

CBS HD FINANSIERING
AFGANGSPROJEKT

Værdiansættelse af Per Aarsleff A/S



Forfatter: Michael Hubert Jensen

Vejleder: Jakob Kær Nielsen

Anslag/sider: 119.405/78

Dato: 9. maj 2016

Indholdsfortegnelse

Forfattererklæring	2
1 Indledning	3
1.1 Problemfelt	4
1.2 Problemformulering	4
1.3 Undersøgelsesspørgsmål	4
2 Teori og metode	5
2.1 Målgruppe	5
2.2 Data	5
2.3 Teorier	6
2.4 Metode	12
2.5 Afgrænsning	15
2.6 Definitioner	15
3 Beskrivelse af Per Aarsleff A/S	17
4 Strategisk analyse	20
4.1 PESTEL	20
4.2 Porters Five Forces	32
4.3 Porters generiske strategier	36
4.4 Ressourcer og kompetencer	38
4.5 Ansoffs vækstmatrice	44
4.6 SWOT	47
4.7 Delkonklusion på strategisk analyse	49
5 Regnskabsanalyse	51
5.1 Regnskabskvalitet	51
5.2 Reformulering	51
5.3 Common-size- og Trend-analyser	53
5.4 Nøgletal	54
5.5 Sammenligning med MT Højgaard	58
5.6 Delkonklusion regnskabsanalyse	60
6 Værdiansættelse	61
6.1 Kapitalomkostning	61
6.2 Budgettering	64
6.3 Værdiansættelse	67
6.4 Følsomhedsanalyse	68
7 Konklusion	73
8 Perspektivering	74
9 Litteraturliste	75
10 Bilag	75

Forfattererklæring

1 Indledning

Vi ser dem alle steder. Mænd i neonfarvet arbejdstøj med deres store maskiner. Vi ser dem, når vi kører gennem København. Vi ser dem, når vi kører på omfartsvejene, og vi ser dem, når vi kører på motorvejene. Der bliver bygget alle steder - over jorden og under jorden. Der bliver bygget ejendomme, metrolinjer, jernbanespor, veje og kloaker. Det virker som om den nedgang i byggeriet, som opstod da finanskrisen rasede i slutningen af 00'erne, for længst er glemt. Men er den nu også det, og hvordan ser situationen ud, hvis man tager et kig ind i entreprenørbranchen?

Entreprenørbranchen i Danmark er kendetegnet ved en lille håndfuld meget store entreprenører med en omsætning på over 2 mia. om året. Derudover en større gruppe mellemstore entreprenører og til sidst et utal af mindre entreprenører og håndværksmestre.

I 2013 gik Pihl og Søn konkurs. Byggeriet af bl.a. Nørreport station og inderhavnsbroen på Christianshavn gik i stå. Pihl og Søn var en af de største danske entreprenører, og det gav chokbølger igennem hele branchen. Pihl og søn havde i flere år kæmpet med negative resultater – dette på trods af en stigende omsætning.

MT Højgaard, en anden af de store danske entreprenører, kæmpede i årene op til Pihl og Søns konkurs med lignende problemer. En øget omsætning og negative resultater. Firmaet har siden 2013 været igennem en større omstrukturering, hvor man har forsøgt at skære de usunde dele af forretningen fra.

Der tegner sig et billede af, at to af de største danske entreprenører i årene efter finanskrisens rasen, formåede at øge omsætningen – med negative resultater til følge. Dette vækker min nysgerrighed for at kigge på den tredje store danske entreprenør Per Aarsleff, som i øvrigt overtog færdiggørelsen af Nørreport station efter Pihl og Søns konkurs.

Per Aarsleff har som de to øvrige entreprenører øget omsætningen i årene efter finanskrisen. Til forskel fra de to andre har dette dog umiddelbart resulteret i en øget positiv indtjening. Dette være sig både før og efter Pihl og Søn gik konkurs. Efter denne konkurs har indtil flere store internationale aktører etableret sig i Danmark, men dette virker heller ikke til at have påvirket den positive udvikling i Per Aarsleff. Den positive udvikling for Per Aarsleff har naturligvis også givet udslag i aktiekursen. Aktiekursen er over de sidste 6 år mere end firedoblet.

Ud af de tre største danske entreprenører, er Pihl og Søn gået konkurs, MT Højgaard kæmper med at gennemføre en omstrukturering og Per Aarsleff ser ud til at være den eneste, der har øget selskabets og dermed aktionærernes værdi.

1.1 Problemfelt

Der er nem adgang til at følge aktiekursen på Per Aarsleff A/S og ligeledes er årsregnskaberne offentligt tilgængelige, som de nu skal være for selskaber med begrænset ansvar. Hvad ligger der bag disse tal? Hvorfor har Per Aarsleff A/S umiddelbart klaret sig godt i årene efter finanskrisen? Og hvorfor har Per Aarsleff umiddelbart klaret sig bedre end de nærmeste konkurrenter i branchen, som umiddelbart er sammenlignelige med Per Aarsleff, og som opererer inden for samme branche?

For at finde en forklaring på ovenstående, funderet i anerkendt teori og empiri, vil jeg i denne opgave gennemføre en strategisk analyse, og en regnskabsanalyse af Per Aarsleff A/S. Disse analyser vil ligge til grund for en teoretisk værdiansættelse af Per Aarsleff A/S.

1.2 Problemformulering

For at finde svar på ovenstående har jeg formuleret følgende problemformulering:

- *Hvad er den beregnede værdi af Per Aarsleff A/S, og er markedsprisen over- eller undervurderet i forhold til denne? Hvorfor har Per Aarsleff A/S umiddelbart klaret sig bedre efter finanskrisen end sin nærmeste konkurrent, og hvordan vil virksomheden klare sig fremadrettet?*

1.3 Undersøgelsesspørgsmål

Til at hjælpe med at svare på ovenstående problemformulering har jeg udarbejdet følgende undersøgelsesspørgsmål.

- *Hvilke samfundsmæssige forhold vurderes at have størst betydning for Aarsleffs værdiskabelse, og kan der identificeres forhold som har været specielt gunstige for virksomheden? Hvilke muligheder og risici vurderes at få størst betydning for Aarsleff i fremtiden?*
- *Hvilken konkurrencesituation befinder Aarsleff sig i, og hvad har det betydet for værdiskabelsen? Hvilken konkurrencesituation forventes i fremtiden?*
- *Hvilken generisk strategi følger Aarsleff, og vil den valgte strategi føre til øget vækst i omsætning og indtjening i fremtiden?*
- *Hvilke ressourcer og kompetencer skaber værdi for Aarsleff, og hvordan er Aarsleff rustet til fremtiden med de nuværende ressourcer og kompetencer?*

- *Hvordan skaber Aarsleff vækst i dag, og hvordan er udsigterne til vækst i fremtiden?*
- *Hvilke styrker, svagheder, muligheder og trusler vil påvirke værdiskabelsen i Aarsleff i fremtiden, og hvilke faktorer vil have den største betydning?*
- *På basis af de udarbejdede reformuleringer af Aarsleffs finansielle opgørelser, hvordan har den historiske udvikling i Aarsleff da været i forhold til vækst og rentabilitet?*
- *Hvordan forventes de finansielle værdidrivere at udvikle sig i fremtiden, baseret på strategi- og regnskabsanalysen?*
- *Hvad er den beregnede værdi af Aarsleff, og er markedsværdien over eller undervurderet i forhold til denne? Hvordan vil denne værdi påvirkes ved ændring i de underliggende faktorer?*

2 Teori og metode

Dette afsnit beskriver de forudsætninger og antagelser som analysen er udarbejdet under. Desuden gennemgås strukturen og de anvendte teorier i opgaven.

2.1 Målgruppe

Ud over vejleder og Censor, er målgruppen investorer, som har interesse i en fundamentalanalyse af Aarsleff.

2.2 Data

Analysen er udelukkende baseret på sekundær data. Målgruppen er investorer, og tanken er at gennemføre denne analyse af Aarsleff på samme vilkår, som professionelle analytikere gennemfører analyser af børsnoterede virksomheder.

Den overvejende del af data kommer fra Aarsleff selv og består af årsrapporter, hjemmesiden Aarsleff.dk samt fondsbørs- og pressemeddelelser. Aarsleff aflægger årsregnskaber efter IFRS¹, og er derudover underlagt Nasdaq OMX Copenhagens "regler for udsteder af aktier"². På denne baggrund vurderes det indsamlede datagrundlag at være af god kvalitet.

¹ <http://www.aarsleff.dk/img/7318/0/0/Download/årsrapport-2014-15>

² http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/85/85435_reglerforudstedereafaktier06052013finalclean.pdf

Den anden del af data består primært af avisartikler, hjemmesider og teoribøger.

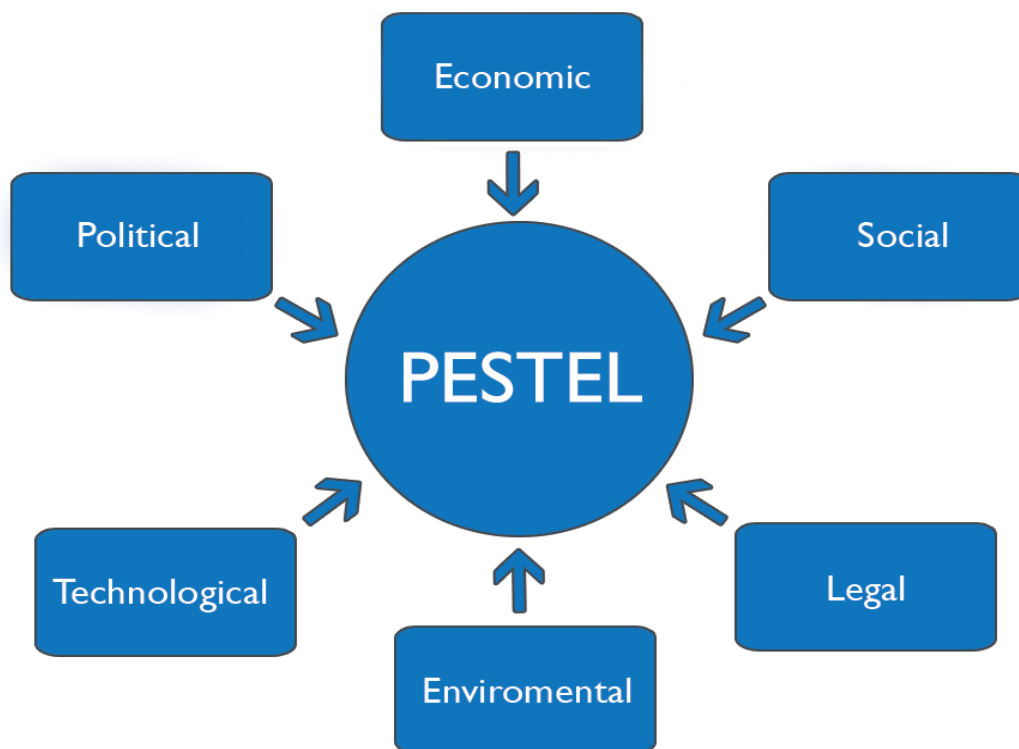
2.3 Teorier

Afsnittet beskriver og vurderer den teori og de modeller, som er anvendt i opgaven.

Strategisk analyse

PESTEL

Til at analysere den omverden, som øver indflydelse på Aarsleff, er valgt PESTEL. I PESTEL-analysen identificeres politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, som illustreret i figuren nedenfor. PESTEL modellen har mødt kritik for at føre til en liste af punkter i vilkårlig rækkefølge, som ikke giver nogen værdi i den videre analyse³.



Figur 1 PESTEL⁴

Porters Five Forces

Analyse på brancheniveau foretages med Porters Five Forces, hvor attraktiviteten og dermed rentabiliteten i branchen analyseres. Ifølge Porter påvirkes branchens rentabilitet af fem konkurrencekræfter. De tre af

³ Henry, Anthony E. (2011), s. 68

⁴ <http://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>

dem - trussel fra nye indtrængere, rivalisering mellem eksisterende virksomheder og trussel fra substituerende produkter fastlægger indtjeningsmulighederne i branchen, og de sidste to leverandørernes forhandlingsstyrke og kundernes forhandlingsstyrke fastlægger fordelene af indtjeningen mellem disse to og virksomheden⁵. Aarsleff beskæftiger sig inden for tre hovedområder: Anlæg & Byggeri, Fundering og Rørteknik⁶. Det vurderes, at disse tre områder er tæt relateret inden for den definerede branche ”største danske entreprenører”, og at det derfor er muligt at gennemføre én Porters Five Forces analyse på den samlede virksomhed. De fem konkurrencekræfter er illustreret i figur 2 nedenfor.



Figur 2 Porters Five Forces⁷

⁵ Sørensen, Ole (2012), s. 69

⁶ Se evt. afsnittet ”beskrivelse af Per Aarsleff A/S”

⁷ https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_08.htm

Porters generiske strategi

Modellen Porters generiske strategi bruges til at analysere, hvilken konkurrencestrategi Aarsleff følger. Ifølge Porter er det kun muligt for en virksomhed at opnå en konkurrencefordel, hvis virksomheden én af de tre følgende strategier⁸:

- Omkostningslederskab
- Differentiering
- Fokus

Modellen er illustreret nedenfor i figur 3:

		Konkurrencemæssig fordel	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Marked	Hele markedet	Omkostningsleder	Differentiering
	Markeds-segment	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering

Figur 3 Porters generiske strategier⁹

Modellen har mødt nogen kritik, da der er flere eksempler på virksomheder, som har kombineret strategierne omkostningsleder og differentiering eksempelvis IKEA¹⁰. Modellen vurderes dog til at være tilstrækkelig til at kunne analysere den konkurrencestrategi, som Aarsleff fører.

Ressourcer og kompetencer

Ressourcer og kompetencer-analysen bruges til at identificere de ressourcer som Aarsleff råder over, og som er afgørende for, om Aarsleff kan gennemføre den identificerede konkurrencestrategi, som er analyseret i afsnit 4.3. Desuden bruges analysen til en indkredsning af de mest unikke ressourcer¹¹. Hvorvidt og i hvilken grad disse ressourcer fører til kernekompetencer vil blive analyseret i ressourcer og kompetencer-analysen.

⁸ Sørensen, Ole (2012), s. 86

⁹ <https://finansiering.systime.dk/index.php?id=136>

¹⁰ Henry, Anthony E. (2011), s. 204

¹¹ Sørensen, Ole (2012), s. 82

Ansoffs vækstmatrice

Til at analysere Aarsleffs vækststrategier benyttes Ansoffs vækstmatrice, som er illustreret nedenfor.



Figur 4 Ansoffs vækstmatrice¹²

Af figur 4 fremgår det, at der er 4 vækststrategier, som en virksomhed kan følge nemlig markedspenetrering, markedsudvikling, produktudvikling og diversifikation. Matricen benyttes ofte til at danne grundlag for hovedstrategierne intensivering, diversifikation og integration¹³.

SWOT

SWOT-analysen betragter en virksomheds eksterne muligheder og trusler samt virksomhedens interne styrker og svagheder. SWOT-analysen tager altså udgangspunkt i den foregående eksterne og interne analysedel. Modellen er blevet kritiseret for at præsentere en lang liste af elementer, uden hensyntagen til de enkelte elementers vægtede betydning for f.eks. virksomhedens styrker. Kritikkere har også bemærket

¹² <http://www.mbaskool.com/business-concepts/marketing-and-strategy-terms/2550-ansoff-matrix.html>

¹³ Sørensen, Ole (2012), s. 89

at de enkelte identificerede elementer kan være eksempelvis både en styrke og en svaghed afhængig af analytikers måde at betragte elementet på¹⁴.

Regnskabsanalyse

Regnskabskvalitet, reformulering og nøgletal

Regnskabskvalitet og reformulering tager udgangspunkt i tilgangen beskrevet i bogen ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” af Ole Sørensen. Øvrige bøger i litteraturlisten er brugt som opslagsværker og til supplement.

Benchmark-analyser

Benchmark-analyser foretages ved brug Trendanalyse og Common-size-analyse til hhv. tidsserieanalyse og tværsnitsanalyse¹⁵.

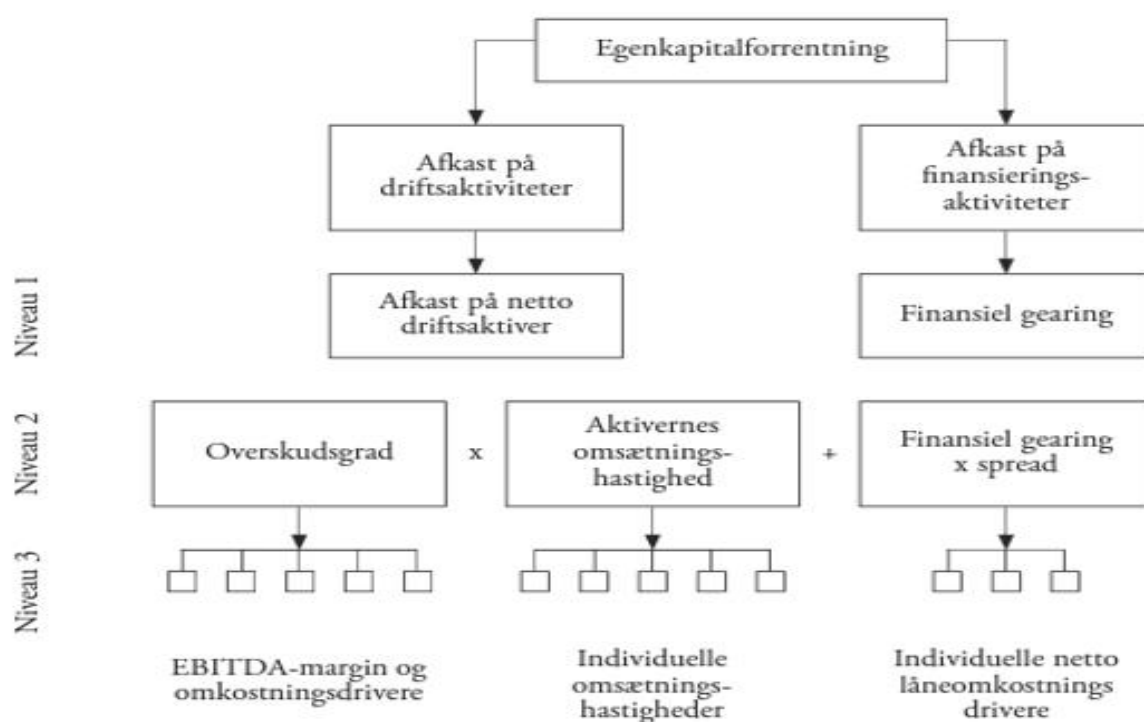
Nøgletal

Den udvidede DuPont model anvendes i nøgletalsanalysen. Modellen er nedenfor illustreret i figur 5. Det venstre ”ben” illustrerer værdidriverne fra driftsaktiviteten og tager udgangspunkt i ROIC. Den højre side viser finansieringsaktiviteterne¹⁶.

¹⁴ Henry, Anthony E. (2011), s. 58

¹⁵ Sørensen, Ole (2012), s. 195

¹⁶ Sørensen, Ole (2012), s. 210



Figur 5 DuPont modellen¹⁷

Værdiansættelse

Kapitalomkostning

Teori til fastlæggelse af kapitalomkostning, bliver gennemgået i afsnit 6.1, i forbindelse med anvendelsen af de enkelte formler. Dette for overblikkets skyld.

Budgettering

En budgetperiode fastlægges typisk mellem fem til tyve år, og efter denne periode kommer terminalperioden. Terminalperioden bør være på det tidspunkt i budgettet, hvor det ikke er muligt at budgettere de enkelte poster i budgettet som forventet salg og driftsoverskud. I terminalperioden følger alle posterne en konstant vækstrate, g , også kendt som Gordons vækstmodel. Denne konstruktion muliggør den videre værdiansættelse, som er teoretisk baseret på forecast i det uendelige¹⁸

¹⁷ Sørensen, Ole (2012), s. 210

¹⁸ Sørensen, Ole (2012), s. 39

Værdiansættelse

Til brug for værdiansættelsen anvendes en DCF- og en RIDO-model. Værdien udregnet med DCF-modellen med budgetperiode som angivet i foregående afsnit, er givet ved:

$$V_O^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(r_{WACC}-g)(1+r_{WACC})^T} - NFF_0$$

FCF_t er det frie cash flow til tidspunktet t . NFF_0 er den bogførte værdi af netto finansielle forpligtelser. g er væksten i terminalperioden, og r_{WACC} er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger¹⁹.

