontrolleres med virksomhedsværdien fundet ved hjælp af DCF- modellen.

10.3. WACC

Til brug for beregning af virksomhedsværdien, som kommer fra driften, skal de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) estimeres idet de både medtager afkastkravet til egenkapitalen og fremmedkapitalen. WACC indeholder derfor både långivers og ejernes afkastkrav og tager samtidig højde for kapitalstrukturen i virksomheden (Christian V. Petersen & Thomas Plenborg, side 246).

Som tidligere beskrevet skal WACC bruges som diskonteringsrente, idet den er mål for investorernes afkastkrav til NKT. WACC beregnes som følgende:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_E + \frac{D}{V} * R_D$$

Hvor,

E = Markedsværdien af egenkapitalen

D = Markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser

V = Markedsværdien af virksomheden

R_E = Ejernes afkastkrav

R_D = Långivernes afkastkrav efter skat

Estimeringen af WACC giver midlertidig nogle udfordringer, da formålet med værdiansættelsen er at finde NKT's markedsværdi på baggrund af WACC. Samtidig indgår markedsværdien i beregningen af WACC. Denne udfordring løses dog i afsnittet omkring kapitalstruktur, hvor der vil blive udarbejdet et skøn over NKT's kapitalstruktur. Derudover vil ejernes – og långivernes afkastkrav blive estimeret i det følgende. Til sidst vil WACC blive estimeret ved hjælp af ovenstående ligning.

10.3.1. Afkastkravet til egenkapitalen

Afkastkravet til egenkapitalen udtrykker, hvor meget NKT's investorer kræver i afkast på deres investering i virksomheden. Afkastkravet til egenkapitalen beregnes ved hjælp af CAP-modellen:

$$R_E = R_f + \beta * (E(R_m) - R_f)$$

Hvor,

R_f = Risikofrie rente

β = Beta

$E(R_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen.

$(E(R_m) - R_f)$ = Markedets risikopræmie

CAP-modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på virksomhedens aktier og afkastet på hele aktiemarkedet ud fra antagelsen om, at investorerne kræver et merafkast som kompensation for at påtage sig risiko ved at investere i den enkelte virksomhed (Ole Sørensen, side 43). Ovenstående delkomponenter i ejernes afkastkrav vil blive analyseret i det følgende.

10.3.1.1. Den risikofrie rente

Den risikofrie rente udtrykker den rente, en investor kan forvente på en investering uden risiko. Teoretisk set kan den risikofrie rente være svær at estimere, idet det kræver, at man finder renten på en nul-

kuponobligation hvor der ingen konkurs- eller reinvesteringsrisiko er. Samtidig med at tidshorisonten skal matche hver af de pengestrømme, der skal tilbagediskonteres (Ole Sørensen, side 44).

Da den risikofrie rente er svær at estimere på baggrund af dette, benyttes en 10-årig statsobligation som grundlag for den risikofrie rente. I opgaven er der anvendt en dansk statsobligation med en pålydende rente på 1,5 % (nasdaqomxnordic.com; 1,5 % Danske Stat St. Lån 2023).

Den effektive rente på ovennævnte statsobligation er 1,51 % pr. 18. april 2014.

10.3.1.2. Beta

Der findes to typer af risiko i forbindelse med investering i en given virksomhed henholdsvis usystematisk risiko og systematisk risiko. Den usystematiske risiko er den risiko, der er specifik for det enkelte aktiv. Den usystematiske risiko rammer ikke hele markedet, men kun det specifikke aktiv, hvorfor denne risiko kan bortdiversificeres ved at sprede investeringen over flere aktiver. Den systematiske risiko kan derimod ikke bortdiversificeres, da det er den risiko, der rammer hele markedet og blandt andet kommer til udtryk i form af ændringer i konjunkturerne.

Beta udtrykker aktivets systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko og er samtidig måleenhed for, hvor volatil aktivet er i forhold til markedsporteføljen. Nedenstående viser fortolkningen af beta (Ole Sørensen, side 45).

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

Figur 10.1 Fortolkning af beta: Egen tilvirkning og Ole Sørensen

Beta vil i det følgende blive beregnet på baggrund af den historiske samvariation mellem afkastet på det underliggende aktiv og afkastet på aktiemarkedet. Beregningen af beta afhænger af de anvendte observationer, hvor der kan benyttes månedlige, ugentlige eller daglige observationer. Derudover afhænger beta af den valgte periode for beregningen. I beregningen af beta er der taget udgangspunkt i månedlige ultimo observationer fra den 31. januar 2005 til den 31. marts 2014.

Beta er beregnet ved at dividere kovariansen mellem NKT's aktie og en udvalgt markedsportefølje med variansen for en udvalgt markedsportefølje. Beta beregnes som følgende:

$$\beta = COV(NKT, \text{udvalgt markedsportefølje}) / VAR(\text{udvalgt markedsportefølje})$$

Spredningen mellem NKT og den udvalgte markedsportefølje kaldes kovariansen. Til brug for beregningen af kovariansen skal variansen findes. Kovariansen beregnes som følgende:

$$COV(X,Y) = 1/n \sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y}), \text{ hvor } \bar{x} \text{ er gennemsnittet af } x$$

Variansen udtrykker hvor meget afkastet på aktivet varierer i forhold til det afkast, der er forventeligt. En høj varians bevirker, at der er overvejende sandsynlighed for at få et afkast, der er meget anderledes end det forventede afkast. Hvorimod en lav varians udtrykker, at der er overvejende sandsynlighed for at få et afkast, der er tæt på det forventede afkast. Variansen beregnes som følgende:

$$VAR(X) = 1/n \sum (x_i - \bar{x})^2$$

Ved estimering af beta for NKT er der foretaget en beregning for MID CAP indekset, Large CAP indekset og MSCI World indekset (MXWO). Der er taget udgangspunkt i tre forskellige markedsporteføljer, for at undersøge hvor stor forskel, der vil være i resultatet og dermed estimeringen af beta. Beta er en vigtig faktor i udregningen af WACC, hvorfor resultatet af ovenstående er interessant i forhold til påvirkningen i udregningen af WACC.

De to forskellige markedsporteføljer er medtaget for at beregne beta ud fra de to indeks, hvor NKT henholdsvis er indplaceret på og tidligere har været indplaceret på samt verdens indekset (MXWO), der alt andet lige er et bedre benchmark for markedsporteføljen. Af samme årsag vil MXWO blive benyttet som markedsportefølje.

Beta: NKT-MID CAP:

Ved estimering af beta i forhold til MID CAP indeks er der beregnet en beta for NKT på 1,4494.