Værdien er tilsvarende udregnet med RIDO-modellen er givet ved:

$$V_O^E = NDO_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{WACC}-g)(1+r_{WACC})^T} - NFF_0$$

NDO_0 er den bogførte værdi af netto driftsaktiver på tidspunktet t . $RIDO_t$ er residualoverskuddet fra driften på tidspunktet t . NFF_0 er den bogførte værdi af netto finansielle forpligtelser. g er væksten i terminalperioden, og r_{WACC} er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger²⁰.

2.4 Metode

Metode afsnittet beskriver, hvordan de ovenfor beskrevne teorier vil blive anvendt i opgaven med det formål at svare på problemformuleringen.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse består af en ekstern del og en intern del. Formålet med analysen er at identificere de vigtigste faktorer som er værdiskabende for Aarsleff, og samtidig registrere de vigtigste risikofaktorer²¹. Den eksterne del består af en PESTEL- og en Porters Five Forces-analyse samt en analyse af Aarsleffs generiske strategi. Den interne del består af en Ressource og Kompetence analyse samt en vækstanalyse. Alle analyserne udføres med udgangspunkt i hvordan Aarsleffs strategiske position er på nuværende tidspunkt. Til sidst i hver enkel analyse, vil de vigtigste faktorer for fremtiden være opstillet i punktform. Disse samles i SWOT-analysen, som derfor bliver en analyse af den fremtidige værdiskabelse i Aarsleff. Resultaterne af den strategiske analyse indgår i den efterfølgende regnskabsanalyse og værdiansættelse.

¹⁹ Sørensen, Ole (2012), s. 39

²⁰ Sørensen, Ole (2012), s. 39

²¹ Sørensen, Ole (2012), s. 65

Ekstern

PESTEL anvendes til at analysere den omverden, som har betydning for Aarsleff i dag. Der vil være en bred vifte af forhold, som kan have betydning for det makromiljø, som virksomheden opererer i. For at undgå at analysen bliver for omfattende, begrænses udvælgelsen til de nøglefaktorer, som vurderes at have størst betydning for Aarsleffs værdiskabelse i dag²². Desuden vil de faktorer, som jeg vurderer vil have den største betydning for Aarsleff i fremtiden, blive identificeret.

Porters Five Forces bruges til at analysere den branche som Aarsleff opererer inden for. Branchen er defineret som største danske entreprenører. Nærmere definition findes i afsnittet "Definitioner". Den nuværende konkurrencesituation vil blive identificeret og analyseret, og de vigtigste faktorer i forhold til den fremtidige situation vil blive identificeret.

Porters generiske strategier bruges til at identificere, hvilken strategi Aarsleff har fulgt for at øge værdien, og reducere risikoen fra de forhold som er gennemgået i PESTEL- og Porters Five Forces-analysen. Analysen gennemføres på et overordnet brancheniveau, og de vigtigste underafdelinger og datterselskaber vil blive gennemgået i den efterfølgende Ressource og Kompetence-analyse. Desuden vil de elementer som vurderes at få størst betydning for Aarsleff i fremtiden blive identificeret.

Intern

Ressource og kompetence analysen er direkte relateret til den gennemførte eksterne analyse. Her identificeres Aarsleffs vigtigste ressourcer og kompetencer. Her vurderes de enkelte ressourcers betydning for værdiskabelsen, og samtidig betydning for at kunne opretholde deres konkurrencestrategi. Det vil også blive vurderet hvilke ressourcer og kompetencer, der vil være de vigtigste for Aarsleff i fremtiden.

Ansoffs vækstmatrice bruges til at identificere Aarsleffs officielle vækststrategi. Desuden vil det blive analyseret om den vækst, som Aarsleff oplever i dag, kommer fra elementer som indgår i den identificerede vækststrategi. Desuden vil analysen bruges til at vurdere de fremtidige vækstmuligheder i forhold til Aarsleffs nuværende vækststrategi.

SWOT-analysen bruges i denne opgave til at analysere de vigtigste faktorer for Aarsleffs fremtidige værdiskabelse inden for kategorierne styrker, svagheder, muligheder og trusler. Disse faktorer er

²² Sørensen, Ole (2012), s. 67

identificeret i hvert af de foregående strategiafsnit. De vil i skemaet i SWOT-analysen desuden være rangordnet inden for de fire kategorier, hvor den med størst betydning vil stå øverst.

Konklusionen på den strategiske analyse vil være opdelt i en konklusion på Aarsleffs nuværende strategiske position og en konklusion på den fremtidige strategiske position.

Regnskabsanalysen

Regnskabsanalysen baserer sig på historiske regnskabstal og danner sammen med den strategiske analyse grundlaget for den fremtidige budgettering.

Regnskabskvaliteten af Aarsleffs årsrapporter vil blive vurderet og der vil evt. blive foretaget korrektioner. Dette er for at have det bedste udgangspunkt for reformuleringen.

Reformulering af balance og resultatopgørelse danner grundlaget for den efterfølgende Nøgletalsanalyse. Der er valgt at fokusere på reformulering af resultatopgørelser og balancer og med inddragelse af den totalindkomstopgørelse, som eksisterer i samtlige af de gennemgåede årsregnskaber.

Common-size- og trend-analyser er udarbejdet for både den reformulerede resultatopgørelse og balance. Common-size analysen skal identificere størrelsen af de enkelte poster i begge opgørelsen, i forhold til henholdsvis omsætningen og samlede aktiver og passiver, som hver udgør 100 %. Trend-analysen tager udgangspunkt i et basisår, og viser så udviklingen i de forskellige poster i årene fremad.

Nøgletalsanalyse udarbejdes for mere præcist at kunne identificere, hvad det er, som driver ROE og væksten. Dette gøres hhv. via en rentabilitetsanalyse og en vækstanalyse. Begge analyser er baseret på historiske tal fra de reformulerede finansielle opgørelser. Nøgletalsanalysen skal sammen med den strategiske analyse danne grundlaget for den fremtidige budgettering og værdiansættelse af Aarsleff.

Værdiansættelsen

Kapitalomkostningen eller Aarsleffs gennemsnitlige kapitalomkostninger bliver fastlagt, til brug i værdiansættelsen.

Budgettering udarbejdes af fremtidige værdidrivere. Desuden fastlægges budgetperiode og terminalperiode, og vækstraten fastsættes.

Værdiansættelse foretages for at udregne den teoretiske værdi af Aarsleff baseret på den foregående analyse.

Følsomhedsanalyse gennemføres for at identificere de parametre, som har størst betydning for Aarsleffs værd, og samtidig analysere værdien af virksomheden med ændrede forudsætninger.

Perspektivering omhandler hændelser indtruffet efter 30. september 2015.

2.5 Afgrænsning

Analysen tager udgangspunkt i årsregnskaber frem til 30. september 2015. Der vil dog i forbindelse med perspektiveringen være et afsnit med hændelser indtruffet efter denne dato. Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i årsregnskaber 10 år tilbage. Dermed er årsregnskabet 06/07 med – altså før finanskrisen. Tallene fra den første 5-årige periode vil blive benyttet, hvor det er relevant. Ellers vil regnskabsåret 09/10 og frem blive brugt som øvrigt udgangspunkt for regnskabsanalysen og værdiansættelsen, da de vurderes at være det bedste grundlag for disse analyser.

Opgaven er primært en analyse af Aarsleff. Der vil dog blive draget paralleller med den nærmeste konkurrent MT Højgaard, hvor dette findes relevant og muligt. Datagrundlaget vedr. MT Højgaard er selvsagt ikke så omfattende som for Aarsleff, og alle nøgletal er baseret på data fra Bloomberg og MT Højgaards officielle regnskaber. Det optimale ville have været at gennemføre en identisk analyse af MT Højgaard. Dette har ikke kunnet lade sig gøre af tidsmæssige hensyn, og den valgte løsning vurderes at bibringe et relevant perspektiv.

Pihl og Søn er ikke medtaget i konkurrentsammenligningen. Grundet selskabets konkurs i 2013 foreligger der kun årsregnskaber frem til 2012, og det øvrige datagrundlag er vurderet for begrænset til, at virksomheden kan indgå.

2.6 Definitioner

Branchen er defineret ved største danske entreprenører. "Største" er målt på samlet omsætning i Danmark.

"Aarsleff" bruges i opgaven om Per Aarsleff A/S, som er koncernen og dækker samtlige datterselskaber.

"Det offentlige" bruges i opgaven og dækker samtlige områder inden for stat, kommune, og regioner.

”Finanskrisen” er den seneste finanskrise, som ramte globalt. Finanskrisen defineres til at have varet fra årene 2008-2010²³ ud fra den betragtning, at det var i disse år de fleste bankkrak foregik. Når jeg skriver efter finanskrisen, menes der altså efter 2010.

”Dansk byggeri” er en dansk erhvervs- og arbejdsgiverorganisation for virksomheder inden for bygge- og anlægssektoren samt byggeindustrien²⁴

Bloomberg er et amerikansk nyheds- og markedsdatabureau, specialiseret i at servicere finansverdenen²⁵. På CBS har jeg haft adgang til en såkaldt Bloomberg Terminal, som indeholder data over adskillige børsnoterede virksomheder verden over.

²³ Definition fra undervisning i ”Finansielle kriser og krak” ved Per H. Hansen

²⁴ https://da.wikipedia.org/wiki/Dansk_Byggeri

²⁵ https://da.wikipedia.org/wiki/Bloomberg_L.P.

3 Beskrivelse af Per Aarsleff A/S

Historien

Historien om Per Aarsleff A/S tager sin begyndelse i 1947, hvor civilingeniøren Per Aarsleff siger sit gode job op i den danske stat og køber en gravemaskine. Han lejer 2 øvrige gravemaskiner og åbner eget brunkulsleje i Midtjylland med 14 medarbejdere. Hans filosofi var som følger:

”Om det nu har været brændsel, kloakker eller huller i jorden, har vi altid specialiseret os i noget, der var tilpas svært til, at andre ikke gad, og som samtidigt var konjunkturstabilt i den store husholdning. Besværlige enkeltopgaver, der siden er endt som specialer. Samtidig har vi altid forsøgt at holde vores maskiner fuldt beskæftigede og skræddersyede til de særlige formål.”

Per Aarsleff er aktiv i virksomheden indtil få år før sin død i 2006. På dette tidspunkt har virksomheden flere tusind medarbejdere, som er beskæftiget inden for mange forskellige entrepriseområder²⁶.

I dag

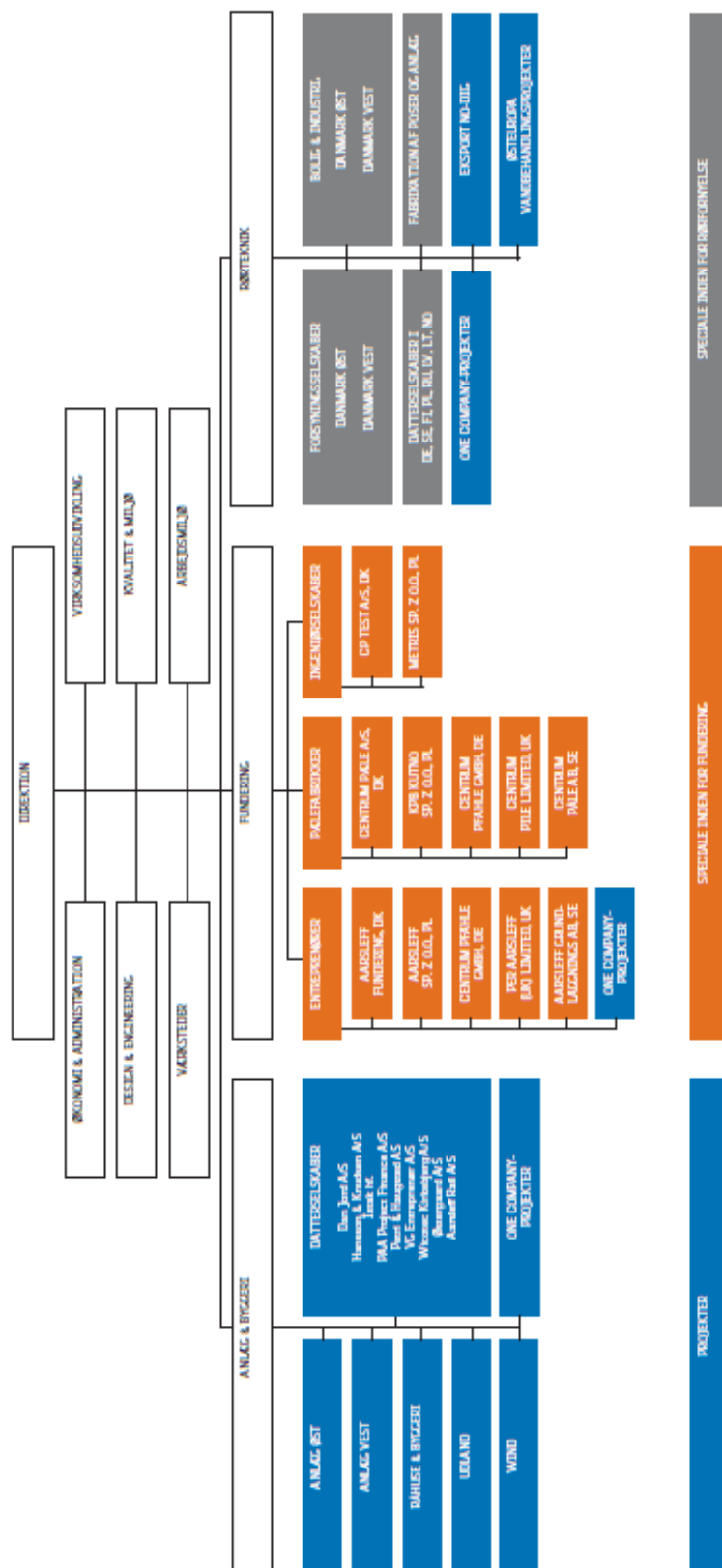
I dag beskæftiger Per Aarsleff ca. 4900 medarbejdere. Omsætningen er i 2015 10,3 milliarder, og ca. en tredjedel af denne kommer fra aktiviteter i udlandet²⁷.

Forretningsområder

Overordnet opererer virksomheden inden for 3 hovedområder nemlig Anlæg & Byggeri, Fundering og Rørteknik. Nedenfor ses organisationsdiagram i figur 6.

²⁶ <http://www.aarsleff.dk/om-aarsleff/historie/1947>

²⁷ <http://www.aarsleff.dk/om-aarsleff/om-aarsleff>



Figur 6 Per Aarsleff organisationsdiagram¹

Anlæg og byggeri dækker over anlægsopgaver i Danmark, råhuse og øvrigt byggeri samt en specialafdeling målrettet vindmølleindustrien. Desuden er der eksport af de nævnte ydelser. Under anlæg og byggeri indgår desuden også en stribe datterselskaber, som har specialkompetencer inden for forskellige entrepriseområder. "One Company-projekter" dækker over den totalløsning, som Aarsleff ønsker at tilbyde deres kunder; med alt fra budgettering til ingeniørberegning, til udførelse af opgaven og til efterfølgende drift, service og vedligeholdelse²⁸.

Fundering er en samlet betegnelse for danske og udenlandske afdelinger med specialkompetencer inden for fundering. Ud over at udføre fundering er det særlige her, at Aarsleff selv producerer betonstolper til brug for dette. Desuden er to af datterselskaberne ingeniørselskaber med speciale inden for fundering. Dette set up gør det muligt at tilbyde total løsninger inden for fundering – det som Aarsleff definerer som "One Company-projekter"²⁹.

Rørteknik dækker over danske og udenlandske afdelinger, som beskæftiger sig med udskiftning og fornyelse af rør til afledning af spildevand og overfladevand. Udskiftning foregår ved traditionel opgravning, mens fornyelse foregår ved at fore rørene med en strømpe. Denne metode har Aarsleff selv udviklet, og de producerer selv strømper og anlæg til at udføre strømpesforringer med. Her tilbydes kunderne som under de to andre hovedområder total løsninger inden for rørfornyelse - "One Company-projekter"³⁰.

Konkurrenter

Den nærmeste konkurrent til Aarsleff på det danske marked er MT Højgaard. Af andre store aktører med væsentlig omsætning på det danske marked er NCC og Arkil, som er store internationale entreprenørkoncerner, som opererer via datterselskaber i Danmark. Derudover findes der adskillige øvrige både danske og udenlandske konkurrenter til Aarsleff, både på det danske og det internationale marked³¹

²⁸ <http://www.aarsleff.dk>

²⁹ <http://www.aarsleff.dk>

³⁰ <http://www.aarsleff.dk>

³¹ <http://www.danskbyggeri.dk/>

4 Strategisk analyse

4.1 PESTEL

- *Hvilke samfundsmæssige forhold vurderes at have størst betydning for Aarsleffs værdiskabelse, og kan der identificeres forhold som har været specielt gunstige for virksomheden? Hvilke muligheder og risici vurderes at få størst betydning for Aarsleff i fremtiden?*

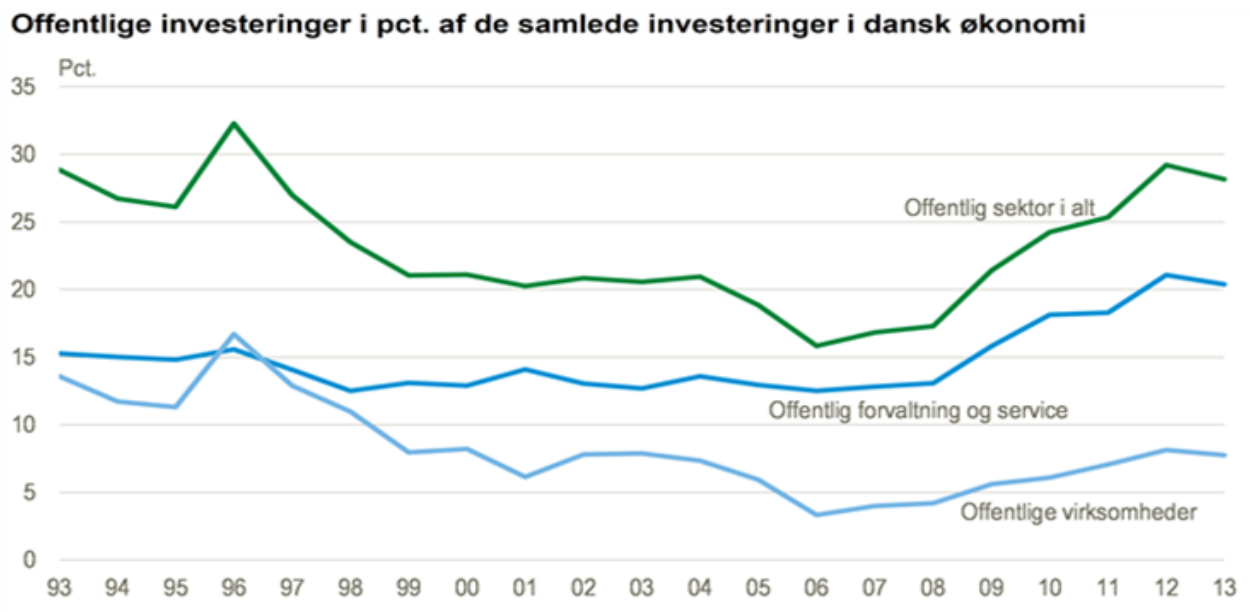
Politiske

- *Offentlige anlægsinvesteringer*

Danmark er en lille åben økonomi. Det politiske miljø, ikke bare inden for EU men i hele verden, vil derfor have stor betydning for den økonomiske udvikling. Entreprenørbranchen er konjunkturfølsom, og det vil derfor have stor betydning for branchen generelt, om vi oplever en periode med lav- eller højkonjunktur. Aarsleff henter som tidligere beskrevet 2/3 af omsætningen i Danmark. En stor del af denne omsætning kommer fra byggeri og anlægsarbejde for det offentlige, og det har derfor stor betydning for virksomheden, hvor mange offentlige anlægsinvesteringer, der igangsættes. De politiske beslutningstagere i Folketinget har en direkte indvirkning på, hvor meget af offentliges budgetter, der skal gå til byggeri og anlæg. Her besluttet store anlægsarbejder som veje, broer, jernbaner og hospitaler. Disse beslutninger foregår mange gange i brede forlig, således at beslutningerne står ved magt, selvom der kommer nye regeringspartier til. Folketinget beslutter desuden, hvor meget kommuner og regioner må investere inden for byggeri og anlæg. Eksempler på store anlægsprojekter, som Aarsleff har deltaget eller deltager i, er udvidelsen af Ringstedbanen og store kloakreoveringer. Desuden er Aarsleff i spil som en af hovedentreprenørerne på Femern forbindelsen.