Beta: NKT-Large CAP:

Ved estimering af beta i forhold til Large CAP indeks er der beregnet en beta for NKT på 1,5308.

Beta: NKT-MXWO

Ved estimering af beta i forhold til MXWO indeks, er der beregnet en beta for NKT på 1,3456. Beregningen af beta er fordelt på 110 afkastobservationer i perioden fra 31. januar 2005 til 31. marts 2014.

En beta på 1,3456 udtrykker, at NKT har en høj risiko i forhold til markedsporteføljen. NKT er derfor mere risikobetonet end både MID CAP indeks og MXWO indeks.

10.3.1.3. Risikopræmien på markedet

Risikopræmien på markedet udtrykker den præmie, som investorerne kræver for at investere i aktier i stedet for obligationer. Risikopræmien på markedet er forholdet mellem afkastkravet til markedet og den risikofrie rente, som er beskrevet ovenfor og som i opgaven blev fastsat til 1,51 %.

Det kan som nævnt være vanskeligt at udregne risikopræmien på markedet, da det vil kræve, at der laves en beregning af en portefølje, hvor alle aktiver i markedet indgår og som er fratrasket den risikofrie rente. I opgaven er der valgt at tage udgangspunkt i en rapport udarbejdet af Nationalbanken, som har undersøgt risikopræmien på markedet fra 1970-2002. Resultatet af undersøgelsen viser en gennemsnitlig risikopræmie på markedet på 5,2 % (Nationalbanken.dk; risikopræmien på markedet).

I undersøgelsen redegøres der for, at der er stor forskel på risikopræmien på markedet alt efter hvilken periode man befinder sig i. Dette skyldes, at der i krisetider alt andet lige vil være et større krav til risikopræmien på markedet end under stabile markedsforhold. Det skyldes, at investor i krisetider hellere vil investere i sikre obligationer frem for risikofyldte aktiver. Der kan derfor argumenteres for, at der i kriseperioder bør tages højde for et krisetillæg, som skal tillægges den gennemsnitlige risikopræmie på markedet.

På baggrund af ovenstående og med det in mente, at der fortsat er en økonomisk krise, vurderes det, at en risikopræmie på 5,2 % er for lav. Der vil fortsat kræves et større afkastkrav ved investering i et risikofyldt aktiv end ved investering i et risikofrit aktiv.

Risikopræmien på markedet estimeres derfor til 6,2 %.

10.3.1.4. Beregning af afkastkravet til egenkapitalen

På baggrund af ovenstående estimering af den risikofrie rente, beta og risikopræmien på markedet kan afkastkravet til egenkapitalen beregnes som:

$$R_E = 0,0151 + 1,3456 * 0,062$$

$$R_E = 0,0985 \approx 9,85 \%$$

10.3.2. Afkastkravet til fremmedkapitalen

Afkastkravet til fremmedkapitalen angiver, hvor meget NKT skal betale for at långiverne stiller kapital til rådighed for virksomheden. Afkastkravet til fremmedkapitalen beregnes som følgende:

$$R_D = (R_f + R_s) * (1 - t)$$

Hvor,

R_f = Risikofrie rente

R_s = Selskabsspecifikke risikotillæg

$(1 - t)$ = Selskabsskatteprocenten

Til beregning af den risikofrie rente benyttes den allerede fundne risikofrie rente, som blev gennemgået i afsnit 10.3.1.1. Det selskabsspecifikke risikotillæg samt selskabsskatteprocenten vil blive gennemgået i det følgende.

10.3.1.3. Selskabsspecifikke risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg udtrykker, hvorvidt en virksomhed er mere risikofyldt at låne penge til, hvorfor virksomheden må betale et risikotillæg til långiver. Det selskabsspecifikke risikotillæg skal derfor ses i forhold til, om NKT er mere risikofyldt at investere i end markedet (skat.dk; selskabsspecifikt risikotillæg). Som beskrevet i afsnit 10.3.1.2 er NKT mere risikofyldt end markedet, hvorfor der er belæg for at medtage et selskabsspecifikt risikotillæg.

Normalt vil der anvendes såkaldte kreditratings, som er udarbejdet ud fra en generel vurdering af virksomheden og ofte er ratet af Moody's eller Standard and Poor's. Det har dog ikke været muligt at finde en specifik kreditvurdering af NKT, hvorfor antagelser baseret på tidligere analyse samt kreditrating udarbejdet af Christian V. Petersen og Thomas Plenborg benyttes til estimering af det selskabsspecifikke risikotillæg (Christian V. Petersen & Thomas Plenborg, side 291).

Det estimeres, at NKT har en kreditrating svarende til BBB, idet det vurderes, at NKT har en tilstrækkelig kapacitet til at overholde finansielle forpligtelser, men er mere udsat for ændringer i økonomien (Christian V. Petersen & Thomas Plenborg, side 278). Det fremgår af kreditratingen, at ved en rating på BBB vil risikotillægget ligge mellem 1,3 % og 4,7 %.

På baggrund af ovenstående samt tidligere udarbejdet analyse af NKT fastsættes risikotillægget til 3,2 %.

10.3.1.3. Selskabsskatteprocenten

Der tages udgangspunkt i den nuværende officielle selskabsskatteprocent på 25 %.

10.3.1.3. Beregning af afkastkravet til fremmedkapitalen

På baggrund af ovenstående estimering af den risikofrie rente, det selskabsspecifikke risikotillæg og selskabsskatteprocenten kan afkastkravet til fremmedkapitalen beregnes som:

$$R_D = (0,0151 + 0,032) * (1 - 0,25)$$

$$R_D = 0,0353 \approx 3,53 \%$$

10.3.3. Kapitalstrukturen

Til brug for beregningen af NKT's kapitalstruktur, skal vægten mellem egenkapitalen og fremmedkapitalen findes. Dette kan dog være vanskeligt, idet det forudsætter, at markedsværdien af virksomheden kendes, da det er formålet med værdiansættelsen at finde værdien. Kapitalstrukturen kan beregnes via en solverfunktion i Excel, men kan også beregnes ud fra et langsigtet skøn virksomhedens kapitalstruktur, kaldet target (Ole Sørensen, side 47). Som beskrevet er der flere måder, hvorpå man kan fastsætte kapitalstrukturen. I opgaven tages der udgangspunkt i target kapitalstruktur.

For at beregne kapitalstrukturen i NKT skal markedsværdien af egenkapitalen, markedsværdien af gælden samt den totale markedsværdi findes.

Markedsværdien af gælden er aflæst i den reformulerede balance til mDKK 2.661,89. Markedsværdien af egenkapitalen er fastsat ud fra aktiekursen pr. den 31. december 2013 på 267,6 DKK ganget med antallet af aktier pr. den 31. december 2013, som udgjorde 23.929.679 stk. Markedsværdien af egenkapitalen er herefter fastsat til mDKK 6.403, hvilket sammenlagt med markedsværdien af gælden giver en total markedsværdi af NKT på mDKK 9.064,89.

Herefter kan vægten af egenkapitalen og fremmedkapitalen fastsættes til henholdsvis 29,36 % og 70,64 %.

10.3.4. Estimering af WACC

Med afsæt i ovenstående beregning af afkastkravet til egenkapitalen, afkastkravet til fremmedkapitalen samt den fastsatte kapitalstruktur kan WACC beregnes.

WACC	
Antal aktier den 31. december 2013	23.929.679
Aktiekurs den 31. december 2013	267,60
Markedsværdien af egenkapitalen	6.403,58
Markedsværdien af gælden	2.661,89
Totale markedsværdi	9.065,47
Egenkapital andel	70,64%
Fremmedkapital andel	29,36%
Beta (β)	1,3456
Risikofri rente (r_f)	1,51%
Risikopræmie ($r_m - r_f$)	6,20%
Afkastkrav til egenkapitalen (r_e)	9,85%
Risikofrie rente (r_f)	1,51%
Selskabsspecifikke risikotillæg (r_s)	3,20%
Selskabsskatteprocent (t)	25,00%
Rente på fremmedkapital	3,53%
WACC	7,74%

Figur 10.2 Beregning af WACC: Egen tilvirkning

Figur 10.2 viser, at WACC er estimeret til 7,74 %. I det følgende vil den estimerede WACC bruges som diskonteringsrente som led i værdiansættelsen af NKT. WACC vil holdes konstant på 7,74 %, men vil indgå som en del af følsomhedsanalysen i afsnit 11, for at vurdere hvor stor indvirkning WACC har på værdien af NKT.

10.4. DCF og RIDO

Efter udarbejdelse af budgetteringen vedr. den fremtidige omsætning, overskudsgrad, aktivernes omsætningshastighed samt skattesatsen kan det fremtidige cash flow for NKT beregnes.

NKT (mio. DKK)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV-periode
Frie cash flow										
DO	319,24	462,35	748,84	1.049,48	1.190,45	1.320,30	1.234,16	1.191,64	1.151,75	1.174,79
Δ NDA	70,82	212,22	871,29	853,02	974,13	260,21	417,87	280,70	117,68	247,87
FCF	248,42	250,12	-122,45	196,47	216,32	1.060,08	816,29	910,94	1.034,07	926,92

Tabel 10.1 Beregning af det frie cash flow: Egen tilvirkning

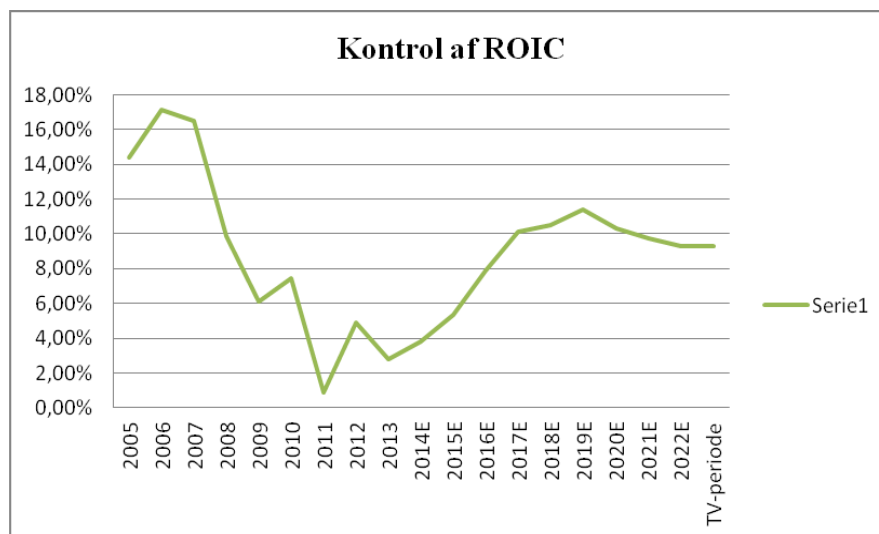
Som det fremgår af ovenstående tabel 10.1, vil NKT have et positivt frit cash flow i hele budgetperioden med undtagelse af 2016. Det negative frie cash flow skal ses som led i, at NKT fra 2016 vil have implementeret DRIVE, som først vurderes at være værdiskabende fra 2016 og frem mod 2020. I denne periode vil ændringen i NDA ligeledes være stigende, idet der er et naturligt behov for investeringer, når omsætningen stiger i virksomheden. Efter 2020 forventes det frie cash flow at være faldende som følge af faldende behov for investeringer i takt med en faldende omsætning.

Værdi af NKT - DCF	
PV af FCF for budgetperioden	2.835,90
PV af FCF for terminalperioden	8.260,47
Samlet værdi af aktiver for NKT	11.096,37

Tabel 10.2 Beregning af den samlede værdi af aktiverne i NKT: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabel 10.2, udgør det tilbagediskonterede frie cash flow i terminalperioden ca. 75 % af den samlede værdi af aktiverne i NKT. Dermed kan det konkluderes, at langt størstedelen af værdien bliver skabt i perioden hvor steady state er indtruffet. En terminalværdi der udgør 75 % må anses som værende fornuftig med baggrund i den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Endvidere vurderes det normalt, at terminalværdien udgør mellem 60 og 80 % af den samlede værdi (Christian V. Petersen & Thomas Plenborg, side 214).

For at kontrollere yderligere om ovenstående er repræsentativt, foretages en budgetkontrol af ROIC for at sammenligne denne med den historiske ROIC.



Figur 10.6 Kontrol af WACC: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående, er den historiske ROIC meget svingende. Ligeledes fremgår det, at den budgetterede ROIC ikke på noget tidspunkt overstiger eller går under niveauet for den historiske ROIC. Hvis ROIC havde været højere i budgetperioden end i analyseperioden, ville budgettet have været for optimistisk. Omvendt ville ROIC have været for pessimistisk, såfremt budgetperioden havde ligget under ROIC i analyseperioden (Christian V. Petersen & Thomas Plenborg, side 195).