Keynes (1883-1946), en anerkendt engelsk økonom, anbefalede at staten skulle spille en aktiv rolle under lavkonjunktur, og herunder øge eller fremrykke de offentlige investeringer i en krisetid, således at dette kunne være med til at mindske de økonomiske konsekvenser for samfundet³². Selvom teorien ikke er et entydigt svar på vejen ud af lavkonjunktur, vurderes metoden i en vis grad stadig at blive brugt inden for finanspolitikken verden over. Dette gælder også i Danmark.

³² https://da.wikipedia.org/wiki/John_Maynard_Keynes



Figur 7 Offentlige investeringer i pct. af de samlede investeringer i dansk økonomi³³

Af den grønne graf i figur 7 fremgår det, at de samlede offentlige investeringer af de samlede investeringer i dansk økonomi er øget i perioden 2008 til 2012. Det øgede niveau skyldes især store investeringer i sundhedsvæsenet, transportinfrastrukturen og spildevandsanlæg³⁴. Der ses desuden en nedadgående tendens fra år 2013, hvilket stemmer overens med det forventede, eftersom den økonomiske situation forbedres. Det bemærkes, at investeringsniveauet til trods stadig er relativt højt sammenlignet med årene op til finanskrisen.

Aarsleff henter altså en stor del af omsætningen ved offentlige opgaver, og de offentlige investeringer er steget fra 2008 og frem. Det betyder for Aarsleff, at der i perioden har været potentiale for at øge omsætningen inden for offentligt byggeri. Det vurderes samtidig, at den nedadgående tendens i de offentlige investeringer som ses fra 2013 vil fortsætte i årene fremover.

- *Udvikling af nye områder, lokalplaner og byggesagsbehandling*

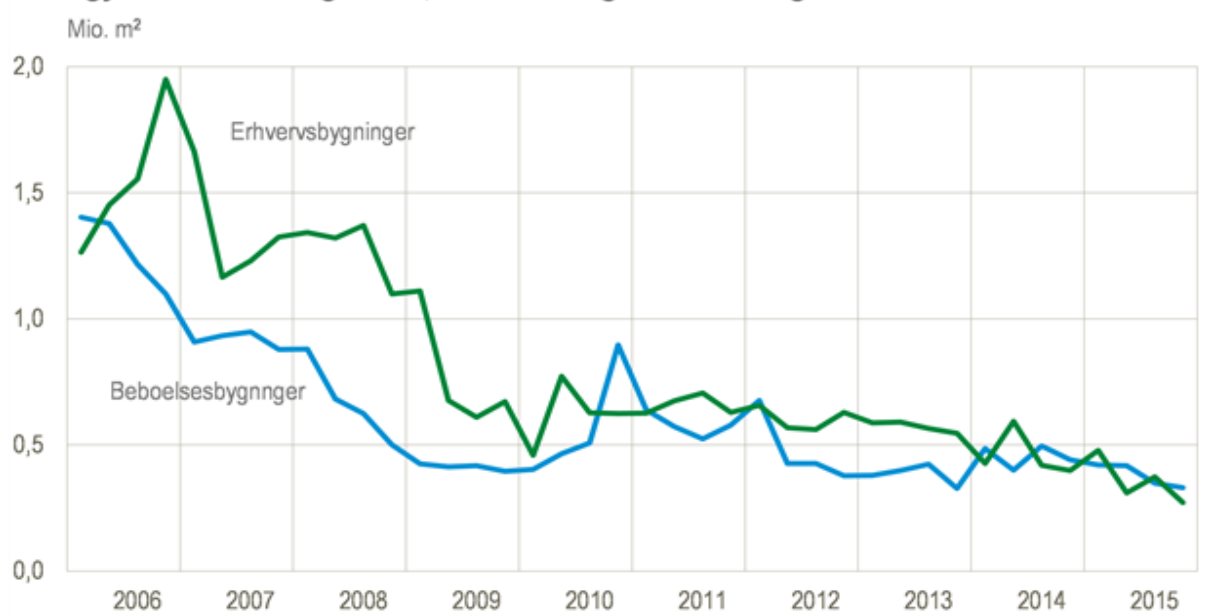
Modsat ovenstående, hvor politiske beslutninger var direkte med til at påvirke branchen, er der identificeret flere politiske forhold, som mere indirekte kan have betydning for omsætningen i branchen.

³³ <http://www.dst.dk/da/Statistik/NytHtml?cid=18970>

³⁴ <http://www.dst.dk/da/Statistik/NytHtml?cid=18970>

Kommunalbestyrelsernes villighed til at udvikle nye bydele samt at ændre på eksisterende lokalplaner, har stor betydning for, hvor mange nybyggerier der bliver sat i gang. Eksempelvis er der op til krisen bygget mange tusind kvadratmeter bolig og erhverv i Ørestaden. Dette stoppede dog brat, da finanskrisen ramte Danmark, men er de seneste år så småt kommet i gang igen. Nordhavnen er ved at blive udviklet som en hel ny bydel, Carlsberg byen er ligeså, og i fremtiden venter byggerettigheder på op til 234.000 m² på det gamle grønttorv i Valby³⁵. Der ses en lignende tendens i de øvrige største byer i Danmark, Odense, Aarhus, og Aalborg³⁶. Det virker som om der er en vis politisk vilje til at udvikle nye områder. Figur 8 viser dog, at både bolig og erhvervsbyggeri er på et meget lavt niveau i forhold til før finanskrisen, målt på påbegyndte etagemeter. Dette skyldes formentlig store regionale forskelle. I årene op til krisen blev der udviklet i hele landet. I dag er det primært kun i København og i de største danske byer, hvor der udvikles nye områder.

Påbegyndt samlet etageareal, estimeret og sæsonkorrigeret



Figur 8 Påbegyndt samlet etageareal, estimeret og sæsonkorrigeret³⁷

Den politiske velvilje gav sig også til udtryk i juni 2014, hvor et bredt udsnit af folketingets partier, indgik aftale om vækstpakke 2014. Flere dele af pakken var rettet mod branchen, eksempelvis pkt. 5 som hedder *"Forkortelse af centrale offentlige sagsbehandlingstider i kommunerne med en tredjedel"* som blandt andet vedrører byggesager³⁸.

³⁵ <http://www.bygtek.dk/artikel/byggeri/nyt-groenttorv-spirer-op>

³⁶ <http://politiken.dk/indland/ECE3126739/byggeri-for-34-milliarder-skal-redde-odense/>

³⁷ <http://www.dst.dk/da/Statistik/NytHtml?cid=20639>

³⁸ <http://www.fm.dk/nyheder/pressemeddelelser/2014/07/aftale-om-en-vækstpakke-2014>

Den politiske vilje ser ud til at være til stede, men effekten kan umiddelbart ikke måles som en stigning i påbegyndte etagemeter. Det vurderes, at niveauet for påbegyndt byggeri er ekstraordinært lavt på nuværende tidspunkt, og at der er politisk vilje til at forbedre dette. Det vurderes derfor at være et område med relativt stort potentiale for Aarsleff fremadrettet.

- *Kvalificeret arbejdskraft*

Branchen beskæftiger på landsplan ca. 160.000 medarbejdere primo 2016³⁹, og dette tal dækker over en del forskellige faggrupper. De største grupper udgør timelønnede såsom arbejdsmænd og håndværkere, administration såsom økonomifolk og HR, og til sidst ingeniører, bygningskonstruktører og arkitekter. Bruttoledigheden er i dag i Danmark under 5 pct. af arbejdsstyrken⁴⁰, og der ses en faldende tendens. Dette har krævet tiltag fra politisk side for at kunne tilgodese branchens fremtidige efterspørgsel på kvalificeret arbejdskraft. Der er politisk fokus på at få flere unge i lære som håndværkere og muligheder for voksenlære. Flere unge skal have en videregående uddannelse, og det skal også være nemmere at tiltrække kvalificeret arbejdskraft fra udlandet.

Til trods for de politiske tiltag der er gennemført de seneste år inden for området, hører man dagligt om virksomheder der har problemer med at tiltrække kvalificeret arbejdskraft. Behovet for kvalificeret arbejdskraft for Aarsleff, vurderes at være højt, både for at kunne differentiere sig og skabe vækst. Det at kunne tiltrække kvalificeret arbejdskraft uden at miste konkurrenceevne, vurderes at blive en stor udfordring for Aarsleff i fremtiden.

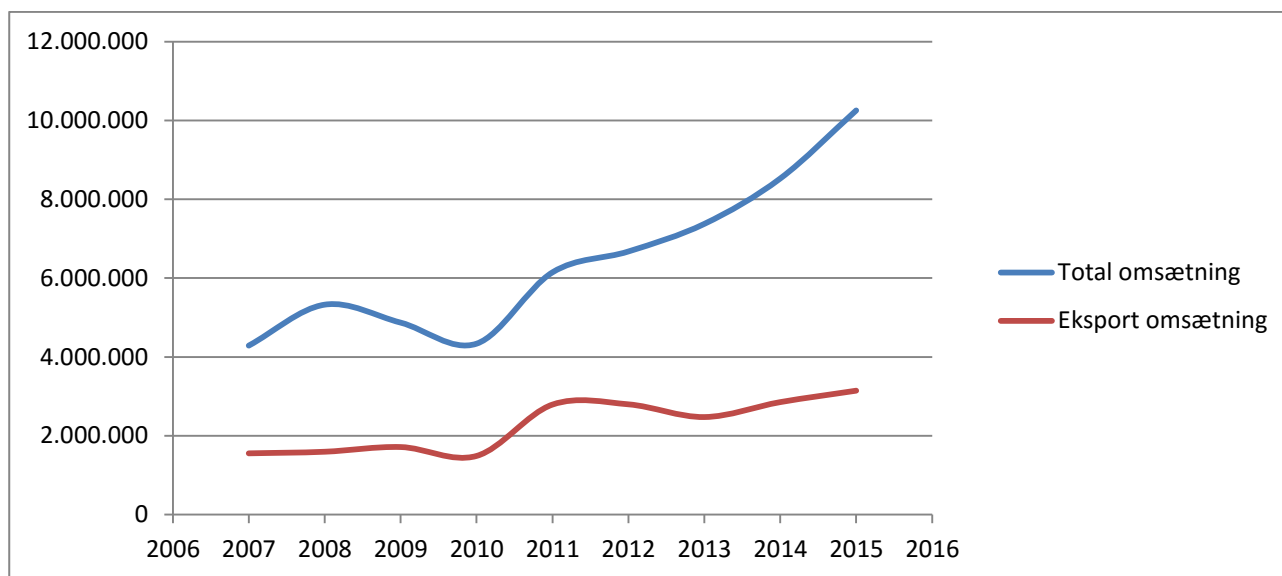
- *Eksport*

Den seneste eksportopgørelse fra Dansk Byggeri viser, at danske virksomheder i 2014 har omsat for 18 milliarder, og omsætningen er faldet fra 22 milliarder i 2012⁴¹. Aarsleff har også oplevet fald i omsætningen fra eksport. Figur 9 viser omsætningen fra eksport i forhold til den totale omsætning.

³⁹ <http://www.danskbyggeri.dk/for-medlemmer/analyser-statistik/konjunkturanalyser/>

⁴⁰ <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/arbejdsløshed/registreret-ledighed.aspx#>

⁴¹ <http://www.danskbyggeri.dk/for-medlemmer/udland-eksport/eksportstatistik/export-profile-2015-en-haltende-eksport-har-brug-for-bedre-rammevilkår/>



Figur 9 Eksport omsætning i forhold til total omsætning Aarsleff⁴²

Fra 2006 til 2009 ligger andelen på 30-36%, men i 2010 stiger andelen af omsætningen til 45%. Den falder en smule i 2011 til 42%, hvorefter der er et større fald i årene 2012-2014 fra 34-31%. Eksport er en mulighed for branchen, for at kunne nå ud til et større marked og dermed udnytte noget af den erfaring og ekspertise, som man har tilegnet sig. Det er dog også forbundet med store risici. Politikerne har en nøglerolle i forhold til at fremme eksport af danske produkter og know how. Der er en bred enighed om, at et samarbejde mellem danske virksomheder og politikerne kan fremme eksporten, og at dette er gavnligt for alle parter. Parterne er dog ikke helt enige om, hvordan det skal foregå. De store erhvervsorganisationer efterlyser flere midler til kollektive eksportfremstød, hvorimod den politiske fokus er på bedre rammevilkår for virksomhederne og modernisering af udenrigstjenesten⁴³.

Aarsleff har alt andet lige oplevet et fald i eksporten i forhold til den samlede omsætning, og det er ikke utænkeligt, at politiske beslutninger kan have haft en betydning for dette. Den faldende andel af eksport hos Aarsleff skal ses i sammenhæng med den samlede udvikling i omsætningen. For omsætningen som kommer fra eksport udgør stort set det samme beløb fra 2010-2015, og grunden til det procentvise fald er, at omsætningen i Danmark er steget. Risici vurderes relativt større ved eksport, og det har ikke været nødvendigt at øge risikoen, da det har været muligt at skabe vækst på det danske marked. Vil det fremadrettet blive sværere at øge omsætningen i Danmark, er der muligheder i yderligere udvikling af eksportmarkederne med en øget risiko til følge.

⁴² Egen tilvirkning

⁴³ <http://www.business.dk/vaekst/erhvervslivet-haaber-paa-flere-eksportfremstoed>

Økonomiske:

- *Renteniveau*

Renten er historisk lav og har været det i en årrække. Nationalbankens diskontorente har siden 2010 ligget under 1% og de seneste 3 år tæt på nul⁴⁴. Det lave renteniveau er udtryk for at den samlede økonomiske vækst i Danmark har svært ved at komme i omdrejninger, og at væksten ikke er selvbærende. Mere overordnet set kan den lave rente altså være resultatet af, at vi ikke er kommet helt fri af finanskrisen, og dette kan have en betydning for investeringslysten.

Umiddelbart er et lavt renteniveau en fordel for Aarsleff isoleret set, da Aarsleff udbyder langvarige investeringsgoder. Men da det vurderes at være resultatet af generel usikkerhed i verdensøkonomien, vurderes frygten for rentestigninger og konsekvenserne af disse at have større indvirkning på Aarsleff, end den lille fordel det lave renteniveau måske betyder på nuværende tidspunkt.

- *Bankers udlånspolitik og alternativ finansiering*

Under og efter finanskrisen er adskillige danske banker enten gået konkurs eller blevet fusioneret med andre banker grundet økonomiske problemer. En stor del af disse banker var kraftigt eksponeret mod ejendomsinvestering. Det har medført opstramninger af udlånspolitikken af flere omgange. Som beskrevet i afsnittet "udvikling af nye områder" er aktiviteten på både bolig- og erhvervsbyggeri i dag stadig på et meget lavt niveau i forhold til før finanskrisen. Dette på trods af et meget lavt renteniveau. Stram udlånspolitik og krav om øget sikkerhed kan være én af forklaringerne på den lave aktivitet.

For Aarsleff kan stram udlånspolitik betyde, at der kan være potentielle kunder primært private bygherrer, som ikke kan få finansieret deres projekter. Det vurderes dog i det nuværende marked at have mindre betydning for Aarsleff, da denne kundegruppe på nuværende udgør en mindre del af den samlede omsætning. Falder de offentlige investeringer i fremtiden som forudset i afsnittet "offentlige anlægsinvesteringer, kan det dog få større betydning for Aarsleff, da det så forudses, at Aarsleff skal ud og hente omsætning hos private bygherrer.

- *Pensionsselskaber*

Den lave aktivitet inden for byggeriet og dermed lavere byggeomkostninger, har sammen med ønsket om risikospredning i deres investeringer, fået pensionskasserne til at investere mere i byggeri efter

⁴⁴ <http://www.dst.dk>

finanskrisen⁴⁵. Dette gælder både inden for bolig og erhvervsejendomme, men også inden for offentligt byggeri. Her er gennemført flere OPP'ere, som står for Offentlige Private Partnerskaber. Her ønsker en kommune f.eks. at opføre en ny skole. En pensionskasse vinder udbuddet i samarbejde med en totalentreprenør. Totalentreprenøren og eventuelle underentreprenører står for opførelse og efterfølgende drift (facility management), således at kommunen betaler løbende for opgaven over typisk 10-30 år⁴⁶.

Pensionsselskabernes øgede investeringer i byggeri vurderes at fortsætte i årene fremover. Dette vil øge markedet for byggeri med pensionsselskaber som bygherre, og vurderes at være potentiel meromsætning i nogen grad. Der findes ikke effektanalyser på de såkaldte OPP'ere i Danmark, og de udenlandske undersøgelser som er gennemført, er kommet med blandede resultater⁴⁷. Det kan derfor ikke vurderes på nuværende tidspunkt, hvilken betydning de vil have for Aarsleff i fremtiden.

Socio-kulturelle:

- *Befolkningstilvækst og flytning fra land til by*

Nedenstående tabel 1 viser den forventede befolkningstilvækst frem til 2026.

Befolkningsfremskrivning 2015 for hele landet efter alder og tid

	2026	2016
0-9 år	665 830	623 069
10-19 år	637 701	681 148
20-29 år	747 263	741 762
30-39 år	762 856	669 499
40-49 år	670 544	795 286
50-59 år	776 980	764 656
60-69 år	719 273	681 170
70-79 år	584 605	486 334
80-89 år	314 106	200 841
90-99 år	53 282	42 769
100-109 år	1 684	1 054
110 år +	0	0

Tabel 1 Forventet befolkningstilvækst⁴⁸

Den samlede forventede befolkningstilvækst er i perioden på 246.533. Af disse vil 222.679 være i gruppen fra 70-109 år, altså folk som har nået pensionsalderen. Dette vil kræve yderligere anlægsinvesteringer fra det offentlige. Både i ældreboliger og plejehjem men også inden for sundhedsvæsenet og øvrig

⁴⁵ http://finanswatch.dk/Finansnyt/Forsikring___Pension/article4961246.ece

⁴⁶ <http://www.bygst.dk/viden-om/samarbejds-og-organisationsformer/offentligt-privat-partnerskab/>

⁴⁷ [http://www.kora.dk/udgivelser/udgivelse/i3687/Offentlige-private-partnerskaber-\(OPP\)](http://www.kora.dk/udgivelser/udgivelse/i3687/Offentlige-private-partnerskaber-(OPP))

⁴⁸ <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/befolkning-og-befolkningsfremskrivning/befolkningsfremskrivning>

infrastruktur. Dette bliver yderligere forstærket af den generelle tendens, hvor flere flytter fra de mindre til de større byer. Befolkningssammensætningen og demografiske tendenser kan i fremtiden tvinge politikerne til at øge de offentlige investeringer inden for de nævnte områder. Dette vurderes at indeholde et betydeligt potentiale for Aarsleff.

- *Fagforeninger*

I Danmark eksisterer ikke nogen lovgivningsfastsat mindsteløn. Staten blander sig så vidt muligt ikke i løn og arbejdsvilkår - disse aftales af arbejdsgiverne og deres organisationer på den ene side, og arbejdstagerne og deres fagforeninger på den anden side. Staten kan dog blande sig, såfremt parterne ikke formår at indgå aftaler på en forsvarlig måde⁴⁹. De kollektive lønaftaler inden for forskellige brancher, har betydet rimelige arbejdsvilkår og løn for den enkelte arbejdstager. Det har også været medvirkende til, at vi i Danmark har et af verdens højeste lønniveauer. Fagforeningerne vurderes at have en forholdsvis stærk position over for arbejdsgiverne i entreprenørbranchen. I særdeleshed over for de største danske arbejdsgivere som denne opgave omhandler. Der har de seneste år været flere større sager, hvor fagforeningerne har aktioneret mod udenlandske entreprenører, som har opereret i Danmark uden overenskomst. Dette er forstærket af mangel på dansk arbejdskraft som beskrevet i afsnittet "kvalificeret arbejdskraft", som har betydet en ikke ubetydelig trafik af håndværkere især fra Østeuropa. De udenlandske entreprenører har mange gange fungeret som underentreprenører til større entreprenører, og har derved kunnet levere billig uorganiseret arbejdskraft til byggeprojekter, som på overfladen ser velorganiserede ud. Dette kan føre til ulig konkurrence på det danske marked, og nogle mener at hele den danske model er truet af globaliseringen.

Aarsleff benytter sig af udenlandsk arbejdskraft i Danmark. Som medlem af Dansk Byggeri, der har aftalt overenskomst med 3f, er den udenlandske arbejdskraft ansat på overenskomstmæssige forhold. Den ulige konkurrence beskrevet ovenfor vurderes dog kun at have mindre betydning for Aarsleff på nuværende tidspunkt og i fremtiden.

Teknologiske forhold:

- *Maskiner og værktøj*

Overordnet set har udviklingen af maskiner og værktøj i den grad reduceret behovet for menneskelig arbejdskraft inden for branchen. Den teknologiske udvikling har erstattet mænd med maskiner, som det også er set i mange andre brancher. Det er ikke fordi man ikke kunne opføre fantastiske bygningsværker før

⁴⁹<http://bm.dk/da/Beskaeftigelsesomraadet/Arbejdsret/Det%20arbejdsretlige%20omraade/Den%20danske%20model.aspx>

den teknologiske tidsalder, det findes der talrige eksempler på i hele verden, men maskinerne har gjort det nemmere og betydeligt hurtigere at bygge.

Der bliver konstant udviklet på teknologierne, og noget af det nyeste er brugen af 3D ved store anlægsopgaver. Gravemesteren kan fra sin 3D skærm se nøjagtig hvor og hvor dybt han skal grave. Det stiller nye krav til de folk som skal betjene maskinerne, og deres evne til at tillære sig viden⁵⁰.

På sigt vil de firmaer der har adgang til de nyeste maskiner, og evner at oplære og tiltrække dygtige medarbejdere, kunne skabe en klar fordel i forhold til konkurrenter som ikke formår dette. Aarsleff vurderes til, på nuværende tidspunkt og i fremtiden, at have både ressourcerne og kapaciteten til, at være førende inden for værktøj og maskiner.

- *Nye byggeteknikker*

Den teknologiske udvikling inden for maskiner og værktøj, har også krævet nytænkning og udvikling i forhold til byggeteknikker. Dette påvirkes samtidig af skift i materialevalg, som både kan skyldes trend, men også adgangen til råmaterialer. Nye teknikker kræver et tæt samspil mellem de forskellige faggrupper inden for branchen, således at ingeniøren og arkitektens teori også kan føres ud i virkeligheden. Fungerer de i praksis, kan det være det, der differentierer den ene virksomhed fra de andre. Det er dog også forbundet med en stor risiko, når der afprøves nye metoder og teknikker. Virksomheden som udfører et stykke arbejde kan gøres ansvarlig, hvis det viser sig ikke at være holdbart i længden. Eksempelvis blev Aarsleffs nærmeste konkurrent MT Højgaard i 2014 pålagt at betale erstatning til bygherre. Erstatningen på ca. 400 mio. kr. vedrørte betonfundamenter til havvindmøller, som var fejlramte⁵¹.

Aarsleff indregner hensættelser til fremtidige garantiforpligtelser i produktionsomkostningerne, ud fra deres erfaringsmæssige grundlag⁵². Garantiforpligtelserne er ikke yderligere specificeret. Med udgangspunkt i ovenstående eksempel, vurderes uventede garantiforpligtelser og erstatninger som en betydelig trussel for Aarsleff.

Miljømæssige forhold

- *Byggers betydning for miljøet*

⁵⁰ http://www.licitationen.dk/article/view/223973/udgravning_med_3doverblik#.VyjFzI9OLmQ

⁵¹ <https://ing.dk/artikel/fejl-paa-moellefundamenter-udloeser-millionboede-til-mt-hoejgaard-171545>

⁵² Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

Bly, asbest, PCB og mange flere miljøskadelige og farlige stoffer er i tidens løb blevet brugt inden for branchen. Dette med store menneskelige og økonomiske konsekvenser til følge. De er typisk anvendt i en tid, hvor man ikke har været klar over konsekvenserne af at anvende disse materialer, men udelukkende har fokuseret på deres funktioner i et byggeri⁵³.

Der er i fremtiden en risiko for, at Aarsleff kan blive udsat for erstatningsager vedr. brug af miljøskadelige stoffer. Denne risiko vurderes dog som forholdsvis lav, da disse sager ofte er omfattet af produktansvarslovens forældelsesfrist på 10 år⁵⁴. Håndtering af miljøfarlige stoffer i forbindelse med nedrivning og renovering af eksisterende byggeri kræver på den anden side stor viden og knowhow, og vurderes at have en vis betydning for Aarsleff i dag, og med yderligere potentiale i fremtiden.

- *Miljøorganisationer*

Stort set alt byggeri kommer til at vedrøre langt flere end bare bygherre og entreprenør. Eksempelvis har tyske miljøorganisationers adskillige indsigelser mod Femernforbindelsen skabt forsinkelse og sågar bekymring om byggeriet overhovedet kommer i gang⁵⁵.

Miljøorganisationers indsigelser mod byggerier er ikke en direkte trussel mod Aarsleff, men kan være en trussel i forhold til mistet omsætning og tab på udbud, som bliver annulleret. Det vurderes ikke at denne trussel vil blive mindre i fremtiden.

Lovgivningsmæssige forhold:

- *Udbud*

Udbudslovens formål er kort sagt, at det offentliges midler udnyttes bedst muligt. Dette ved at fastlægge procedurerne for indkøb, og dermed sikre effektiv konkurrence⁵⁶. Helt konkret skal det offentliges bygge og anlægsopgaver i udbud når de overstiger 38.624.809 kr. ekskl. moms.⁵⁷ Det er altså større bygge og anlægsprojekter, oftest med en høj grad af kompleksitet. Når store bygge og anlægsopgaver udbydes i totalentreprise, betyder det at det er vanskeligt for mindre entreprenører at kunne byde direkte på opgaverne. Dette giver en fordel for de største i branchen, da feltet af potentielle budgivere kan være begrænset til ganske få. Der kan desuden være tale om så store projekter, at det kun vil være muligt for

⁵³ <http://www.teknologisk.dk/ydelser/miljoeskadelige-stoffer-i-bygninger/30453>

⁵⁴ <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=2407>

⁵⁵ <http://www.dagensbyggeri.dk/artikel/87139-femern-as-afviser-tyske-miljoprotester>

⁵⁶ <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=175507#idb4a2df9b-e4c8-42ae-a50f-d0dfdd8f5c58>

⁵⁷ <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=175507#idb4a2df9b-e4c8-42ae-a50f-d0dfdd8f5c58>

udvalgte aktører med massiv kapacitet at byde på projekterne⁵⁸. På den anden side er udbud meget ressourcekrævende for branchen. Der ligger et stort arbejde i at gennemgå udbudsmateriale og beregne priser. De pågældende virksomheder som ikke vinder udbuddet, får som udgangspunkt ikke betaling for det udførte stykke arbejde, og det er således en ren omkostning. Dertil kommer at ca. 16% af danske udbud bliver annulleret⁵⁹. Dette kan skyldes at der ikke er nok kvalificerede som byder på projektet, men det kan også skyldes at udbudsmaterialet simpelthen ikke har været præcist nok.

Femern forbindelsen er et eksempel på den generelle usikkerhed og risiko, som er forbundet med udbud. Aarsleff har vundet flere udbud på dette projekt. Projektet er dog ikke endelig godkendt fra politisk side i Tyskland, og så sent som i starten af 2016, opstod der igen tvivl om projektet overhovedet ville blive gennemført. Aarsleff drager, i dag og i fremtiden, fordel af at have kapaciteten til at byde på store udbud. Der er dog store omkostninger forbundet med disse udbud, specielt når udbuddene bliver annulleret. Danmark har europarekord i annullerede udbud med 16%, hvor de øvrige lande ligger på 5-10%⁶⁰. En forbedring kan betyde en reduktion i omkostningerne for Aarsleff.

- *Kartellovgivning*

Konkurrencelovgivningen blev pr. 1. marts 2013 ændret af folketinget, således at bødeniveauet for overtrædelse af konkurrenceloven betydelig forhøjet. Derudover har ændringen betydet, at personer som deltager i kartel, kan idømmes fængselsstraf. I grove sager op til 1 år og 6 måneder og i særligt grove sager op til 6 år⁶¹. Dette illustrerer, at dannelsen af karteller tages meget alvorligt. Den frie konkurrence er afgørende for, at en markedsøkonomi kan fungere optimalt. Inden for branchen er der set flere tilfælde af karteller. Senest i 2014 hvor 33 entreprenørvirksomheder er blevet sigtet for karteldannelse⁶². Heraf har flere indtil videre vedtaget bøden eller indgået forlig.

Aarsleff har ikke umiddelbart været involveret i den ovenævnte kartelsag eller i øvrige sager. De største risici for Aarsleff vurderes at være, at virksomheden selv bliver involveret i en kartelsag, eller at Aarsleff bliver offer for andres karteldannelser. Aarsleff består af mange datterselskaber både i Danmark og i udlandet, og man kunne forestille sig et scenarie, hvor en ledende medarbejder indgår prisaftaler med

⁵⁸ <http://dhv.dk/node/1401>

⁵⁹ <http://www.dagensbyggeri.dk/artikel/81907-annullerede-udbud-koster-erhvervslivet-millioner>

⁶⁰ <http://rops.dk/raadet/nyheder/rigtig-udbud-annulleres>

⁶¹ <http://dk.delacour.dk/nyheder/2013/februar/skaerpede-regler-for-overtraedelse-af-konkurrencelovgivningen/>

⁶² http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/286933/en_af_de_mest_omfattende_kartelsager_vi_har_set.html

konkurrenter for at præstere bedre. Aarsleff er en stor spiller, og de benytter sig ofte af underentreprenører. Der er også risiko for at disse underentreprenører danner karteller.

Delkonklusion PESTEL

Aarsleff opererer i en branche, som er under kraftigt påvirkning af den generelle omverden. Det være sig politiske forhold som offentlige investeringer, generel lovgivning og investering i uddannelse. Desuden økonomiske forhold som renteniveau, vækst og finansieringsmuligheder. Det har betydning for Aarsleff, hvor befolkningen beslutter sig for at bo, hvor stor befolkningstilvæksten er, og hvordan arbejdsmarkedets parter agerer. Der skal investeres både tid og penge i værktøj og maskiner, ligesom udviklingen af nye byggeteknikker og knowhow om miljømæssige forhold kræver mange ressourcer.

Finanskrisen og de eftervirkninger, som store dele af samfundsøkonomien stadig lider under, har generelt været hård ved branchen. Det ser dog ud til, at Aarsleff har formået at udnytte nogle af de muligheder, der har været for at skabe værdi. Det vurderes, at øgede offentlige investeringer har været den vigtigste faktor for Aarsleff frem til i dag. Dette er tæt forbundet med Aarsleffs evne til at kvalificere virksomheden i forbindelse med større udbud, og kvalifikationen er tæt forbundet med adgangen til kvalificeret arbejdskraft.

Risikoen fremadrettet er primært, at de offentlige investeringer reduceres, før vi er kommet ud af den lavkonjunktur, som vi befinder os i, samtidig med at det private byggeri stadig er på et meget lavt niveau.

De faktorer, som vil have størst betydning for Aarsleff i fremtiden, er angivet nedenfor:

Muligheder:

- Stigning i det samlede nybyggeri
- Øget eksport
- Store udbud

Trusler:

- Nedgang i det offentlige byggeri
- Mangel på kvalificeret arbejdskraft
- Erstatningssager

4.2 Porters Five Forces

- *I det følgende besvares hvilken konkurrencesituation befinder Aarsleff sig i, og hvad har det betydet for værdiskabelsen? Hvilken konkurrencesituation forventes i fremtiden?*

Trussel fra nye indtrængere

Det er som udgangspunkt ikke de store barrierer for at komme ind i entreprenørbranchen. Maskiner og værktøj kan lejes, og så kræver det nogle medarbejdere. Det minder stort set om opstarten af Aarsleff, som beskrevet i afsnit 3. Aarsleff er dog i dag en noget mere kompleks størrelse, og da udgangspunktet i denne opgave er største danske entreprenører, er alene denne kompleksitet en adgangsbarriere i sig selv. Som beskrevet i afsnit 4.1 giver størrelse, kapacitet og erfaring adgang til nogle opgaver, som ikke alle har mulighed for at byde ind på. Ud fra dette er der identificeret de 2 vigtigste grupper, som kan være en potentiel trussel for branchen, nemlig store udenlandske aktører og danske "upcomings". Disse er beskrevet nedenfor.

- *Store udenlandske aktører*

Det fremgår af beskrivelsen, at en del af Aarsleffs omsætning hentes internationalt. Det kan derfor heller ikke ignoreres, at Aarsleff allerede konkurrerer med store udenlandske aktører på disse markeder. Risikoen er at disse vil forsøge at vinde markedsandele fra Aarsleff både på det internationale marked, men også på det danske marked. Aarsleff har øget omsætningen på det danske marked fra 3,3 mia. i 2010/11 til ca. 7,1 mia. i 2014/15⁶³, og det går helt sikkert ikke ubemærket hen. Det er desuden kombineret med en stigende overskudsgrad⁶⁴, hvilket kan betyde øget pres på Aarsleff fra konkurrenterne.

- *Upcomings*

En anden mindre, men potentiel trussel, er de mange mindre spillere, som i dag opererer i entreprenørbranchen. Der har i årene efter krisen været en tendens til at de små og mellemstore entreprenører gennemsnitligt har præsteret betydelig højere indtjening end de største⁶⁵. Formår de samtidig at øge omsætningen og dermed kapaciteten, kan de på sigt blive en trussel for de største. Som beskrevet i afsnit 4.1 er der på de helt store anlægsopgaver et krav om en vis kapacitet for at kunne byde. Det ses dog også, at man opsplitter udbud i flere mindre udbud, således at det bliver muligt for de mindre aktører at byde med på nogle af de større opgaver.

⁶³ www.aarsleff.dk/img/7318/0/0/Download/årsrapport-2014-15

⁶⁴ Jf. regnskabsanalysen

⁶⁵ <http://www.danskyggeri.dk/media/3185/analyse-af-bygge-og-anlaegsbranchen-2015.pdf>

Trussel fra substituerende produkter

For at kunne identificere eventuelle substituerende produkter bør man se på Aarsleffs hovedområder i to grupper, en for anlæg og byggeri, og en for fundering og rørfornyelse.

- *Renovere frem for nybyggeri (anlæg og byggeri)*

Afdelingen "anlæg og byggeri" dækker over en del forskellige fagområder, men overordnet beskæftiger den sig med større anlægsopgaver, anlæggelse af byggegruber, råhuse og øvrigt byggeri. Det meste af afdelingens omsætning kommer fra nybyggeri⁶⁶. Det kan foregå i nyudviklede områder, men det kan også være, hvor det eksisterende byggeri skal rives ned. Det er tidligere beskrevet hvorledes der efter finanskrisen, har været en kraftig nedgang i nybyggeriet. En af forklaringerne på dette kan være, at nogle vælger mere eller mindre omfattende renovering af de eksisterende bygninger, frem for at investere i nyt. Dette kan have betydning for størrelsen på det marked, som Aarsleff opererer på.

- *Nye byggemetoder (fundering og rørfornyelse)*

Aarsleff har selv været med til at udvikle nye metoder inden for områderne fundering og rørfornyelse. Dette bliver nærmere beskrevet nærmere i afsnittet "Ressourcer og kompetencer". Udviklingen af nye produkter og processer, som kan substituere dem der bliver brugt i dag, kan være værdiskabende for Aarsleff. Det vurderes, at der er en løbende udvikling i gang, som er drevet af den efterspørgsel som Aarsleff oplever fra kunderne på at løse specialopgaver. Risikoen er, at konkurrenter kommer med bedre substituerende produkter, og dermed kan vinde markedsandele fra Aarsleff.

Trussel fra leverandørerne

De primære leverandører til branchen identificeres, for at kunne vurdere truslen fra disse. De enkelte grupper gennemgås nedenfor.

- *Leverandører af materialer*

Materialer til byggeri og anlæg kan opdeles i to grupper. Den første gruppe er "no name" produkter som eksempelvis sand, grus, cement og jern. Disse materialer handles stort set som råstoffer, hvor det helt klart er udbud og efterspørgsel som afgør prisen, og hvor mængderne er så store, at forarbejdningsdelen udgør et minimum. De differentierer sig ikke synderligt fra producent til producent, og der er ikke stor udfordring i at skifte leverandør.

⁶⁶ <http://www.aarsleff.dk/#>

Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes at være lav, og det vurderes at være relativt nemt for Aarsleff at skifte leverandør.

Den anden gruppe er de øvrige materialeleverandører. Her findes der også nogle som fokuserer på ovenstående strategi, men ellers er der her fokus på differentiering og branding. Disse leverandører spænder fra eksempelvis isolering og tegl til el og vvs-materiel. Rockwool er et eksempel på et forholdsvist stærkt brand, som dog stadig udfordres af andre stærke konkurrenter. Et andet eksempel er LK-Fuga som producerer el-materiel. De havde i 2005 en anslået markedsandel på 95%.⁶⁷

Disse leverandører vurderes at have middel til høj forhandlingsstyrke, og det vurderes at være svært for Aarsleff at udskifte disse leverandører.

- *Underentreprenørers forhandlingsstyrke*

Det kan være nødvendigt at benytte sig af underentreprenører i forbindelse med totalentrepriser. Det er en del af strategien hos Aarsleff at specialisere sig inden for en række af processerne, som indgår i byggeri og anlæg. Der kan dog være særlige opgaver, hvor det vil være nødvendigt at benytte underentreprenører, som netop har specialiseret sig inden for dette område. For disse underentreprenører vil forhandlingstyrken være middel til høj afhængig af intern konkurrence inden for specialeområdet.

De situationer, hvor Aarsleff benytter mindre specialiserede entreprenører, vurderes forhandlingstyrken fra disse entreprenørers side at være lav grundet den manglende specialisering.

Det er også almindelig praksis, at de største entreprenører agerer henholdsvis totalentreprenør og underentreprenør på den samme opgave. Dette sker f.eks. for at sprede risikoen eller fordi det er meget store projekter, som kræver meget kapacitet.

Her vurderes forhandlingstyrken at være lav til middel, da sådanne aftaler indgås via udbud som tidligere beskrevet.

I årene 2010 og frem til i dag, vurderes Aarsleffs overordnede følsomhed over for underentreprenører at være lav som følge af nedgangen i byggeriet. Dette har samtidig med Aarsleffs stigende omsætning givet en stærkere forhandlingssituation i forhold til underentreprenører.

⁶⁷ <https://ing.dk/artikel/nye-danske-saerregler-spaerrer-billige-stikkontakter-102568>

- *Medarbejderes forhandlingsstyrke*

De timelønnede medarbejdere i branchen har tradition for at være organiserede i fagforeninger og indgå kollektive ansættelsesaftaler. Det betyder, at de organiserede medarbejdere har en høj forhandlingsstyrke over for virksomhederne. Dette vurderes også at være tilfældet fremover, selvom fagforeningernes styrke synes reduceret i årene efter krisen og frem til nu⁶⁸.