ROIC forventes at blive mere stabil som følge af de positive tendenser, der er vurderet realistiske i budgetperioden på baggrund af den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. ROIC vurderes på baggrund af ovenstående at være realistiske set i forhold til den historiske konjunkturudvikling samt forventningerne til de fremtidige ændringer i konjunkturen.

10.4.1. Sammenfatning af DCF og RIDO

Efter den foretaget budgettering samt estimering af WACC kan NKT's værdi og dermed aktiekurs beregnes ved hjælp af DCF-modelle med RIDO-modellen som kontrol heraf.

Hele værdiansættelsen beregnet ud fra DCF-modellen og RIDO-modellen kan findes i bilag 3 og 4.

Som det fremgår af nedenstående figur 10.3, er den samlede værdi af aktiverne i NKT fundet ved at tilbagediskontere det frie cash flow (DCF) og residualoverskuddet (RIDO) med den estimerede WACC.

Værdi af NKT - DCF		Værdi af NKT - RIDO	
Antal aktier i NKT	23.929.679	Antal aktier i NKT	23.929.679
Egen beholdning	77.425	Egen beholdning	77.425
Aktier i markedet	23.852.254	Aktier i markedet	23.852.254
PV af FCF for budgetperioden	2.835,90	PV af RIDO for budgetperioden	837,44
PV af FCF for terminalperioden	8.260,47	PV af RIDO for terminalperioden	1.923,44
Samlet værdi af aktiver for NKT	11.096,37	NDA	8.335,49
		Samlet værdi af aktiver for NKT	11.096,37
MV af samlede gældsforpligtelser	2.661,89	MV af samlede gældsforpligtelser	2.661,89
Minoritetsinteresser	-6,60	Minoritetsinteresser	-6,60
Fair value	8.427,88	Fair value	8.427,88
Tidsjustering frem til 30. april 2014	1,025153986	Tidsjustering frem til 30. april 2014	1,025153986
Fair value efter tidsjustering	8.639,87	Fair value efter tidsjustering	8.639,87
Værdi pr. Aktie	362,22	Værdi pr. Aktie	362,22

Figur 10.7 Værdiansættelse af NKT: Egen tilvirkning

For at beregne NKT's aktiekurs bliver markedsværdien af gældsforpligtelserne (NFF) samt minoritetsinteresserne fratrasket den samlede værdi for NKT. Dette gøres for at finde fair value, som er udtryk for værdien til ejerne. I beregningen er der taget højde for tidsjustering, idet den første fair value er beregnet pr. 31. december 2013 og en sammenligning ønskes foretaget pr. 30. april 2014.

Som det fremgår af ovenstående er NKT's aktiekurs estimeret til DKK 362,22. Den beregnede aktiekurs anses som værende realistisk med baggrund i budgetteringen, der blev lavet med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

På baggrund af NKT's aktuelle markedskurs pr. 30. april 2014 på DKK 339 kan det dermed konkluderes, at NKT's aktie er undervurderet i forhold til den estimerede aktiekurs på DKK 362,22.

11. Følsomhedsanalyse

I det forrige afsnit blev aktiekursen i NKT fastsat til DKK 362,22 ved hjælp af DCF-modellen med RIDO-modellen som kontrol heraf. Som tidligere beskrevet er budgetteringen og dermed værdiansættelsen meget afhængige af de valg, der bliver foretaget på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

Det at budgettere er forbundet med en del usikkerheder, hvorfor følsomhedsanalysen vil blive udarbejdet og gennemgået i det følgende. Følsomhedsanalysen skal synliggøre hvor stor påvirkning, ændringer af de væsentligste drivere har på NKT.

De drivere der som udgangspunkt er forbundet med størst usikkerhed er WACC, væksten i overskudsgraden, væksten i omsætningen og væksten i terminalperioden. I nedenstående vil der derfor blive foretaget en følsomhedsanalyse på ændringer i ovenstående drivere. Herefter vurderes det, hvor følsom NKT's aktie er overfor ændringer i de bagvedliggende drivere.

For at synliggøre aktiekursens følsomhed overfor ændringer i terminalperioden og omsætningen er nedenstående figur udarbejdet. Følsomheden er målt ved et spænd i terminalperioden mellem 1% og 3% med udgangspunkt i den estimerede terminalperiode på 2%. I omsætningen er der brugt et spænd på mellem -2% og 2 % af den estimerede omsætning i opgaven.

Δ Terminalperiode	Δ Omsætning					
		-2,00%	-1,00%	0,00%	+1,00%	+2,00%
	1,00%	326,2	335,84	346,2	357,38	369,31
	1,50%	332,39	342,6	353,57	365,42	378,07
	2,00%	339,65	350,53	362,22	374,86	388,36
	2,50%	348,29	359,97	372,53	386,11	400,61
	3,00%	358,77	371,41	385,02	399,73	415,45

Tabel 11.1 Følsomhedsanalyse Terminalperiode/omsætning: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel, vil den højeste aktiekurs på DKK 415,45 fremkomme ved en terminalperiode på 3 % og en yderligere vækst i omsætningen på 2 %-point. Den laveste aktiekurs på DKK 326, 20 vil fremkomme ved en terminalperiode på 1 % og en reduktion i den oprindelige omsætningsvækst på 2 %-point. Den lavere aktiekurs skyldes en reduktion i både budgetperioden og terminalperioden.

En af de faktorer der påvirker aktiekursen negativt, er det faktum, at AOH ikke ændres i følsomhedsanalysen. En forudsætning for at kunne skabe vækst i omsætningen er, at der foretages investeringer. Alternativt skal AOH forbedres. Da AOH ikke påvirkes i ovenstående følsomhedsanalyse bevirker det, at netto driftsaktiverne falder væsentligt, som udover faldet i omsætningen medfører et lavere frit cash flow.

Ovenstående følsomhedsanalyse viser, at aktiekursen især er følsom overfor ændringer i terminalperioden og derimod kun begrænset påvirket af ændringer i omsætningsvæksten. Dette skyldes, at størstedelen af det frie cash flow bliver skabt i terminalperioden, hvorfor ændringer i denne periode vægter mere end ved ændringer i den eksplicitte budgetperiode.

For at synliggøre aktiekursens følsomhed overfor ændringer i WACC og overskudsgraden, er nedenstående figur udarbejdet. Følsomheden er målt ved et spænd i WACC'en på mellem 6,74 % og 8,74 % med udgangspunkt i den estimerede WACC på 7,74 %. I overskudsgraden er der brugt et spænd på mellem -2 % og 2 %, af den estimerede overskudsgrad i opgaven, for at vurdere følsomheden.

Δ WACC	Δ Overskudsgrad					
		-2,00%	-1,00%	0,00	+1,00%	+2,00%
	6,74%	218,64	346,99	477,87	608,75	739,63
	7,24%	179,09	294,79	412,98	531,17	649,36
	7,74%	146,56	251,84	362,22	467,27	574,99
	8,24%	119,36	215,89	314,82	413,75	512,68
	8,74%	96,3	185,4	276,86	368,31	459,76

Tabel 11.2 Følsomhedsanalyse WACC/overskudsgrad: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel, vil den højeste aktiekurs på DKK 739,63 fremkomme ved en WACC på 6,74 % og en yderligere vækst i overskudsgraden på 2 % -point. Den laveste aktiekurs på DKK 96,30 vil fremkomme ved en WACC på 8,74 % og en reduktion i den oprindelige overskudsgrad på 2 % -point.

Ovenstående figur viser en følsomhed overfor ændringer i WACC og især en følsomhed overfor ændringer i overskudsgraden. Endvidere viser ovenstående, at følsomheden er større ved en lav WACC end ved en høj WACC. Det skyldes, at ROIC i dette tilfælde vil være højere end WACC. Dermed bliver det afkast der skabes til virksomheden større end de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

Den anden årsag til ændringen i værdien skyldes ændringen i overskudsgraden. Det kan blandt andet ses ved at et fald i overskudsgraden på 1 % -point og en uændret WACC, vil bevirke at aktiekursen falder til DKK 251,84. Årsagen til faldet skal ses i et faldende frit cash flow. For at opveje faldet i overskudsgraden skal AOH forbedres for at kunne forbedre overskuddet fra driften.

Af de to udarbejdede følsomhedsanalyser kan det konkluderes, at NKT's aktiekurs er meget følsom overfor ændringer i WACC samt de underliggende drivere. Dermed skal værdiansættelsesmodellerne anvendes med forsigtighed.

12. Konklusion

Formålet med afgangsprojektet er at værdiansætte NKT, og vurdere hvorvidt aktiekursen er fair prissat. Vurderingen heraf blev foretaget igennem en strategisk analyse, regnskabsanalyse samt værdiansættelse af NKT.

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen blev brugt som grundlag for udarbejdelse af budgetteringen. Med afsæt i budgetteringen blev der igennem DCF-modellen foretaget en værdiansættelse af NKT, hvor RIDO-modellen blev brugt til at kontrollere værdien. Afslutningsvist blev der foretaget en følsomhedsanalyse af de underliggende drivere for at vurdere, hvor følsom NKT's aktiekurs er overfor ændringer heri.

Den strategiske analyse blev foretaget for at se på hvilke samfundsspecifikke -, branchespecifikke – og virksomhedsspecifikke forhold, der forventes at påvirke NKT's fremtidige vækstmuligheder. De samfundsspecifikke forhold blev analyseret igennem PEST-modellen. Herigennem blev det vurderet, at alle tre forretningsområder er meget påvirket af ændringer i konjunkturerne samt politiske tiltag.

De branchespecifikke forhold blev analyseret igennem Porters Five Forces, som vurderede at alle tre brancher, som NKT opererer indenfor er præget af meget konkurrence. Det er især kabelbranchen, der er præget af mange konkurrenter og prispress fra kunderne, som bevirker at branchen har en høj konkurrenceintensitet.

De virksomhedsspecifikke forhold blev analyseret igennem en intern analyse af NKT's ressourcer samt den nuværende produktsammensætning i de tre forretningsområder. Ved analyse af NKT's ressourcer viste det sig, at koncernens primære kompetencer består af deres know how, som NKT besidder igennem deres kvalificerede medarbejdere, deres teknologiske kompetencer samt store portefølje af patenter. Derudover har NKT en bred sammensætning af produkter, idet de både opererer indenfor kabelbranchen, rengøringsbranchen og branchen for optisk fiberlasere. Den samlede produktsammensætning bevirker, at NKT kan skabe stabile cash flows i Nilfisk Advance, som kan bruges til at videreudvikle Photonics Group. NKT Cables er derimod mere ustabil, idet de er afhængige af afsætning af kabler til energisektoren. Overordnet set må det vurderes, at NKT besidder nogle stærke ressourcer samt en bred portefølje af produkter, som er medvirkende til at skabe værdi for koncernen.

Regnskabsanalysens herunder rentabilitetsanalysen blev foretaget for at finde de finansielle værdidrivere, der historisk har været med til at påvirke NKT positivt og negativt. Det kunne konstateres, at den anvendte regnskabspraksis for analyseperioden 2005 til 2013 gjorde regnskaberne anvendelige for videre analysebrug. De reformulerede regnskaber blev herefter brugt til at analysere rentabiliteten med udgangspunkt i den udvidede DuPont model. Analyse af rentabiliteten konkluderede, at NKT har forringet deres ROE i

analyseperioden, som følge af den negative udvikling i ROIC og det faktum, at NKT har tabt flere penge på finansieringsdelen.

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen dannede herefter grundlag for budgetteringen af NKT's værdidrivere. Det blev vurderet, at NKT i de kommende år vil opleve vækst i omsætningen og på sigt forbedre deres overskudsgrad.

Efter budgetteringen blev værdiansættelsen af NKT foretaget på baggrund af DCF-modellen med RIDO-modellen som kontrol af værdien. Der blev ligeledes foretaget en kontrol af ROIC for at kontrollere værdiansættelsens input.

Med afsæt i ovenstående værdiansættelse blev der foretaget en følsomhedsanalyse af de underliggende værdidrivere. Af følsomhedsanalysen kunne det konkluderes, at værdiansættelsesmodellerne er meget følsomme overfor ændringer i de underliggende værdidrivere, hvor WACC og overskudsgraden var de drivere, der var mest følsomme overfor ændringer.

Værdien af NKT's aktie pr. den 30. april 2014 blev estimeret til DKK 362,22, hvor den officielle aktiekurs var DKK 339. På baggrund af værdiansættelsen kan det dermed konkluderes, at NKT's aktie er undervurderet pr. den 30. april 2014.

Litteraturliste

Litteratur

Ole Sørensen (2012); *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"*, 4. udgave, 1. oplag, Gjøellerup, ISBN 978-87-13-05034-5.

Christian V. Petersen & Thomas Plenborg (2012); *"Financial Statement Analysis – Valuation, Credit analyses and Executive compensation"*, 1. udgave, Prentice Hall, ISBN 978-0-273-75235-6.