Trussel fra kunderne

Kunderne i branchen er altovervejende professionelle aktører. Som det tidligere er beskrevet, er det offentlige en betydelig kunde. De har til dels deres egne byggeafdelinger, men benytter sig i stort omfang af eksterne rådgivningsfirmaer. Netop disse rådgivningsfirmaer spiller en ikke ubetydelig rolle. I grove træk er der i et byggeprojekt tre overordnede parter. En Bygherre eksempelvis staten, et rådgiverfirma eksempelvis arkitekt/ingeniørfirma og en totalentreprenør. Den reelle kunde er bygherren, men rådgiverfirmaet kan langt hen ad vejen være den afgørende forhandlingspartner. Dette "set up" vil langt hen af vejen være magen til, når bygherren eksempelvis er en privat virksomhed. For at sikre optimal konkurrence er der som tidligere beskrevet lovgivet inden for området. Der er krav om udbud ved entreprisenummer af en vis størrelse. Ved mindre entreprisenummer gælder "tilbudsloven", som lovgiver om fremgangsmåden ved indhentning af tilbud⁶⁹.

Byggeri og anlæg er uanset om det er det offentlige eller en privat bygherre en stor investering relativt set. Differentieringsgraden af selve produktet vurderes at være lav, og disse to forhold gør at kunderne er meget prisfølsomme. Høj prisfølsomhed, lovgivningen, samt det faktum at rådgivningsfirmaer i praksis fungerer som kunder, og dermed også har indflydelse på hvem der bliver inviteret til et udbud eller til tilbudsgivning, betyder at kunderne har en relativ høj forhandlingsstyrke og at truslen fra kunderne dermed er høj.

Intern rivalisering i branchen

I indledningen nævner jeg de nærmeste konkurrenter Pihl og Søn og MT Højgaards og deres henholdsvis konkurs og økonomiske udfordringer. Det er tankevækkende at to ud af de tre største aktører enten er gået konkurs eller har store problemer med at skabe værdi. I afsnit 4.1 konstateres det desuden at differentieringsgraden generelt er lav. Disse forhold vidner om, at der har været en kraftig intern

⁶⁸ <http://www.arbejdslivinorden.org/nyheter/nyheter-2011/article.2011-10-28.8356541648>

⁶⁹ <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=113858>

rivalisering i branchen. Den rivalisering må alt andet lige være blevet betydeligt reduceret i forbindelse med de to nærmeste konkurrenters udfordringer til fordel for Aarsleff.

Delkonklusion Porters Five Forces

Årsregnskaberne fra Aarsleff viser stigende omsætning og overskudsgrad de seneste fem år ⁷⁰. Konsolideringen i blandt de største danske entreprenører, kombineret med lave overskudsgrader for branchen, har tilsyneladende reduceret graden af konkurrence både internt i branchen men også i forhold til nye indtrængere. Hertil kommer, at efterspørgslen på materialer har været faldende, hvilket har reduceret priser og forhandlingsstyrke hos leverandørerne. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes ikke betydelig reduceret, der kan dog have været situationer hvor Aarsleffs grundet deres store kapacitet har været prækvalificeret til større opgaver. Samlet set vurderes det af størst betydning for Aarsleff, at den interne rivalisering i branchen har været reduceret, hvilket har ført til en fordelagtig konkurrencesituation.

De største risici fremadrettet er, at graden af konkurrence i branchen igen vil øges og dermed truslen fra potentielle indtrængere. Nedenfor er desuden identificeret de øvrige faktorer, som vil have den største betydning for Aarsleff i fremtiden.

Trusler:

- Øget konkurrenceintensitet
- Pres på indtjeningen
- Forbedret forhandlingsstyrke leverandører

4.3 Porters generiske strategier

- *Hvilken generisk strategi følger Aarsleff, og vil den valgte strategi føre til øget vækst i omsætning og indtjening i fremtiden?*

Aarsleff skriver selv i deres Mission, vision og værdier⁷¹

"Vi er en dominerende aktør på de markeder, hvor vi vælger at positionere vores industrielle aktiviteter"

"Vi opnår stordriftsfordele og lønsom vækst ved fortsat at udvikle løsninger og standarder og forbedre produktivitet og effektivitet"

⁷⁰ Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

⁷¹ <http://www.aarsleff.dk/om-aarsleff/mission-vision-og-værdier>

Ved at specialisere sig inden for udvalgte områder af byggeriet, er der potentiale for stordriftsfordele og dermed at kunne reducere omkostningerne. Stordriftsfordelene kan eksempelvis opstå, når der udføres den samme type anlægsopgaver igen og igen.

Specialisering og udvikling inden for udvalgte områder, er en måde Aarsleff forsøger at differentiere sig fra konkurrenterne på.

”Vi realiserer synergier, fordi alle vores forretningsenheder bidrager selvstændigt og samtidig bidrager til koncernens synergi i one company-samarbejder”⁷²

De ovenfor beskrevne stordriftsfordele kan blive yderligere forstærket af den synergi, som er mulig at opnå afdelingerne imellem, og kan også betyde reduktion i omkostningerne. Synergieffekterne kan også være en måde, Aarsleff kan differentiere sig fra konkurrenterne. Ved at have afdelinger med hvert deres speciale under eget tag og som har erfaring i at arbejde sammen, kan Aarsleff tilbyde kunder totalløsninger, hvor de varetager hele processen.

I afsnit 4.1 konstateres det, at differentieringsgraden i branchen at være lav. Det færdige produkt, som Aarsleff leverer, kan dog omvendt heller ikke udelukkende betegnes som et standardprodukt. Der er høj fokus på omkostningsminimering, men der er samtidig også fokus på at kunne differentiere sig i forhold til konkurrenterne. Det vurderes derfor at Aarsleffs generiske strategi er en fokusstrategi.

⁷² <http://www.aarsleff.dk/om-aarsleff/mission-vision-og-værdier>

Delkonklusion Porters generiske strategier

Aarsleff forsøger at gennemføre fokusstrategien ved at lade specialafdelingerne fungere som en slags nicheforretninger. Formålet er at opnå stordriftsfordele og synergieffekter og dermed at øge virksomhedens værdi.

Risikoen er, at der ikke opstår de ønskede effekter. Synergieffekten kan udeblive, hvis f.eks. de enkelte afdelinger bekæmper hinanden frem for at samarbejde. Omkostningsminimeringen kan udeblive, hvis eksempelvis en afdeling ikke performer optimalt og dermed reducerer overskudsgraden på den samlede opgave. Eller hvis et datterselskab inden for et af hovedområderne ikke performer optimalt og derved trækker den samlede indtjening inden for området ned.

De vigtigste elementer af fokusstrategien for værdiskabelsen i fremtiden er anført nedenfor.

Muligheder:

- Yderligere differentiering

Trusler:

- Stigende omkostninger

4.4 Ressourcer og kompetencer

- *Hvilke ressourcer og kompetencer skaber værdi for Aarsleff, og hvordan er Aarsleff rustet til fremtiden med de nuværende ressourcer og kompetencer?*

Materielle anlægsressourcer

Aarsleff har i den seneste årsrapport materielle anlægsaktiver for 1,743 mia. kr., hvor af grunde og bygninger udgør 615 mio. kr. og produktionsanlæg og maskiner 993 mio. kr.⁷³. Specialiserede produktionsanlæg og maskiner er en vigtig del af den Fokusstrategi, som er beskrevet i forrige afsnit. De kan både være medvirkende til en reduktion i omkostningerne, og de kan samtidig være med til at differentiere Aarsleff fra konkurrenterne. I afsnit 4.2 under "truslen fra nye indtrængere" konstateres det, at der ikke er de store indgangsbarrierer, da det meste materiel som udgangspunkt kan lejes. Dette betyder, at differentieringseffekten og omkostningsreduktionen udelukkende opstår ved en vis specialisering af anlægsaktiverne. De vigtigste er nedenfor identificeret og yderligere beskrevet.

⁷³ Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

- *Strømpeforing*

Aarsleff udfører traditionel kloakrenovering. Dette indebærer opgravning og udskiftning af eksisterende kloakinstallationer, og dette er både forbundet med store omkostninger og trafikale gener. Strømpeforing er et alternativ til traditionel renovering, hvor de eksisterende kloakrør fores med en strømpe. Man undgår dermed en total opgravning. Aarsleff har selv udviklet denne metode for mere end 30 år siden og har eget produktionsanlæg og maskiner. Metoden er løbende blevet udviklet i et tæt samarbejde mellem produktion, ingeniører og de folk som udfører foringerne⁷⁴.

Strømpeforing er et godt eksempel på Aarsleffs fokus på omkostningsminimering samtidig med fokus på differentiering. Dette sker ved at tilbyde et billigere alternativ til traditionel kloakrenovering. Ved selv at udvikle og producere produktet, kan Aarsleff adskille sig fra de konkurrenter som udelukkende udfører men ikke producerer. Strømpeforing hører under segmentet "kloak", og det har ikke været muligt at indhente data på, hvor stor en del af omsætningen i dette segment, der kommer fra strømpeforing og hvor stor en del, der kommer fra traditionel kloakrenovering. Strømpeforing vurderes samlet at være af stor betydning i forhold til Aarsleffs fokusstrategi.

Aarsleff Rail A/S

Aarsleff Rail, et datterselskab i Aarsleff koncernen, har specialiseret sig i anlæg, renovering og vedligeholdelse af jernbaner. Udover medarbejdere med specielle kompetencer har Aarsleff også investeret i specialfremstillet værktøj og materiel til at udføre dette arbejde. Der er flere af disse elementer der forholdsvis nemt vil kunne efterlignes af konkurrenterne. Kombinationen af materiel, knowhow og kapacitet vurderes alligevel at give Aarsleff en vis form for differentieringsgrad inden for dette område.

Pælefundering

"Aarsleff er Nordeuropas førende specialentreprenør inden for fremstilling af fundering med piloteringspæle"⁷⁵. I mange årtier har det traditionelle rendefundament i beton, været den foretrukne måde at udføre fundamenter på. Pælefundering er jernarmerede betonpæle, som graves eller bankes ned i jorden, og dermed kommer til at udgøre et punktfundament. Opfindelsen med pælefundamenter, kan nok ikke tilskrives Aarsleff, da der i over 100 år er bygget med pælefundamenter. Disse pæle bestod i modsætning til nutiden af eksempelvis egetræ, og er især blevet brugt i områder med blød undergrund,

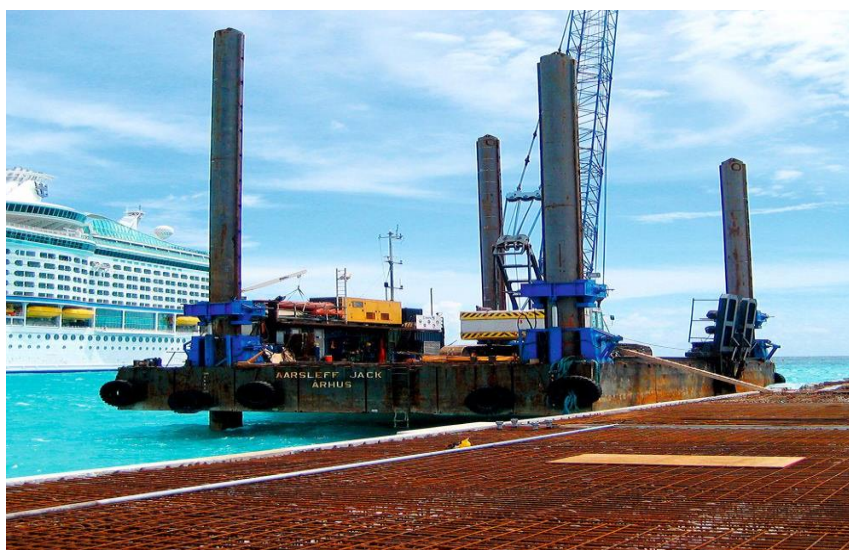
⁷⁴ <http://www.aarsleff.dk/kompetencer/klimatilpasning/kloak>

⁷⁵ <http://www.aarsleff.dk/kompetencer/byggeri/pælefundering>

hvor det er nødvendigt at fundere i mange meters dybde⁷⁶. Aarsleff udfører ikke kun pælefundering som entreprenør, men har egne produktionsanlæg i flere lande. De er desuden lagerførende, og har egne udviklingsfolk med speciale inden for dette område⁷⁷. Pælefundering er et alternativ, og en videreudvikling af traditionel fundering. Med egen udvikling og produktion, kan Aarsleff tilbyde et unikt produkt, og dette vurderes af have stor betydning for differentiering i forhold til konkurrenter.

Større flydende enheder og Jack-up-flåder

Afdelingen "Havne og Vandbygning" råder over adskillige større flydende enheder herunder jack-up-flåder⁷⁸. En Jack-up-flåde er en flydende enhed, med ben. Enheden kan så flyttes til den aktuelle byggeplads, og sænker man benene ned på havbunden, således at flåden bliver hævet over vandet, og man derfra kan udføre forskellige arbejdsopgaver. De øvrige flåder er alt fra materialepramme, til specialindrettede arbejdsstationer til meget specifikke opgaver. Jo mere specialindrettede den flydende materiel er, jo større er differentieringseffekten for Aarsleff.



Figur 10 Billede af Jack-up-flåde⁷⁹

Immaterielle ressourcer

Patenter og andre immaterielle aktiver udgør knap 31 mio. kr. hvilket er en meget lille del af den samlede balancesum på 5.990 mio. kr.⁸⁰. I afsnittet "materielle anlægsressourcer" er beskrevet de vigtigste

⁷⁶ <http://www.danskbyggeskik.dk/article/show.action?article.id=49>

⁷⁷ <http://www.aarsleff.dk/kompetencer/byggeri/pælefundering>

⁷⁸ <http://www.aarsleff.dk/kompetencer/infrastruktur/havne-og-vandbygning>

⁷⁹ <http://www.aarsleff.dk/aarsleff-world/havet/havnebygning-niveau-3>

materielle anlægsressourcer, og de vigtigste immaterielle ressourcer er direkte forbundet til dem. For den viden, erfaring og udvikling som vedrører disse materielle ressourcer, vurderes at være de vigtigste immaterielle ressourcer som Aarsleff besidder. For det meste er disse ikke patenterbare, men de er dog stadig med til at differentiere Aarsleff fra konkurrenterne.

Navnet Aarsleff, og en historie der går mange år tilbage i tiden, vurderes at være den anden vigtigste immaterielle ressource. Mange års eksistens kan tolkes som stabilitet, og den jyske oprindelse er i hvert fald i Danmark, heller ikke dårligt for "brandet" Aarsleff.

Menneskelige ressourcer

Aarsleff har 4932 medarbejdere, hvoraf ca. 1700 er ingeniører, teknisk og administrativt personale. De resterende ca. 3200 er timelønnede⁸¹. Det har ikke været muligt at fremskaffe data om medarbejdernes anciennitet og generelle forhold, men antallet er steget stødt i perioden fra 2009/2010 hvor antallet var 3162 totalt. Det har altså i denne periode været muligt for Aarsleff, at øge antallet af medarbejdere med 36%. At Aarsleff har klaret sig betydelig bedre igennem krisen, har formodentlig betydet, at det har været lettere at tiltrække kvalificerede medarbejdere til virksomheden. En øget aktivitet i branchen i fremtiden kan betyde, at det bliver sværere at tiltrække de rigtige medarbejdere. I PESTEL-analysen er desuden beskrevet, hvordan kvalificeret arbejdskraft kan blive den helt store udfordring. Menneskelige ressourcer vurderes at være vigtige for at opretholde fokusstrategien. I særdeleshed i kombination med udvikling af de ovenfor beskrevne materielle aktiver. At kunne holde på medarbejdere og tiltrække nye, vurderes dog samtidig at kunne blive en af de helt store udfordringer for Aarsleff.

Finansielle ressourcer

I overordnede termer gennemgås Aarsleffs vigtigste finansielle ressourcer nedenfor. I den efterfølgende regnskabsanalyse vil de gennemgå en dybere analyse.

Gældsstørrelse

Aarsleff's langsigtede mål er en nettogæld på 0,- og af regnskabsanalysen fremgår det at det mål er nået i det seneste regnskabsår 2014/2015. I PESTEL-analysen er bankernes stramme udlånspolitik beskrevet, og der er også øvrige indikationer på, at vi ikke er helt fri af krisen. Gæld er ikke ubetinget negativt, så længe

⁸⁰ Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

⁸¹ Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

afkastet på den investerede kapital er større end låneomkostningerne. Det vurderes dog i det nuværende marked og alt andet lige, at være en fordel med en lav eller ingen gældsandel.

Tilgodehavender

De opgaver som Aarsleff udfører, udføres typisk over en vis tidsperiode. En enkelt opgave kan udgøre en relativ stor del af den samlede omsætning. Det er derfor vigtigt at sikre sig betaling for opgaven. En væsentlig del af omsætningen kommer fra det offentlige⁸², hvor risikoen for tab på tilgodehavender er minimal. Den øvrige omsætning er udsat for almindelig kreditrisiko. Det er en fordel for Aarsleff at en væsentlig del af omsætningen kommer fra det offentlige, og dette reducerer risikoen for tab på debitorer. Risikoen i fremtiden er som beskrevet i PESTEL-analysen, at de offentlige investeringer reduceres. Aarsleff skal dermed ud og hente omsætning andre steder med en øget kreditrisiko til følge.

Stigende aktiekurs

Aktiekursen er steget 509,3% i perioden 30/9-2011 – 30/9-2015, som det fremgår af figur 11. Til sammenligning er C20 indekset steget 163,3% i samme periode.



Figur 11 Aktiekurs Aarsleff vs. C20⁸³

Den højere markedsværdi er udtryk for stor tillid fra investorerne, og er i sig selv en unik ressource i mange sammenhænge. Det gør det nemmere og billigere at skaffe fremmedkapital, og det kan prækvalificere Aarsleff til opgaver. Der er den risiko, at aktien er overvurderet, og der derfor kan komme pludselige fald. Dette vil jeg se nærmere på i værdiansættelsen.

⁸² Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

⁸³ <http://www.euroinvestor.dk/boeser/nasdaq-omx-copenhagen/per-aarsleff-b-a-s/206378/graf>

Kernekompetencer

Aarsleffs kernekompetencer, som er drevet af den generiske strategi tidligere beskrevet, konkluderes at være følgende:

- Mangeårig erfaring
- Udvikling
- Know how

Disse kompetencer vurderes at være svære og tidskrævende at konkurrere imod. De er hver for sig, men i særdeleshed sammen med den samlede kapacitet, som virksomheden besidder, den primære årsag til at Aarsleff opnår en vis differentiering i forhold til konkurrenterne og samtidig kan reducere omkostningerne.

Delkonklusion ressourcer og kompetencer

Egne produktions anlæg inden for udvalgte områder, specialmateriel, know how, erfaring og udvikling vurderes at være af største betydning for værdiskabelsen i Aarsleff frem til i dag. Disse ressourcer og kompetencer vurderes, især i forening, at være meget vigtige elementer i Aarsleffs fokusstrategi.

Mange af de ressourcer og kompetencer som Aarsleff besidder, kan dog på sigt, efterlignes af konkurrenter. Der er ikke den store beskyttelse i form af patenter, og noget af differentieringen består alene i, at Aarsleff selv står for både udvikling, produktion og udførelse, altså den samlede værdikæde. Nedenfor er angivet de ressourcer og kompetencer som vil have størst betydning for Aarsleff i fremtiden.

Styrker:

- Know how
- Egen udvikling og produktion
- Specialmateriel
- Lav nettogæld

Svagheder:

- Kompetencer og ressourcer kan efterlignes

4.5 Ansoffs vækstmatrice

Officiel vækststrategi

- *Hvordan skaber Aarsleff vækst i dag, og hvordan er udsigterne til vækst i fremtiden?*

Den officielle vækststrategi for Aarsleff er *"Koncernens vækst og udvikling vil fortsat ske gennem en kombination af organisk vækst og tilkøb inden for specialentreprenørkompetencer og med fokus på lønsomhed."*⁸⁴.

Ved gennemgang af Aarsleffs årsrapporter konstateres det, at der historisk er opkøbt adskillige virksomheder. Disse er i dag enten datterselskaber i koncernen, eller er blevet en integreret del af en eksisterende afdeling. Siden 2010 har Aarsleff overtaget 7 virksomheder⁸⁵. Alle 7 virksomheder er beskæftiget inden for samme områder, som Aarsleff opererer inden for. Der er både tale om virksomheder hvor Aarsleff i forvejen har en ejerandel, og virksomheder hvor de erhverver 100% af aktiekapitalen. Ansoff betegner denne vækststrategi integration, som beskrevet i afsnit 2.4. De omtalte seneste 6 virksomhedsopkøb vurderes, at være horisontal integration, da det er konkurrerende virksomheder som opkøbes, for at øge markedsandelen på markeder, hvor Aarsleff i forvejen er repræsenteret.

Intensiteten af opkøb, og summen på de identificerede opkøb kan dog ikke forklare den vækst på gennemsnitlig 19,33%⁸⁶, der har været i eksempelvis omsætningen de seneste 5 regnskabsår. En stor del af væksten vurderes derfor også at komme fra organisk vækst. Ansoff betegner denne vækststrategi som intensivering. Intensivering består af de tre strategier markedsindtrængning, markedsudvikling og produktudvikling. Nedenfor vil det blive vurderet, i hvilken grad Aarsleff har benyttet sig af de tre strategier.

- *Markedsindtrængning*

Aarsleffs største marked er det danske. I PESTEL-analysen under "eksport" konstateres det at, mens den samlede omsætning er steget kraftigt de sidste 5 år, er andelen af omsætningen der kommer fra eksport faldet fra 45% i 2010 til 31% i 2014. Det betyder, at den største del af væksten i omsætningen kommer fra hjemmemarkedet Danmark. En af årsagerne til at det har været muligt at øge markedsandelen finder vi i afsnit 4.2. Her blev det konkluderet, at den interne rivalisering i branchen og i særdeleshed på hjemmemarkedet er reduceret som følge af Pihl og Søns konkurs og MT Højgaards økonomiske udfordringer. Væksten vurderes desuden at være drevet af eksisterende produkter og ydelser. I afsnittet

⁸⁴ <http://www.aarsleff.dk/ext/investorer/langsigtede-m%C3%A5l>

⁸⁵ <http://www.aarsleff.dk/ext/investorer/selskabsmeddelelser>

⁸⁶ Jf. regnskabsanalysen

Ressourcer og Kompetencer beskrives udvikling som en af Aarsleffs kernekompetencer. Denne udvikling vedrører ikke i den forstand nye produkter og ydelser, som ligger langt fra de områder Aarsleff opererer inden for i dag. Derimod vedrører den primært videreudvikling og forbedring af eksisterende produkter og ydelser.

- *Markedsudvikling*

Det er ikke muligt at konstatere hvor meget af omsætningsvæksten der skyldes nye markeder ud fra det datamateriale som er tilgængeligt. Omsætningsfordelingen beskrevet i afsnittet markedsindtrængning viser kun, at en større andel af omsætningen kommer fra det danske marked. Der er dog intet i den foregående analyse som tyder på, at nye markeder med eksisterende produkter, er det som har drevet omsætningsvæksten.

- *Produktudvikling*

Produktudvikling, og i Aarsleffs tilfælde også samtidig udvikling af processer og ydelser, samt nye markeder vurderes heller ikke historisk at være det som har drevet væksten.

Delkonklusion Ansoffs vækstmatrice

Aarsleffs historiske vækst i omsætningen vurderes primært at være drevet af to strategier. Integration som er drevet af opkøb, og intensivering primært via markedsindtrængning som er drevet af organisk vækst. Disse to strategier vurderes at være den altovervejende årsag til væksten i omsætningen frem til i dag. Dette stemmer overens med den officielle vækststrategi. Det udelukkes ikke, at Aarsleff i et mindre omfang har benyttet sig af markedsudvikling eller produktudvikling. Der er dog ikke fundet tegn på dette i analysen.

Intensiveringsstrategien via opkøb er den af de to strategier, som er den mest risikofylde. Det er samtidig den strategi, der hurtigt kan øge markedsandelen for Aarsleff og dermed væksten. Branchen har generelt været meget hårdt ramt af krisen, og det er sandsynligt, at Aarsleff har kunnet foretage nogle fornuftige opkøb i årene efter krisen og frem til i dag. Konkurrencen fra øvrige købere kan også tænkes at have været betydelig reduceret.

I fremtiden kan en bedring af verdensøkonomien og en øget konkurrence i branchen betyde, at det bliver betydeligt sværere at skabe vækst via opkøb. Vælger Aarsleff fortsat at følge denne strategi, er risikoen at komme til at betale en overpris for en konkurrent og derved ikke opnå vækst som forventet.

Vedrørende markedsindtrængning ser det ud til, at Aarsleff har formået at udnytte nogle for dem gunstige år på det danske marked – et marked præget af lavkonjunktur, men også et marked med øgede offentlige investeringer. Derudover er det et marked med reduceret intern rivalisering i branchen.

Styrker

- Bred vækststrategi
- God integration ved opkøb

Svagheder

- Vækst primært fra Danmark
- Forventningspres til vækst

4.6 SWOT

- Hvilke styrker, svagheder, muligheder og trusler vil påvirke værdiskabelsen i Aarsleff i fremtiden, og hvilke faktorer vil have den største betydning?

De identificerede faktorer fra de foregående analyse afsnit er indsat i nedenstående figur.

<i>Muligheder</i> Stigning i det samlede nybyggeri Øget eksport Store udbud Yderligere differentiering	<i>Trusler</i> Nedgang i det offentlige byggeri Øget konkurrenceintensitet Pres på indtjeningen Mangel på kvalificeret arbejdskraft Stigende omkostninger Forbedret forhandlingsstyrke leverandører Erstatningssager garanti
<i>Styrker</i> Know how Egen udvikling og produktion Specialmateriel Lav nettogæld Bred vækststrategi God integration ved opkøb	<i>Svagheder</i> Kompetencer og ressourcer kan efterlignes Vækst primært fra Danmark Forventningspres til vækst

Figur 12 SWOT⁸⁷

⁸⁷ Egen tilvirkning

Nedgang i det offentlige byggeri ses som den klart største trussel mod Aarsleffs fremtidige vækst. I afsnit 4.1 er illustreret hvordan de offentlige investeringer i 2013 nåede et historisk højt niveau, hvorefter de falder. Nedgangen i det offentlige byggeri er tæt forbundet med en bedring i samfundsøkonomien, og som et resultat af denne bedring forventes det samlede nybyggeri at stige. Det vurderes at være den vigtigste mulighed for Aarsleff i fremtiden for at kunne skabe vækst. Styrker som Know how, egen udvikling og produktion samt specialmateriel vurderes i fremtiden at kunne medvirke til, at Aarsleff er i stand til at hente vækst fra markeder der vokser, som compensation for markeder der skrumper.

Markeder i vækst relaterer sig også til muligheden for øget eksport. Aarsleff er i dag til stede på en del eksportmarkeder, sågar med egne produktionsanlæg flere steder, og vurderes at besidde en del viden i relation til de enkelte eksportmarkeder. Dette giver mulighed for at øge omsætningen her, ved at vinde markedsandele med nuværende produkter og ydelser eller ved at udvide udbuddet af disse. Der er også mulighed for at gå ind på nye markeder, hvor Aarsleff ikke er repræsenteret i dag. Nogle af de områder som Aarsleff har specialiseret sig inden for, henvender sig primært til det offentlige eksempelvis Aarsleff Rail. Der er en klar markedsbegrænsning og risiko for markedsmætning i Danmark inden for disse specialiserede områder, og eksporten er derfor vigtig for at kunne udnytte de ressourcer og specialkompetencer, som de enkelte afdelinger besidder.

På trods af den forventede nedgang i de offentlige investeringer, vurderes udbud af større anlægsprojekter som broer og jernbaner, stadig at være en vigtig faktor i Aarsleffs fremtidige værdiskabelse. Den kapacitet og de ressourcer som virksomheden i dag besidder, gør det muligt at byde på projekter af en vis størrelse, og virksomheden har erfaringer med denne type projekter.

En bedring i samfundsøkonomien og dermed en stigning i nybyggeriet vil medføre en øget konkurrenceintensitet. Øget konkurrence og kundernes høje forhandlingsstyrke vil i fremtiden kunne føre til pres på indtjeningen. Den bedste mulighed for Aarsleff til at kunne imødekomme dette vil være yderligere differentiering, og differentiering er netop et af elementerne i den identificeret fokusstrategi i afsnit 4.3. Yderligere differentiering og specialisering vurderes at kunne gøre det sværere for konkurrerende virksomheder at efterligne Aarsleff.

Yderligere trusler i fremtiden, som vurderes at have en vis betydning for Aarsleffs vækst, og som er relateret til forventningen om generel bedring af samfundsøkonomien, er mangel på kvalificeret arbejdskraft og deraf forbedret forhandlingsstyrke for medarbejdere.

I afsnit 4.5 konstateres det, at Aarsleffs vækststrategi er en kombination af organisk vækst og opkøb. En bred vækststrategi vurderes at være en styrke, og da de vurderes at det er lykkedes at integrere de opkøbte

virksomheder i koncernen med succes, er disse opkøb samtidig med til at fremme den organiske vækst. Væksten vurderes primært at komme fra det danske marked og primært fra offentligt byggeri jf. ovenstående. Dette betyder, at der er en vis usikkerhed om hvorvidt Aarsleff vil kunne præstere i fremtiden, hvis væksten skal hentes på eksportmarkederne. Eksportmarkeder vurderes alt andet lige at være forbundet med større risiko. En fortsat forventning om vækst kan også føre til opkøb, som ikke tilføjer den forventede vækst i omsætning og indtjening.

4.7 Delkonklusion på strategisk analyse

Det konkluderes ud fra analysen af Aarsleffs omverden, at flere forhold i denne, har været årsag til den værdiskabelse, som er sket i virksomheden frem til i dag. Dog vurderes øgede offentlige investeringer som den klart vigtigste årsag, men også adgangen til kvalificeret arbejdskraft og prækvalifikation til store udbud har haft en afgørende betydning. Disse omverdensforhold har været et resultat af finanskrisen, og det konkluderes, at de ikke kommer til at have den samme betydning for værdiskabelsen i Aarsleff i fremtiden. Ændrede omverdensforhold vil primært have negativ betydning for budgetteringen af omsætningen.

Graden af intern rivalisering i branchen og truslen fra udefrakommende har været reduceret frem til i dag, og det konkluderes, at denne rivalisering vil stige i fremtiden. Øget konkurrence vil have negativ betydning i forhold til budgettering af primært overskudsgraden, men også omsætningen.

Aarsleffs fokusstrategi gør, at virksomheden opererer inden for mange forskellige specialer, som dog alle er relateret til hinanden. Det konkluderes at dette "set up" har skabt værdi for virksomheden frem til nu, og at det også vil have en positiv indvirkning på værdiskabelsen i fremtiden. Det samme gælder for virksomhedens ressourcer og kompetencer. Aarsleff besidder værdiskabende ressourcer og kompetencer i dag, men da langt størstedelen af disse kan efterlignes af konkurrenter, er det ikke givet at de pr. definition også vil skabe værdi i fremtiden. Det konkluderes dog at det nuværende "set up" under løbende udvikling også vil skabe værdi i fremtiden. Fokusstrategien vil primært have positiv betydning for overskudsgraden i budgetteringen, men også for omsætningen.

Aarsleff har frem til i dag skabt vækst, og denne vækst er skabt via en kombination af organisk vækst og opkøb. Det konkluderes, at Aarsleff har formået at skabe værdi ved anvendelsen af begge disse vækststrategier. Det konkluderes desuden, at det i fremtiden overordnet vil være sværere for Aarsleff at

skabe vækst. Det vil have en negativ indvirkning på den fremtidige budgettering af omsætning, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed.

Den samlede konklusion på strategianalysen er, at de fleste forhold som har været grundlaget for den vækst, som virksomheden har oplevet frem til i dag, vil i større eller mindre grad ændre sig i fremtiden. Nye forhold betyder forhøjet risiko, og det konkluderes, at det ikke vil være muligt at opretholde den samme høje vækst i omsætningen i fremtiden. Rentabiliteten, og dermed overskudsgraden og aktivernes omsætnings hastighed, vil være faldende.

5 Regnskabsanalyse

5.1 Regnskabskvalitet

Aarsleff aflægger årsregnskaber i overensstemmelse med IFRS, de yderligere krav Nasdaq Copenhagen stiller til børsnoterede selskaber samt IFRS-bekendtgørelsen, som er udstedt i henhold til årsregnskabsloven⁸⁸. Regnskabspraksis er ikke ændret i de gennemgåede årsrapporter, som ligger til grund for regnskabsanalysen. Det primære revisionsfirma har igennem hele perioden været PricewaterhouseCoopers.

Store bygge og anlægsprojekter kan løbe over længere tid, og over flere regnskabsår. De er som hovedregel delt op i etaper og delbetalinger, hvilket gør det muligt at indtægtsføre dele af opgaven, som vedrører det pågældende regnskabsår. Dette sker i henhold til produktionsprincippet og vurderes at give et retvisende billede af årsregnskaberne og de indtægter, der vedrører hvert enkelt regnskab.

Regnskaberne giver indtryk af ensartede principper og praksis, og der er ikke forhold der giver anledning til yderligere korrektioner, ud over de korrektioner som Aarsleff selv har foretaget de efterfølgende år.

5.2 Reformulering

Der er valgt at tage udgangspunkt i regnskaberne fra 2006/2007 og frem. Dette sker for at vurdere udviklingen i Aarsleff, fra en periode med højkonjunktur, til en periode med en verdensomspændende finansiell krise, og samtidig for at finde en forklaring på, hvorfor Aarsleff tilsyneladende har klaret sig bedre igennem krisen end deres nærmeste konkurrent.

Formålet med reformulering af balancen er at opdele aktiver og passiver i henholdsvis drift og finansiering, således at de poster på balancen som vedrører driften, altså Aarsleffs kerneforretning, fremstår adskilt fra de poster som vedrører finansiering af virksomheden. Hermed afdækkes Aarsleffs evne til at skabe overskud via driften⁸⁹

Ligeledes er formålet med reformulering af resultatopgørelsen, en opdeling af drift og finansiering. Opdelingen bliver her i et overskud fra driften og i netto finansielle omkostninger. Desuden inkluderes "dirty surplus" poster fra totalindkomstopgørelsen i den reformulerede resultatopgørelse, for at denne skal vise den samlede indkomst til ordinære aktionærer⁹⁰.

⁸⁸ Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

⁸⁹ Sørensen, Ole (2012), s. 158

⁹⁰ Sørensen, Ole (2012), s. 158

Reformulering af balancen

Den foregående strategiske analyse har givet et godt indblik i Aarsleffs kerneforretning. Det giver et godt udgangspunkt for at kategorisere de enkelte poster i balancen, og langt de fleste er oplagt drift eller finansieringsposter. Posten "likvide beholdninger" er i reformuleringen fordelt mellem drift og finansiering. Driftslikviditeten er estimeret til 2% af omsætningen, da der ikke i årsrapporten fremgår skøn over den nødvendige driftslikviditet⁹¹.

Den reformulerede balance for Aarsleff i summarisk form ser således ud:

Reformuleret balance									
Aktiver (TDKK)	Årsrapport 2006/2007	Årsrapport 2007/2008	Årsrapport 2008/2009	Årsrapport 2009/2010	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Driftsaktiver	2.611.086	3.017.721	2.809.165	3.182.983	3.846.899	3.799.950	4.332.098	4.810.934	5.133.199
Rentebærende aktiver	115.477	197.613	348.164	330.500	519.948	441.945	204.521	152.280	856.947
Aktiver i alt	2.726.563	3.215.334	3.157.329	3.513.483	4.366.847	4.241.895	4.536.619	4.963.214	5.990.146
Passiver (TDKK)	Årsrapport 2006/2007	Årsrapport 2007/2008	Årsrapport 2008/2009	Årsrapport 2009/2010	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Driftsmæssige forpligtelser	1.140.867	1.388.481	1.273.704	1.598.592	2.021.004	1.923.193	1.953.639	2.515.540	3.092.624
Rentebærende gæld	535.717	575.214	532.927	517.251	873.992	724.954	858.650	495.366	632.419
Minoritetsinteresser	0	4.640	2.667	42	0	0	11.019	7.584	6.585
Egenkapital	1.049.979	1.246.999	1.348.031	1.397.598	1.471.851	1.593.748	1.713.311	1.944.724	2.258.518
Samlet finansiering	2.726.563	3.215.334	3.157.329	3.513.483	4.366.847	4.241.895	4.536.619	4.963.214	5.990.146

Figur 13 Reformuleret balance summarisk

Den fulde reformulerede balance fremgår af bilag 1.

Reformulering af resultatopgørelsen

Samtidig med reformuleringen af resultatopgørelsen til brug for nøgletalsanalysen, er der foretaget en opdeling af både drift og finansiering, i permanente og udsædvanlige poster. Skattebeløbet i resultatopgørelsen er desuden fordelt ud på de forskellige overskud, for at bringe posterne på efter-skat basis⁹². Dette skal bruges til budgettering af permanente tilbagevendende poster i værdiansættelsen.

⁹¹ Sørensen, Ole (2012), s. 161

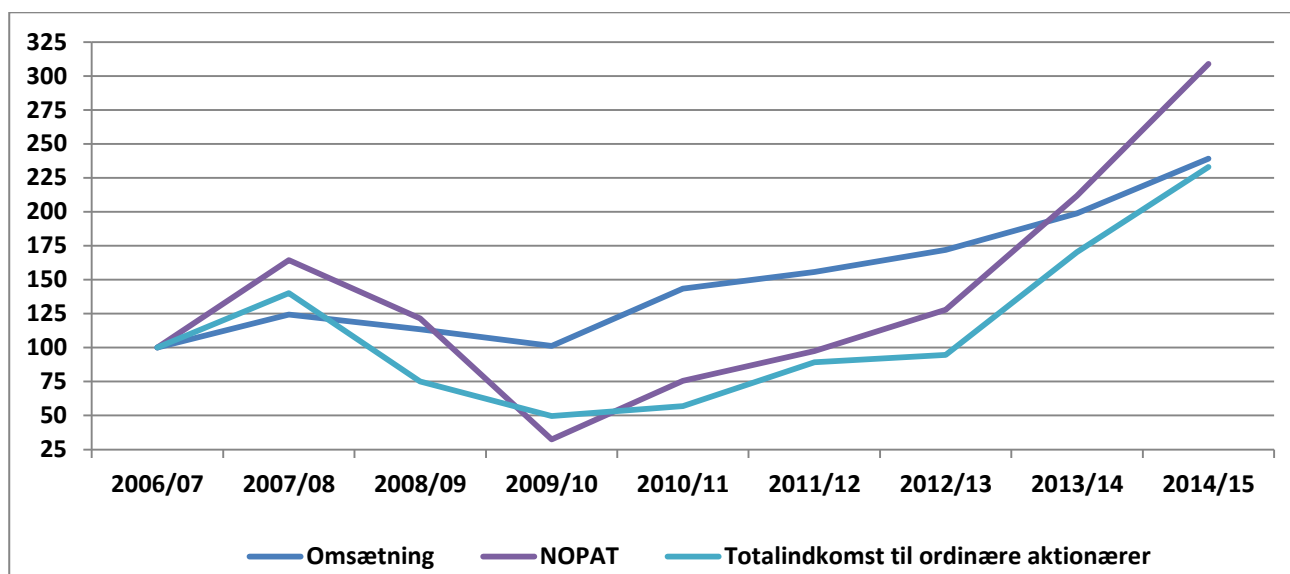
⁹² Sørensen, Ole (2012), s. 173

Poster fra totalindkomstopgørelsen som er "Valutakursregulering ved omregning af udenlandske virksomheder" og "Dagsværdireguleringer af afledte finansielle instrumenter, netto" er kategoriseret under usædvanlige finansielle omkostninger, da de vurderes at vedrøre finansfunktionen i Aarsleff.

Den reformulerede resultatopgørelse fremgår af bilag 2.

5.3 Common-size- og Trend-analyser

Af trend-analysen er Omsætning, NOPAT og totalindkomst vist grafisk nedenfor.