Avisartikler hentet på infomedia

Ritzau.dk; "klimaminister jubler: Grøn energi går frem", af Ritzaus Bureau, udgivet den 24. september 2012, artikel-id: e36a5b96.

Internetartikler

Borsen.dk; "COP18: Kyoto-aftalen er forlænget til 2020", hentet den 26. februar 2014:

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

Business.dk; "BRIK-landene – høj vækst, men langt væk", hentet den 27. februar 2014:

<http://www.business.dk/industri/brik-landene-hoej-vaekst-men-langt-vaek>

Business.dk; "afmatning i vækstlandene – en trussel mod opsvinget", hentet den 27. februar 2014:

<http://www.business.dk/global/afmatning-i-vaekstlandene-en-trussel-mod-opsvinget>

Danskeenergi.net; "Krim-konflikt kan føre til ny energikurs i Europa", hentet den 17. marts 2014:

http://www.danskeenergi.net/Aktuelt/Arkiv/2014/Marts/14_03_05C.aspx

Dongenergy.dk; "Udviklingen af fremtidens elnet – Smart Grid", hentet den 18. marts 2014:

<http://www.dongenergy.com/da/innovation/developing/pages/default.aspx>

Dr.dk; "USA: Enighed om budgetaftale", hentet den 27. februar 2014:

<http://www.dr.dk/Nyheder/Udland/2013/01/01/0101064903.htm>

Dr.dk; "Skib skal hjælpe i jagt på olie", hentet den 18. marts 2014:

<http://www.dr.dk/Nyheder/Regionale/Esbjerg/2013/12/13/130607.htm>

Eu-oplysningen.dk; "EU's energiforbrug", hentet den 26. februar 2014:

<http://www.eu-oplysningen.dk/emner/energiklima/VE/>

Eu-oplysningen.dk; ”Vækst i BNP”, hentet den 22. april 2014:

http://www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/

Europa.eu; ”minimumssikkerhedskrav for tunneler i det transeuropæiske vejnet”, hentet den 27. februar 2014:

http://europa.eu/legislation_summaries/transport/road_transport/124146_da.htm

Europatrenul.com; ”Når færre skal forsørge flere”, hentet den 17. marts 2014:

<http://europatrenul.com/nar-faerre-skal-fors%C3%B8rge-flere/>

Hofor.dk; ”havvindmøller”, hentet den 26. februar 2014:

<https://www.hofor.dk/vind/placering-af-vindmollerne/kystnaere-havvindmoller/>

Information.dk; ”ro om USA’s budgetter til 2015”, hentet den 27. februar 2014:

<http://www.information.dk/481781>

Ing.dk; ”Europas elnet skal opgraderes for milliarder”, hentet den 26. februar 2014:

<http://ing.dk/artikel/europas-elnet-skal-opgraderes-milliarder-108816>

Ing.dk; ”undersøisk radar skal vride mere olie ud af undergrunden”, hentet den 18. marts 2014:

<http://ing.dk/artikel/undersoisk-radar-skal-vride-mere-olie-ud-af-undergrunden-126014>

Innovationx.dk; ”Kina – vejen mod urbanisering”, hentet den 17. marts 2014:

http://www.innovationx.dk/digitalAssets/53/53392_v--kstmarkeder---kina-v.-jesper-bech-andersen.pdf

Mm.dk; ”Vækstlande har appetit på grøn omstilling”, hentet den 18. marts 2014:

<https://www.mm.dk/vaekstlande-appetit-groen-omstilling>

Mst.dk ”Tips om rengøringsmidler”, hentet den 18. marts 2014:

<http://mst.dk/groenne-tips/hjemmet/rengoeringsmidler/>

Mst.dk; ”økonomiske konsekvenser af blybekendtgørelsen”, hentet den 21. marts 2014:

<http://www2.mst.dk/common/Udgivramme/Frame.asp?http://www2.mst.dk/Udgiv/publikationer/2002/87-7972-059-5/html/samfat.htm>

Nasdaqomxnordic.com; ”1,5 % Danske Stat St. Lån 2023”, hentet den 18. april 2014:

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE1:5ST.L.23_GB

Nationalbanken.dk; ”EU-lande udenfor euroen”, hentet den 27. februar 2014:

http://www.nationalbanken.dk/DNDK/euro.nsf/side/EU-lande_uden_for_euroe!OpenDocument

Nationalbanken.dk; ”risikopræmien på markedet”, hentet den 19. april 2014:

[https://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/\(sysPrintViewDefault\)/5DA626FA426C91C6C1256E66005E3E0B/\\$file/2003_KVO1_ris73.pdf](https://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/(sysPrintViewDefault)/5DA626FA426C91C6C1256E66005E3E0B/$file/2003_KVO1_ris73.pdf)

Nkt.dk; ”About NKT”, hentet den 24. februar 2014:

<http://www.nkt.dk/about-nkt/nkt-at-a-glance/history.aspx>

Nkt.dk; ”business units”, hentet den 24. februar 2014:

<http://www.nkt.dk/?business-unit=1373§ion=1376>

nkt.dk; ”strategy”, hentet den 25. februar 2014:

<http://www.nkt.dk/about-nkt/nkt-at-a-glance/strategy.aspx>

nkt.dk; ”Nilfisk Advanced & Photonics Groups vision and strategy”, hentet d. 25. februar 2014:

<http://www.nkt.dk/?business-unit=1374§ion=1377>

Nkt.dk; ”peers”, hentet d. 26. april 2014:

<http://www.nkt.dk/investors/nkt-shares/peers.aspx>

nktcables.com; ”vision”, hentet den 25. februar 2014:

<http://www.nktcables.com/dk/about-us/profile/vision/>

nktcables.com; ”strategy”, hentet den 25. februar 2014:

http://www.nktcables.com/dk/about-us/profile/strategy/strategy-2011_2015-status/

nktcables.com; ”Nyt logistikcenter til søkabler nu åbent”, hentet den 26. februar 2014:

<http://www.nktcables.com/dk/news/2013/6/rotterdam/>

Nktcables.dk; ”NKT Cables fejrer åbning af ny high-tech kabelfabrik”, hentet den 2. april 2014:

<http://www.nktcables.com/dk/news/2010/10/f2c/>

Nktcables.com; ”kabler med lav brandfare”, hentet den 19. marts 2014:

<http://www.nktcables.com/dk/solutions/construction/halogenfree-cables/>

Politiken.dk; ”Danske NKT får millionbøde for ulovligt kartel”, hentet den 5. april 2014:

<http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2252410/danske-nkt-faar-millionboede-for-ulovligt-kartel/>

Samfundsansvar.dk; ”NKT”, hentet den 5. april 2014:

<http://samfundsansvar.dk/nkt>

Skat.dk; ”selskabsspecifikt risikotillæg”, hentet den 19. april 2014:

http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813209&vId=208529#SKAT.aspx?oId=1813223&chk=208529&_suid=139790506582104694417518588323

Statistikbanken.dk; ”gennemsnitlig årlig inflation”, hentet den 24. april 2014:

<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveelections.asp>

kpmg.dk; ”Skattenyt”, hentet den 19. april 2014:

<https://www.kpmg.com/DK/da/nyheder-og-indsigt/nyheder/tax/Documents/Vaekstplan-lovforslag-vedtaget.pdf>

Statistikbanken.dk; ”den samlede eksport”, hentet den 27. februar 2014:

<http://www.statistikbanken.dk/UHV7>

Teknologiudvikling.dk; ”Energi, miljø og klima”, hentet den 27. februar 2014:

<http://www.teknologiudvikling.dk/energi-milj%C3%B8-og-klima>

Udviklingstal.um.dk; ”el-forbrug”, hentet den 17. marts 2014:

<http://udviklingstal.um.dk/da/tematiske-indgange/klima-og-miljoe/data-for-landegrupper-og-udvalgte-lande/el-forbrug/>

Ugebreveta4.dk; ”Grøn energi indenfor rækkevidde i Europa”, hentet den 26. februar:

http://www.ugebreveta4.dk/groen-energi-inden-for-raekkevidde-i-europa_19169.aspx

Um.dk; ”vækstmarkedsstrategi – Kina”, hentet den 26. februar 2014:

http://um.dk/da/~/_/media/UM/Danish-site/Documents/Eksporttraadet/Markeder/BRIK/100718_UM_Kina_6.ashx

Windpower.org; ”kystnære havmølleparker”, hentet den 26. februar 2014:

http://www.windpower.org/da/energipolitik_og_planlaegning/offshore/kystnaere_havmoelleparker.html

Årsrapporter

NKT Holding A/S

Årsrapport 2005

Årsrapport 2006

Årsrapport 2007

Årsrapport 2008

Årsrapport 2009

Årsrapport 2010

Årsrapport 2011

Årsrapport 2012

Årsrapport 2013

Bilag

Bilag 1: NKT – Reformuleret resultatopgørelse

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Reformulering								
Nettoomsætning	8.750,10	10.815,00	13.524,70	13.827,50	11.687,30	14.451,10	15.603,70	15.253,10	15.809,20
Vareforbrug	-4.760,70	-6.323,80	-8.390,50	-8.579,00	-6.922,60	-9.216,60	-10.039,90	-9.439,20	-9.728,90
Bruttofortjeneste	3.989,40	4.491,20	5.134,20	5.248,50	4.764,70	5.234,50	5.563,80	5.813,90	6.080,30
Personaleomkostninger	-2.012,30	-2.065,60	-2.309,50	-2.517,80	-2.353,20	-2.533,70	-2.662,50	-2.743,20	-2.870,10
Andre eksterne omkostninger	-1.405,40	-1.675,50	-1.705,50	-1.830,00	-1.840,30	-1.963,30	-2.124,90	-2.118,30	-2.239,90
Driftsoverskud før skat og afskrivninger (EBITDA)	571,70	750,10	1.119,20	900,70	571,20	737,50	776,40	952,40	970,30
Af- og nedskrivninger	-227,70	-204,60	-300,60	-399,50	-367,40	-419,50	-558,40	-536,20	-594,50
Driftsoverskud af primær drift før skat (EBIT)	344,00	545,50	818,60	501,20	203,80	318,00	218,00	416,20	375,80
Skat af primær drift	-80,29	-19,06	-161,20	-232,14	-64,18	-93,41	-62,62	-126,36	-107,29
Driftsoverskud af primær drift efter skat (DO) EAT	263,71	526,44	657,40	269,06	139,62	224,59	155,38	289,84	268,51
Andet driftsoverskud	126,30	209,60	184,20	87,40	63,90	52,50	49,20	42,50	116,80
Anden totalindkomst (dirty surplus)	143,10	-100,80	-124,90	17,20	47,20	200,70	-130,10	87,50	-139,30
Skat af anden drift	-28,25	-6,57	-31,31	-27,75	-11,66	-11,48	-13,71	-12,48	-32,00
Andel i associerede virksomheders resultat før skat	15,00	62,60	129,90	229,90	147,90	109,20	18,90	14,00	15,80
Driftsoverskud efter skat (NOPAT)	519,86	691,27	815,29	575,81	386,96	575,51	79,67	421,36	229,81
Finansielle indtægter	79,60	79,50	95,70	152,10	134,90	259,40	366,70	351,90	212,00
Finansielle omkostninger	-101,70	-128,30	-240,50	-378,20	-259,50	-393,80	-646,70	-547,80	-372,20
Netto finansielle omkostninger	-22,10	-48,80	-144,80	-226,10	-124,60	-134,40	-280,00	-195,90	-160,20
Skatteeffekt/skatteskjold	4,94	1,53	24,61	71,79	22,74	29,39	78,03	57,54	43,89
Netto finansielle omkostninger efter skat (NFO) NFEAT	-17,16	-47,27	-120,19	-154,31	-101,86	-105,01	-201,97	-138,36	-116,31
Regulering af goodwill ved forøgelse af skatteaktiver	0,00	-141,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat af ophørte aktiviteter	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	119,10	1.409,70	0,00
Totalindkomst for koncernen	503,70	502,50	695,10	421,50	285,10	470,50	-3,20	1.692,70	113,50
Minoritetsinteresser	8,10	24,50	17,50	-2,50	-1,30	5,20	0,90	1,70	-0,50
Totalindkomst for aktionærerne	495,60	478,00	677,60	424,00	286,40	465,30	-4,10	1.691,00	114,00