Figur 14 Trend-analyse

Alle tre kurver har en top i 07/08 hvor finanskrisen for alvor sætter ind. Herefter falder de alle tre frem til 09/10. Det er værd at bemærke, at faldet i omsætningen er betydelige svagere end faldet i overskuddet på driften. Faktisk når omsætningen ikke længere ned end i 06/07 hvor der var højkonjunktur. Det kraftige fald i NOPAT skyldes kombinationen af faldende omsætning kombineret med stigende Core driftsomkostninger samt af- og nedskrivninger. Fra 09/10 og frem er alle tre kurver stigende igen. NOPAT og Totalindkomstkurven har et knæk i 12/13, hvor de bliver stejlere end omsætningskurven. Forklaringen på dette er grundlæggende at Core driftsomkostninger samt af- og nedskrivninger udgør en stadig mindre del af den totale omsætning som er stigende. Trend-analysen af den summariske balance er dog også med til at forklare knækket i 12/13.

Reformuleret balance (trend)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Netto driftsaktiver	100	111	104	108	124	128	162	156	139
Netto finansielle forpligtelser	100	90	44	44	84	67	156	82	-53
Minoritetsinteresser		100	57	1	0	0	237	163	142
Ordinær egenkapital	100	119	128	133	140	152	163	185	215

Tabel 2 Reformuleret balance (trend)

Netto driftsaktiver stiger fra året før over 25%, og netto finansielle forpligtelser bliver mere end fordoblet. Desuden er der igen minoritetsinteresser på balancen. Dette vurderes at være et udtryk for de 3 virksomhedsopkøb, som Aarsleff har foretaget i regnskabsåret 2012/2013⁹³. Det samme gør sig i øvrigt gældende i 10/11, hvor Aarsleff har opkøbt 4 virksomheder⁹⁴.

Organisk vækst og opkøb er tidligere identificeret som Aarsleff vækststrategi. Aarsleff har i den samlede periode formået mere end at fordoble omsætningen. Samtidig er overskuddet på driften mere end tredoblet. Man kan derfor konkludere, at det er lykkedes at opnå de stordriftsfordele og synergieffekter, som er målet med vækststrategien.

5.4 Nøgletal

ROE er øverste niveau i DuPont-pyramiden, og viser Aarsleffs Totalindkomst delt med den gennemsnitlige egenkapital.

Beregning af ROE	Gns. 2006/07 til 2007/08	Gns. 2007/08 til 2008/09	Gns. 2008/09 til 2009/10	Gns. 2009/10 til 2010/11	Gns. 2010/11 til 2011/12	Gns. 2011/12 til 2012/13	Gns. 2012/13 til 2013/14	Gns. 2013/14 til 2014/15
Gennemsnitlige lånerente (r)	4,85%	20,91%	-6,82%	10,49%	-2,25%	4,62%	3,68%	75,08%
SPREAD	9,73%	-10,31%	10,55%	-3,90%	8,97%	3,01%	7,90%	-57,15%
MIA	1,003523	1,021419	1,038051	1,000515	1,000000	0,998409	1,003090	1,003846
Gearing (FGEAR)	0,35	0,22	0,14	0,19	0,21	0,28	0,27	0,03
ROE før MIN ROIC + (NFF/(EK+MIN))*(ROIC-r)	17,96%	8,37%	5,16%	5,85%	8,59%	8,48%	13,72%	16,32%
ROE ((DO - NFO)/(NDA - NFF))	18,02%	8,55%	5,35%	5,86%	8,59%	8,46%	13,77%	16,39%
ROE (ROIC + (NFF/(EK+MIN))*(ROIC-r))*MIA	18,02%	8,55%	5,35%	5,86%	8,59%	8,46%	13,77%	16,39%
ROE, kontrol (SKAL VÆRE NUL)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabel 3 Beregning af ROE

ROE falder under finanskrisen og når et bundpunkt i 09/10. ROE stiger samlet set i de efterfølgende år, hvilket stemmer overens med udviklingen i NOPAT-kurven ovenfor. Der bemærkes dog begrænset stigning og mindre tilbagegang hhv. mellem årene 09/10-10/11 og 11/12-12/13. Dette fremgår ikke så tydeligt af

⁹³ Per Aarsleff A/S årsrapport 2012/2013

⁹⁴ Per Aarsleff A/S årsrapport 2010/2011

udviklingen i NOPLAT, men helt tydeligt i Totalindkomst-kurven. Den begrænsede udvikling i ROE i de nævnte intervaller ser derfor ud til at skyldes ændringer i finansieringsaktiviteterne. For at komme dette nærmere foretages en dekomponering af ROE i drift- og finansieringsaktiviteter.

$$ROE = ROIC + [FGEAR \times (ROIC - r)]^{95}$$

Den finansielle gearing FGEAR reduceres i de første år under krisen. Derefter ses der en betydelig stigning i 10/11 og igen i 12/13, netop de år hvor ROE var svagt stigende og svagt faldende. Ydermere bemærkes det, at ROE stiger i begge de to efterfølgende år, hvor den finansielle gearing ikke er ændret signifikant. I det sidste regnskabsår er gearingen på 0,03. Dette er tæt på det langsigtede mål, som er nul nettogæld⁹⁶. Tabel 4 viser den finansielle gearings forklaring af ROE i forhold til ROIC.

FGEAR forklaring af ROE ift. ROIC	Gns. 2006/07 til 2007/08	Gns. 2007/08 til 2008/09	Gns. 2008/09 til 2009/10	Gns. 2009/10 til 2010/11	Gns. 2010/11 til 2011/12	Gns. 2011/12 til 2012/13	Gns. 2012/13 til 2013/14	Gns. 2013/14 til 2014/15
Investeret kapital (IC) (TDKK)	1.549.729	1.582.351	1.559.926	1.705.143	1.851.326	2.127.608	2.336.926	2.167.984
Netto finansielle forpligtelser (NIBD) (TDKK)	398.920	281.182	185.757	270.397	318.527	468.569	498.607	59.279
Egenkapital (EK) (TDKK)	1.148.489	1.297.515	1.372.815	1.434.725	1.532.800	1.653.530	1.829.018	2.101.621
Gearing (FGEAR)	0,35	0,22	0,14	0,19	0,21	0,28	0,27	0,03
ROIC	14,58%	10,60%	3,73%	6,59%	6,73%	7,63%	11,58%	17,93%
r	4,85%	20,91%	-6,82%	10,49%	-2,25%	4,62%	3,68%	75,08%
SPREAD	9,73%	-10,31%	10,55%	-3,90%	8,97%	3,01%	7,90%	-57,15%
ROE	18,02%	8,55%	5,35%	5,86%	8,59%	8,46%	13,77%	16,39%

Tabel 4 FGEAR forklaring af ROE ift. ROIC

ROIC stiger marginalt fra 10/11 til 11/12, hvorimod ROE stiger knap 3%. Denne stigning i ROE er altså drevet af den finansielle gearing. Fra 12/13 og frem er både ROIC og ROE stigende, hvilket betyder at den forbedrede rentabilitet er drevet af både driftsaktiver og bedre afkast både på drift- og finansieringsaktiviteterne. I 14/15 stiger ROIC betydelig mere end ROE som følge af den meget lave FGEAR.

Den finansielle gearing har betydet en forbedret rentabilitet i ROE. Den forbedrede ROE er dog også samtidig udtryk for, at det også er lykkedes at forbedre rentabiliteten via driftsaktiverne og dermed ROIC. Aarsleffs strategiske mål for vækst var organisk vækst og opkøb, og de gennemgåede historiske nøgletal bekræfter at denne strategi er ført ud i praksis.

For at identificere hvor forbedringen i ROIC kommer fra, dekomponeres ROIC i overskudgrad og aktivernes omsætningshastighed jf. tabel 5.

⁹⁵ Sørensen, Ole (2012), s. 211

⁹⁶ Per Aarsleff A/S årsrapport 2014/2015

Beregning af ROIC	Gns. 2006/07 til 2007/08	Gns. 2007/08 til 2008/09	Gns. 2008/09 til 2009/10	Gns. 2009/10 til 2010/11	Gns. 2010/11 til 2011/12	Gns. 2011/12 til 2012/13	Gns. 2012/13 til 2013/14	Gns. 2013/14 til 2014/15
Overskudsgrad (OG)	4,24%	3,44%	1,34%	1,83%	1,87%	2,20%	3,17%	3,79%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	3,44	3,08	2,78	3,61	3,61	3,47	3,65	4,73
ROIC (DO/IC)	14,58%	10,60%	3,73%	6,59%	6,73%	7,63%	11,58%	17,93%
ROIC (OG*AOH)	14,58%	10,60%	3,73%	6,59%	6,73%	7,63%	11,58%	17,93%
ROIC, kontrol (SKAL VÆRE NUL)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabel 5 Beregning af ROIC

Beregning af OG og AOH viser, at det er OG der har været årsag til den forbedrede rentabilitet set fra bunden i 09/10 og frem. AOH er sågar faldet en smule imellem årene 11/12 og 12/13. Til gengæld er både OG og AOH steget markant fra 13/14 til 14/15. Den markante stigning i ROIC i denne periode vidner om både forbedret indtjeningsevne og samtidig tilpasning af driftsaktiverne.

Den forbedrede OG og forbedringen i AOH kan analyseres yderligere ved en dekomponering. Nedenfor er OG dekomponeret i tabel 6.

OG dekomponeret	Årsrapport 2006/2007	Årsrapport 2007/2008	Årsrapport 2008/2009	Årsrapport 2009/2010	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Omsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Core driftomkostninger	-92,70%	-91,89%	-92,30%	-94,42%	-93,85%	-93,00%	-93,38%	-92,65%	-92,33%
EBITDA	7,30%	8,11%	7,70%	5,58%	6,15%	7,00%	6,62%	7,35%	7,67%
Af- og nedskrivninger	-3,51%	-2,81%	-3,39%	-4,14%	-3,93%	-4,28%	-3,73%	-3,26%	-2,92%
EBIT	3,78%	5,29%	4,31%	1,43%	2,22%	2,72%	2,89%	4,09%	4,75%
Skat	-0,82%	-1,38%	-1,15%	-0,49%	-0,66%	-0,87%	-0,69%	-0,94%	-0,93%
Nopat	2,96%	3,91%	3,16%	0,95%	1,56%	1,85%	2,20%	3,15%	3,82%
Core andet driftoverskud	0,24%	0,23%	0,28%	0,40%	0,27%	0,01%	0,00%	0,02%	-0,03%
Udsædvanlige driftposter	0,24%	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Samlet OG	3,44%	4,24%	3,44%	1,34%	1,83%	1,87%	2,20%	3,17%	3,79%
Kontrol	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tabel 6 OG dekomponeret

Driftsomkostningerne når en top i 09/10, hvorefter de er faldende de følgende to år. I 12/13 er der en stigning, hvorefter driftsomkostningerne igen er faldende. Stigningen i 12/13 vurderes at have forbindelse til de opkøb, som er foretaget i det regnskabsår, og som kan have betydet en midlertidig stigning. De falder som nævnt igen året efter, hvilket vurderes at være udtryk for, at de opkøbte virksomheder hurtigt er blevet integreret i Aarsleff, og at der er kommet styr på omkostningerne. Det bemærkes, at opkøbene i 10/11 ikke umiddelbart kan registreres i driftsomkostningerne. EBITDA-margin er således stigende fra bunden i 09/10 og frem med undtagelse af en tilbagegang i 12/13. Af- og nedskrivninger er noget svingende, men er faldende fra 11/12 og frem. Dette betyder, at EBIT-margin er stigende i alle årene fra 09/10 og frem. NOPAT-marginen stiger ligeledes i denne, det er sammenlagt et udtryk for en stigning i

lønsomheden fra driften af kerneforretningen både før og efter skat⁹⁷. Det bemærkes samtidig, at stigningen kommer efter et meget lavt niveau i 09/10, hvor NOPAT var 0,95% og OG 1,34%. Dette er det laveste niveau i den analyserede periode. Det højeste niveau af OG i den analyserede periode 4,24%.

Nedenfor i tabel 7 er AOH dekomponeret.

	Gns. 2006/07 til 2007/08	Gns. 2007/08 til 2008/09	Gns. 2008/09 til 2009/10	Gns. 2009/10 til 2010/11	Gns. 2010/11 til 2011/12	Gns. 2011/12 til 2012/13	Gns. 2012/13 til 2013/14	Gns. 2013/14 til 2014/15
AOH	3,44	3,08	2,78	3,61	3,61	3,47	3,65	4,73
nettoomsætning / Nettodriftsaktiver (1/AOH)	0,29	0,32	0,36	0,28	0,28	0,29	0,27	0,21
Varebeholdninger	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Entreprisedebitorer	0,21	0,22	0,22	0,20	0,22	0,21	0,22	0,20
Igangværende arbejder	0,00	0,00	-0,02	-0,03	-0,01	0,01	0,01	0,00
Tilgodehavender hos associerede virksomheder og joint ventures	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andre tilgodehavender	-0,16	-0,17	-0,18	-0,16	-0,18	-0,17	-0,17	-0,18
Tilgodehavende selskabsskat	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00
Periodeafgrænsningsposter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Likvide beholdninger - DA	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Arbejdskapital / nettoomsætning	0,10	0,10	0,09	0,06	0,07	0,09	0,10	0,07
Immaterielle aktiver / nettoomsætning	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02
Materielle aktiver / nettoomsætning	0,19	0,23	0,28	0,22	0,22	0,20	0,18	0,16
Netto andre langfristede driftsaktiver / nettoomsætning	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
Udskudt skatteaktiv	-0,03	-0,04	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
Anlægs kapital / nettoomsætning	0,19	0,22	0,27	0,21	0,21	0,20	0,17	0,15

Tabel 7 AOH dekomponeret

Den forbedrede AOH i 14/15 skyldes både, at arbejdskapital og anlægskapital er reduceret i forhold til omsætningen. For arbejdskapitalen er det primært et fald i entreprisedebitorer samt en stigning i andre tilgodehavender. Andre tilgodehavender er negative, hvilket betyder, at det er Aarsleff der har et udestående til f.eks. leverandører. Samlet set har Aarsleff mindsket sit udestående vedr. entrepriser, samtidig med at man har øget brugen af eksempelvis leverandørkreditter.

For anlægskapitalen er det et fald i materielle aktiver, der er hovedårsagen til forbedringen i anlægskapitalen. Dette indikerer en bedre kapitaltilpasning og udnyttelse af kapaciteten.

Nedenfor er ROIC opdelt i henholdsvis permanente og usædvanlige afkast.

⁹⁷ Sørensen, Ole (2012), s. 221-222

ROIC dekomponeret	Gns. 2006/07 til 2007/08	Gns. 2007/08 til 2008/09	Gns. 2008/09 til 2009/10	Gns. 2009/10 til 2010/11	Gns. 2010/11 til 2011/12	Gns. 2011/12 til 2012/13	Gns. 2012/13 til 2013/14	Gns. 2013/14 til 2014/15
ROICnopat	13,46%	9,74%	2,63%	5,62%	6,68%	7,62%	11,50%	18,08%
ROICandet	0,80%	0,86%	1,10%	0,97%	0,05%	0,00%	0,08%	-0,15%
ROICudsædvænlig	0,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ROIC	14,58%	10,60%	3,73%	6,59%	6,73%	7,63%	11,58%	17,93%

Tabel 8 ROIC dekomponeret

Det er tidligere beskrevet hvordan ROIC har været stigende fra 10/11 og frem, og af tabel 8 fremgår det, at stigningen udelukkende skyldes permanente afkast, og det ændrer derfor ikke ved den ovenstående nedbrydning af ROIC og ROE.

5.5 Sammenligning med MT Højgaard

For en yderligere analyse af nøgletallene for Aarsleff, foretages en sammenligning med nøgletal for MT Højgaard for de sidste fem regnskabsår.

Omsætning

Aarsleff har i perioden oplevet en kraftig vækst i omsætningen. For MT Højgaard forholder det sig modsat jf. tabel 9.

Omsætning	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015	Total ændring
Per Aarsleff A/S	6.147.489	6.676.165	7.375.888	8.527.042	10.253.877	
Ændring i pct.		8,60%	10,48%	15,61%	20,25%	66,80%
MT Højgaard A/S	9.196.000	9.700.000	7.464.000	6.979.000	6.531.000	
Ændring i pct.		5,48%	-23,05%	-6,50%	-6,42%	-28,98%

⁹⁸

Tabel 9 Omsætning

Af tabel 9 kan man se, at mens omsætningsvæksten i perioden for Aarsleff er mere end 66%, har MT Højgaard i samme periode reduceret omsætningen med knap 29%.

For at se hvad de to virksomheder får ud af omsætningen, er udviklingen i EBITDA-marginen udregnet i tabel 10.

⁹⁸ Egen tilvirkning med brug af tal fra officielle årsrapporter

EBITDA/ omsætning	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Per Aarsleff A/S	6,15%	7,00%	6,62%	7,35%	7,67%
MT Højgaard A/S	4,31%	2,07%	7,41%	9,93%	13,21%

Tabel 10 EBITDA/omsætning

EBITDA for Aarsleff ligger forholdsvis stabilt mellem 6,15% og 7,67%, hvilket indikerer en stabil indtjening fra driften. MT Højgaard derimod har de første to år en lav faldende EBITDA, men herefter er den stigende og ender næsten dobbelt så højt som Aarsleffs i 13,21%. Det er udtryk for at MT Højgaard har haft svært ved at tjene penge på den høje omsætning, og at reduktionen i omsætningen har betydet bedre indtjening på driften. Det er formodentlig et udtryk for at den omstrukturering som er nævnt i afsnit 1 er gennemført succesfuldt.

Ved samme beregning som ovenfor, dog med af- og nedskrivninger kommer EBIT-marginen til at se ud som i tabel 11 som viser samme tendens. Det bemærkes at MT Højgaard taber penge på driften i de to første regnskabsår, hvilket formodentlig er en af årsagerne til den igangsatte omstrukturering.

EBIT/ omsætning	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Per Aarsleff A/S	0,95%	1,68%	1,69%	1,90%	2,64%
MT Højgaard A/S	-0,94%	-2,79%	1,41%	2,97%	5,39%

Tabel 11 EBIT/omsætning

I årsrapporten for MT Højgaard fremgår det, at der har været nogle særlige poster på driften som har haft stor betydning for det samlede driftsresultat. Disse poster vedrører primært de erstatningssager som er omtalt i afsnit 4.1, og indgår i det samlede driftsresultat. Tabel 12 viser OG for begge virksomheder.

OG	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Per Aarsleff A/S	1,83%	1,87%	2,20%	3,17%	3,79%
MT Højgaard A/S	-2,13%	-4,57%	1,43%	-3,61%	4,44%

Tabel 12 OG

⁹⁹ Egen tilvirkning med brug af tal fra officielle årsrapporter

¹⁰⁰ Egen tilvirkning med brug af tal fra officielle årsrapporter

¹⁰¹ Egen tilvirkning med brug af tal fra officielle årsrapporter

Af tabel 12 fremgår det tydeligt at der i årene '11, '12 og '14 er kraftig påvirkning af de beskrevne særlige poster på overskudsgraden. Det bemærkes yderligere, at i '15 hvor der ikke forekommer særlige poster, er overskudsgraden på 4,44% hos MT Højgaard mod 3,79% hos Aarsleff.

Den ovenstående sammenligning viser, at Aarsleffs evne til at tjene penge på driften før særlige poster, i de sidste tre regnskabsår er betydelig under niveauet for den nærmeste konkurrent MT Højgaard.

5.6 Delkonklusion regnskabsanalyse

I Common-size- og Trend-analysen, konstateres det at Aarsleff har mere end fordoblet omsætningen i tiden efter finanskrisen og frem til i dag, og overskuddet på driften er mere end tredoblet. Ved at sammenholde dette med trendanalysen af balancen, kan man konkludere, at en del af denne stigning kommer fra virksomhedsopkøb. Virksomhedsopkøb har været medvirkende til værdiskabelsen i Aarsleff.

I analysen af ROE konstateres det, at den finansielle gearing FGEAR er steget i de år, hvor der er foretaget opkøb. Det konkluderes ligeledes, at den finansielle gearing generelt har medvirket til den øgede indtjening, og at den finansielle gearing er betydelig nedbragt i det sidste regnskabsår.