Bilag 2 NKT – Reformuleret balance

NKT (mio. DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Reformulering									
Samlede aktiver	6.176,80	7.349,90	9.099,20	9.935,00	10.123,70	12.555,70	13.438,90	12.935,80	12.995,40
Immaterielle Aktiver	1.010,70	858,20	1.387,40	1.585,20	1.620,60	1.767,10	1.987,50	2.008,30	2.000,90
Materielle Aktiver	805,10	770,70	1.508,50	2.009,00	2.667,30	3.224,90	3.260,50	3.252,00	3.137,80
Kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures	95,10	166,90	260,20	481,00	627,70	672,10	836,20	133,70	120,40
Udskudt skat	274,10	360,40	247,30	205,30	219,80	264,60	392,80	601,30	607,50
Udskudt skat	-6,80	-6,90	-94,80	-122,80	-154,40	-178,10	-212,70	-274,40	-345,80
Hensatte forpligtelser	-24,00	-21,60	-92,90	-90,90	-112,00	-112,50	-99,40	-86,80	-69,50
Anlægs kapital	2.154,20	2.127,70	3.215,70	4.066,80	4.869,00	5.638,10	6.164,90	5.634,10	5.451,30
Varebeholdninger	1.624,00	1.893,70	2.286,80	2.228,10	2.195,00	2.839,50	2.889,20	2.743,90	2.657,50
Tilgodehavender	1.902,10	2.188,70	2.508,10	2.467,10	2.464,70	3.471,80	3.731,70	3.780,70	4.039,80
Selskabsskat	25,70	16,60	39,60	59,60	38,30	33,20	28,90	8,70	14,50
Tilgodehavende fra salg af ejendom	0,00	0,00	271,90	271,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Likvide beholdninger	87,50	108,15	135,25	138,28	116,87	144,51	156,04	152,53	158,09
Leverandørgæld og andre forpligtelser	-1.660,90	-1.973,70	-2.613,60	-2.998,40	-2.755,60	-3.254,80	-3.803,10	-3.961,70	-3.788,90
Selskabsskat	-43,40	-13,50	-48,00	-108,90	-75,00	-36,60	-46,60	-67,20	-19,20
Hensatte forpligtelser	-222,80	-139,90	-132,20	-138,90	-129,90	-159,50	-153,60	-141,60	-177,60
Arbejdskapital	1.712,20	2.080,05	2.447,85	1.918,78	1.854,37	3.038,11	2.802,54	2.515,33	2.884,19
Nettodriftsaktiver (Investeret kapital/NDA) IC	3.866,40	4.207,75	5.663,55	5.985,58	6.723,37	8.676,21	8.967,44	8.149,43	8.335,49
Aktionærer i NKT Holding A/S' andel af egenkapitalen	2.671,70	2.786,70	3.246,10	3.427,20	3.718,80	4.105,40	4.059,60	5.729,90	5.667,00
Minoritetsinteresser	63,10	18,90	36,40	37,50	21,00	7,00	6,70	7,10	6,60
Egenkapital I alt	2.734,80	2.805,60	3.282,50	3.464,70	3.739,80	4.112,40	4.066,30	5.737,00	5.673,60
Pensioner og lignende forpligtelser	284,00	288,30	286,60	280,10	284,70	292,80	296,50	299,80	342,30
Kreditinstitutter	981,90	1.476,80	1.343,10	1.315,00	1.946,60	3.452,00	3.557,50	544,10	2.098,30
Kreditinstitutter	218,20	623,60	1.205,50	1.415,30	925,70	957,00	1.203,20	1.823,20	480,20
Andre investeringer og tilgodehavender	-25,70	-28,90	-32,30	-41,20	-36,40	-35,10	-41,10	-43,90	-41,10
Andre investeringer	-135,40	-49,30	-18,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Likvide beholdninger	-191,40	-908,35	-403,45	-448,33	-137,03	-102,89	-114,96	-210,77	-217,81
Nettofinansielle forpligtelser (NFF) NIBD	1.131,60	1.402,15	2.381,05	2.520,88	2.983,57	4.563,81	4.901,14	2.412,43	2.661,89
Samlet finansiering	3.866,40	4.207,75	5.663,55	5.985,58	6.723,37	8.676,21	8.967,44	8.149,43	8.335,49

Bilag 3: Værdiansættelse – DCF-modellen

NKT (mio. DKK)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminalperiode
Frie cash flow (FCF)										
DO	319,24	462,35	748,84	1.049,48	1.190,45	1.320,30	1.234,16	1.191,64	1.151,75	1.174,79
Δ NDA	70,82	212,22	871,29	853,02	974,13	260,21	417,87	280,70	117,68	247,87
FCF	248,42	250,12	-122,45	196,47	216,32	1.060,08	816,29	910,94	1.034,07	926,92
Terminalværdi										16.155,14
WACC	7,74%									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Diskonteringsfaktor	0,928181	0,861520	0,799647	0,742217	0,688911	0,639435	0,593511	0,550886	0,511322	0,511322
Nutidsværdi af FCF	230,58	215,49	-97,92	145,82	149,02	677,85	484,48	501,82	528,74	8.260,47

Værdi af NKT - DCF	
Antal aktier i NKT	23.929.679
Egen beholdning	77.425
Aktier i markedet	23.852.254
PV af FCF for budgetperioden	2.835,90
PV af FCF for terminalperioden	8.260,47
Samlet værdi af aktiver for NKT	11.096,37
MV af samlede gældsforpligtelser	2.661,89
Minoritetsinteresser	-6,60
Fair value	8.427,88
Tidsjustering frem til 30. april 2014	1.025153986
Fair value efter tidsjustering	8.639,87
Værdi pr. Aktie	362,22

Bilag 4: Værdiansættelse – RIDO-modellen

NKT (mio. DKK)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminalperiode
RIDO										
DO	319,24	462,35	748,84	1.049,48	1.190,45	1.320,30	1.234,16	1.191,64	1.151,75	1.174,79
WACC * NDA(t-1)	644,97	650,45	666,87	734,28	800,29	875,66	895,80	928,13	949,85	958,96
RIDO	-325,72	-188,10	81,97	315,20	390,16	444,63	338,37	263,51	201,90	215,83
Terminalværdi										3.761,71
WACC	7,74%									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Diskonteringsfaktor	0,928181	0,861520	0,799647	0,742217	0,688911	0,639435	0,593511	0,550886	0,511322	0,511322
PV af RIDO	-302,33	-162,05	65,55	233,95	268,79	284,31	200,82	145,16	103,24	1.923,44

Værdi af NKT - RIDO	
Antal aktier i NKT	23.929.679
Egen beholdning	77.425
Aktier i markedet	23.852.254
PV af RIDO for budgetperioden	837,44
PV af RIDO for terminalperioden	1.923,44
NDA	8.335,49
Samlet værdi af aktiver for NKT	11.096,37
MV af samlede gældsforpligtelser	2.661,89
Minoritetsinteresser	-6,60
Fair value	8.427,88
Tidsjustering frem til 30. april 2014	1,025153986
Fair value efter tidsjustering	8.639,87
Værdi pr. Aktie	362,22