Forbedringen i ROIC er drevet af forbedret overskudsgrad, og i sidste regnskabsår er det både en forbedring i OG men også en betydelig forbedring i AOH, som er årsag til den stigende ROIC. Det konkluderes, at forbedringen af OG skyldes at Aarsleff formår at differentiere sig, og at forbedringen i AOH skyldes reduktion i driftsomkostningerne.

I sammenligning med MT Højgaard, konstateres det, at særlige poster i MT Højgaards regnskab er årsag til at Aarsleff har klaret sig betydelig bedre på det samlede resultat af driften. Ses der bort fra særlige poster, er MT Højgaards overskud på driften betydelig bedre end Aarsleffs for de sidste 2 regnskabsår. Det faktum, at Aarsleffs driftsoverskud stort set ikke er påvirket af andre og usædvanlige poster, er årsagen til at de har klaret sig bedre end konkurrenten.

Konklusionerne i regnskabsanalysen bekræfter til dels konklusionerne i den strategiske analyse, og der er ikke fundet tegn på at den strategi, som er identificeret i den strategiske analyse, ikke bliver ført ud i praksis.

6 Værdiansættelse

I dette afsnit beregnes kapitalomkostning, budget udarbejdes og værdien af Aarsleff beregnes med udgangspunkt i den foregående strategi- og regnskabsanalyse.

6.1 Kapitalomkostning

Den første del af værdiansættelsen består i at fastlægge kapitalomkostningerne på driftsaktiviteterne r_{WACC} , da denne skal bruges i de valgte modeller RIDO og DCF som diskonteringsfaktor. Formlen for r_{WACC} ser således ud¹⁰²:

$$r_{WACC} = \frac{V_o^E}{V_o^{NV}} r_e + \frac{V_o^{NFF}}{V_o^{NV}} r_g$$

Første led udgør markedsværdien af egenkapitalen i forhold til den samlede markedsværdi inkl. finansiering ganget med ejernes afkastkrav. Det andet led består af markedsværdien af finansieringen i forhold til den samlede finansiering ganget med finansielle omkostninger efter skat – altså hhv. ejernes og långivernes afkastkrav¹⁰³.

Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav beregnes ved hjælp af Capital Asset Pricing Model, CAPM. Formlen for CAPM følger nedenfor¹⁰⁴:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_M) - R_f)$$

Risikofri rente

R_f , den risikofri rente fastsættes ud fra den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation. Der er i budgetteringen valgt en tiårig budgetperiode, som matcher perioden for den risikofrie rente. Seneste effektive rente på den 10-årige danske statsobligation er 0,4%, Renteniveauet i dag vurderes dog at være ekstraordinært lavt som beskrevet i afsnit 4.1, og er derfor ikke et realistisk estimat for den risikofrie rente fremover. Der er derfor indsamlet data for renten på den 10-årige danske statsobligation de seneste 10 år¹⁰⁵, og den gennemsnitlige rente er ud fra disse data beregnet til 2,37%. Denne rente vurderes at være et mere realistisk estimat, hvorfor den risikofrie rente som anvendes i opgaven er

$$R_f = 2,37\%.$$

¹⁰² Sørensen, Ole (2012), s. 42

¹⁰³ Sørensen, Ole (2012), s. 46

¹⁰⁴ Brealey, Richard A., Stewart C. Myers og Franklin Allen (2014), s. 200

¹⁰⁵ www.dst.dk

Alternativet skulle være at beregne den risikofrie rente for hvert budgetår med udgangspunkt i nulkuponobligationer¹⁰⁶.

Beta

β_i beta, den systematiske risiko er givet ved nedenstående formel¹⁰⁷.

$$\beta_i = \frac{\text{Kov}(i,M)}{\sigma_M^2} = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2}$$

Formlen indeholder standardproceduren for at estimere beta ved anvendelse af en simpel regressionsmodel. Aarsleff-aktiens afkast er den afhængige variabel, og afkastet på et udvalgt indeks er den uafhængige variabel¹⁰⁸. OMX C20 er valgt, som indeks for udregning af beta på Aarsleff med udgangspunkt i data fra en 5 årig periode. Dette giver en Raw β_{Aarsleff} på 0,57. Denne beta er baseret på historiske data, og under antagelse af at Aarsleffs beta i fremtiden vil gå mod 1, bruges en beta adjusted formel som anført nedenfor¹⁰⁹.

$$\text{Beta adjusted } \beta_{\text{adj}} = 0,33 + 0,67 * \text{Raw } \beta_{\text{Aarsleff}} = 0,33 + 0,67 * 0,57 = 0,71$$

Til sammenligning er fundet Bloomberg's beta for både Aarsleff og konkurrenten MT Højgaard som begge er på 0,81, og den beregnede $\beta_{\text{adj}}=0,71$ benyttes i beregningen af WACC.

Risikopræmie

Det sidste led i formlen, $(E(R_M) - R_f)$, er markedets risikopræmie fratrasket den risikofrie rente, altså det tillæg som investor forlanger for at påtage sig risiko. Præmien er sat til 5,6%, som er gennemsnittet i den seneste undersøgelse PWC har gennemført blandt investorer¹¹⁰. Den benyttede risikopræmie i opgaven er altså $(E(R_M) - R_f) = 5,6\%$

Med ovenstående værdier, kan ejernes afkastkrav nu beregnes.

$$r_e = 2,37\% + 0,71 * 5,60\% = 6,36\%$$

Långivernes afkastkrav

¹⁰⁶ Sørensen, Ole (2012), s. 44

¹⁰⁷ Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels (2010), s. 253

¹⁰⁸ Sørensen, Ole (2012), s. 45

¹⁰⁹ Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels (2010), s. 253

¹¹⁰ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Långivernes afkastkrav kan beregnes ud fra nedenstående formel, hvor den risikofrie rente adderes med et risikotillæg for Aarsleff og bringes på efter skat basis.

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

Nedenstående skema viser den beregnede core lånerente. Den gennemsnitlige lånerente er beregnet til 4,76%.

r dekomponeret	Gns. 2006/07 til 2007/08	Gns. 2007/08 til 2008/09	Gns. 2008/09 til 2009/10	Gns. 2009/10 til 2010/11	Gns. 2010/11 til 2011/12	Gns. 2011/12 til 2012/13	Gns. 2012/13 til 2013/14	Gns. 2013/14 til 2014/15
Core r	3,95%	4,13%	5,49%	5,40%	3,91%	2,44%	2,32%	10,41%
Udsædvanlig r	0,90%	16,78%	-12,31%	5,10%	-6,16%	2,18%	1,36%	64,67%
r	4,85%	20,91%	-6,82%	10,49%	-2,25%	4,62%	3,68%	75,08%

Tabel 13 r dekomponeret

Risikotillægget for Aarsleff vurderes derfor at være 4,76% - 2,37% = 2,39%, og långivernes afkastkrav kommer derfor til at se således ud:

$$r_g = (2,37\% + 2,39\%) * (1 - 22\%) = 3,71\%$$

Kapitalstruktur

Den historiske sammensætning af egenkapital og gæld fremgår af nedenstående tabel 14.

Kapitalstruktur	Årsrapport 2006/2007	Årsrapport 2007/2008	Årsrapport 2008/2009	Årsrapport 2009/2010	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Fremmedkapital	20,9%	27,2%	13,4%	18,3%	31,3%	25,9%	32,0%	14,8%	-4,8%
Egenkapital	79,1%	72,8%	86,6%	81,7%	68,7%	74,1%	68,0%	85,2%	104,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabel 14 Kapitalstruktur

Der er nogle udsving i den historiske sammensætning, men frem til og med 13/14 har den gennemsnitlige andel af fremmedkapital været 24,2% og egenkapital andelen 75,8%. I 14/15 er NFF negativ, da Aarsleff har netto finansielle aktiver.

Aarsleffs langsigtede målsætning for kapitalstruktur er, at nettogælden skal være nul¹¹¹. Samtidig er vækststrategien til dels opkøb af virksomheder som beskrevet i strategianalysen afsnit 4.5. Der er en tydelig sammenhæng med gældsandelens størrelse i de år, hvor der er opkøbt flere virksomheder som beskrevet i afsnit 5.4. At Aarsleff i 14/15 har netto finansielle aktiver, vurderes at være en ekstraordinær situation, det vurderes at hænge sammen med, at der ikke er foretaget nogle opkøb af virksomheder i dette år, som har krævet optagelse af lån¹¹². Det vurderes samlet set, at det ikke er realistisk for Aarsleff at opnå vækst uden opkøb af virksomheder. Samtidig vurderes det, at der fremadrettet vil være behov for en vis grad af finansiering. Der er derfor valgt en kapitalstruktur til beregning af WACC på 85% egenkapital og 15% fremmedkapital.

WACC

Baseret på ovenstående antagelser, er WACC beregnet nedenfor.

$$r_{WACC} = 85\% * 6,35\% + 15\% * 3,71\% = 5,96\%$$

Vækstrategi

Det er tidligere i afsnit 2.3 beskrevet at vækstrategi indgår i beregning af værdien af terminalperioden. Vækstrategi er i denne opgave sat til 2%, baseret på historisk BNP for EU samt forventninger til fremtiden¹¹³.

6.2 Budgettering

Budgetperioden er fastlagt til 10 år ud fra den betragtning at Aarsleff har oplevet betydelig vækst i årene op til budgetperioden. Der er en fortsat forventning om nogen vækst i de første budgetår, og da det antages at ændringer i vækst kan løbe over flere år grundet projekternes varighed, virker en 10 årig budgetperiode fornuftig. Terminalperioden indtræffer efter de 10 års budgetperiode.

¹¹¹ Per Aarsleff årsrapport 2014/2015

¹¹² Per Aarsleff årsrapport 2014/2015

¹¹³ <http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/vaekst-i-bnp>

Budgettering af omsætning

Tabel 15 viser den historiske omsætningsstigning i procent.

	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015	Gennemsnit
Stigning i omsætning i pct.	41,73%	8,60%	10,48%	15,61%	20,25%	19,33%

Tabel 15 Stigning i omsætning i pct.

Den voldsomme stigning i 10/11 kommer efter et par år med omsætningsnedgang, som vurderes at skyldes finanskrisen. Derefter er omsætningen stødt stigende i årene efter og er i regnskabsåret 14/15 steget med over 20%. I den strategiske analyse er det konstateret, at de år som indgår i tabel 15 har været nogle år med særdeles gunstige forhold for Aarsleff. Der er konstateret øgede offentlige investeringer, samt en lavere konkurrenceintensitet i branchen, og Aarsleff har formået at udnytte situationen til at øge omsætningen væsentligt.

Den strategiske analyse konkluderer ligeledes, at den ovenfor gunstige situation, vurderes at være i tilbagegang, og at tiderne med høj vækst i omsætningen er ovre. Dette stemmer i øvrigt overens med Aarsleffs egne forventer som lyder på et lidt højere aktivitetsniveau i forhold til 14/15.

Nedenfor viser tabel 16 den budgetterede omsætning.

Faktor:	Budgettering										Terminal	
1,1	2015/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Diskonteringsfaktor -												
Nettoomsætning	5,50%	4,50%	4,00%	3,50%	3,50%	3,00%	3,00%	2,75%	2,75%	2,50%	2,00%	2,00%
Nettoomsætning	10.874.237	11.412.511	11.914.662	12.373.376	12.849.751	13.273.793	13.711.828	14.126.611	14.553.941	14.954.174	15.283.166	15.619.396

Tabel 16 Budgettering diskonteringsfaktor

Budgettering af overskudsgrad

Budgetteringen af overskudsgraden tager også udgangspunkt i de historiske overskudsgrader som er illustreret i tabel 17.

	Gns. 2009/10 til 2010/11	Gns. 2010/11 til 2011/12	Gns. 2011/12 til 2012/13	Gns. 2012/13 til 2013/14	Gns. 2013/14 til 2014/15
OG	1,83%	1,87%	2,20%	3,17%	3,79%

Tabel 17 OG

I afsnit 5.4 hvor overskudsgraden er dekomponeret, konstateres det at forbedringen i OG, både stammer fra en reduktion i driftsomkostningerne og dermed EBITDA, og samtidig en reduktion i af- og nedskrivninger og dermed EBIT.

I strategianalysen vurderes fremtiden at byde på øget pres på indtjeningen, som følge af kundernes forhandlingsstyrke og øget konkurrence i branchen.

Ud fra ovenstående forudsætninger er den budgetterede overskudsgrad angivet i tabel 18.

	Budgettering											Terminal
	2015/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Overskudsgrad (efter skat)	4,00%	3,75%	3,75%	3,50%	3,50%	3,25%	3,25%	3,00%	2,75%	2,50%	2,50%	2,50%

Tabel 18 Overskudsgrad budgetteret

Budgettering af aktiveres omsætningshastighed

AOH er i afsnit 5.4 analyseret, og har de seneste fem år som ligger til grund for budgetteringen, ligget på et ret stabilt niveau på ca. 3,60. I sidste regnskabsår stiger AOH til 4,73.

I den strategiske analyse er det konkluderet, at Aarsleff har været dygtige til at integrere opkøbte virksomheder, hvilket kan have en positiv betydning for AOH's udvikling. Det vurderes samtidig at det vil blive sværere at opkøbe virksomheder i fremtiden. Desuden vurderes det at Aarsleff skal søge vækst på markeder forbundet med højere risiko. Den budgetterede AOH fremgår af tabel 19.

	Budgettering											Terminal
	2015/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
AOH (ultimo tal)	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	2,75

Tabel 19 AOH budgetteret

Den ovennævnte budgettering er foretaget på bedste vis ud fra den strategiske analyse, og ud fra regnskabsanalysen og defineres "Base case". Der er desuden udarbejdet budgetter for et "Best case" og for et "Worst Case". De tre scenarier vil blive gennemgået i afsnit 6.4.

6.3 Værdiansættelse

Værdiansættelsen af Aarsleff gennemføres som beskrevet i afsnit 2.3 og 2.4 ved brug af en DCF- og en RIDO-model. De budgetterede tal fra afsnit 6.2, bruges til at beregne det forventede driftsoverskud efter skat pr. år, og bruges sammen med ændringen i nettodriftsaktiverne til at beregne FCF. Nedenstående formel beskriver dette:

$$FCF_t = \text{driftsoverskud}_t - \text{nettodriftsaktiver}_{t-1} \cdot \frac{\text{nettoomsætning}_t}{AOH_t} \quad 114$$

RIDO er ligeledes beregnet ud fra driftsoverskuddet efter skat fratrasket det foregående års nettodriftsaktiver ganget med r_{wacc} . Den anvendte formel for beregning af RIDO ser således ud:

$$RIDO_t = \text{driftsoverskud}_t + \text{nettodriftsaktiver}_{t-1} \cdot r_{wacc}$$

Tabel 20 viser de beregnede værdier for de enkelte budgetår inkl. terminalperioden.

Basis scenarie	Budgettering											Terminal
	2014/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	---
FCF	175.033	348.431	196.830	150.914	370.982	99.187	367.671	20.863	310.763	-122.004	311.529	318.383
RIDO	349.253	323.468	336.890	304.224	303.167	275.615	268.904	237.581	185.119	148.384	125.650	128.414
Diskonteringsfaktor	0,94	0,89	0,84	0,79	0,75	0,71	0,67	0,63	0,59	0,56	0,53	0,50
FCF (diskonteret)	165.188	310.336	165.449	119.718	277.742	70.081	245.168	13.129	184.565	-68.383	164.791	158.944
RIDO (diskonteret)	329.608	288.102	283.180	241.338	226.971	194.738	179.309	149.511	109.944	83.170	66.466	64.107

Tabel 20 Overblik

¹¹⁴ Sørensen, Ole (2012), s. 38

Ved brug af disse værdier i formlerne for DCF- og RIDO-modellen som er beskrevet i afsnit 2.3, fremkommer den beregnede værdi af Aarsleff i tabel 21.

	Basis scenarium	
	DCFF beregning	RIDO beregning
PV DCFF ultimo 2015	970.547	
PV RIDO ultimo 2015		1.639.411
TV DCFF ultimo 2015	3.590.775	
TV RIDO ultimo 2015		753.927
NDA		2.167.984
Netto Fin aktiver	856.947	856.947
Total værdi i TDKK	5.418.270	5.418.270
Kontrol (DCFF-RIDO - skal være 0)		0

Enterprise Value	5.418.269.661	5.418.269.661
Markedsværdi af netto finansielle	-224.528.460	-224.528.460
Værdi af minoritetsinteresser		
Værdi af ordinær egenkapital	5.642.798.121	5.642.798.121
Antal aktier	2.038.500	2.038.500
Teoretisk kurs	2.768,11	2.768,11

Tabel 21 Beregning værdi

Den beregnede kurs pr. 31/9-2015 er kr. 2.768, altså ca. 15,5% højere end markedskursen på samme dag, som var kr. 2.394.

6.4 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen i afsnit 6.3 er beregnet ud fra budgettet som er defineret "Base case". Da en sådan analyse selvsagt er forbundet med en del usikkerhed, er der er desuden udarbejdet budgetter for et "Best case" og for et "Worst Case". "Best case" er baseret på et mere optimistisk syn på fremtiden, og "Worst case" er baseret på et mere pessimistisk. Dette er gjort for at vise betydningen for den beregnede værdi af de budgetterede forudsætninger, og ændringer heri. I forhold til "Base case" er hhv. omsætning, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed justeret med hhv. +/- 10%, +/- 15% og +/- 5%. Tabel 22 viser de budgetterede forudsætninger i de tre scenarier.

Output til budgetteringen	Budgettering											Terminal
	2015/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Diskonteringsfaktor - Nettoomsætning	6,05%	4,95%	4,40%	3,85%	3,85%	3,30%	3,30%	3,03%	3,03%	2,75%	2,20%	2,20%
Overskudsgrad (efter skat)	4,40%	4,13%	4,13%	3,85%	3,85%	3,58%	3,58%	3,30%	3,03%	2,75%	2,75%	2,75%
AOH (ultimo tal)	4,40	4,40	4,13	3,85	3,85	3,58	3,58	3,30	3,30	3,03	3,03	3,03

WACC	5,96%
-------------	-------

Teoretisk kurs ved regnskabets afslutning	3.536
Kurs ved regnskabets afslutning	2.394

Output til budgetteringen (Best case)	Budgettering											Terminal
	2015/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Diskonteringsfaktor - Nettoomsætning	6,05%	4,95%	4,59%	4,24%	4,24%	3,63%	3,63%	3,33%	3,33%	3,03%	2,42%	2,42%
Overskudsgrad (efter skat)	4,40%	4,13%	4,28%	4,43%	4,43%	4,11%	4,11%	3,80%	3,48%	3,16%	3,16%	3,16%
AOH (ultimo tal)	4,40	4,40	4,22	4,04	4,04	3,75	3,75	3,47	3,47	3,18	3,18	3,18

WACC	5,96%
-------------	-------

Teoretisk kurs ved regnskabets afslutning	4.442
Kurs ved regnskabets afslutning	2.394

Output til budgetteringen (Worst case)	Budgettering											Terminal
	2015/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Diskonteringsfaktor - Nettoomsætning	6,05%	4,95%	4,46%	3,47%	3,47%	2,97%	2,97%	2,72%	2,72%	2,48%	1,98%	1,98%
Overskudsgrad (efter skat)	4,40%	4,13%	3,85%	3,58%	3,31%	3,04%	3,04%	2,81%	2,57%	2,34%	2,34%	2,34%
AOH (ultimo tal)	4,40	4,40	4,03	3,66	3,66	3,40	3,40	3,14	3,14	2,87	2,87	2,87

WACC	5,96%
-------------	-------

Teoretisk kurs ved regnskabets afslutning	2.742
Kurs ved regnskabets afslutning	2.394

Tabel 22 Budgetforudsætninger – 3 scenarier

Ved brug af ovenstående budgetter er værdien beregnet i hvert af de tre scenarier. Tabel 23 viser denne beregning.

	Basis scenarie		Best-case scenarie		Worst-case scenarie	
	DCFF beregning	RIDO beregning	DCFF beregning	RIDO beregning	DCFF beregning	RIDO beregning
PV DCFF ultimo 2015	1.647.784		2.165.730		1.147.945	
PV RIDO ultimo 2015		2.152.336		2.610.871		1.726.398
TV DCFF ultimo 2015	4.479.097		5.807.806		3.360.808	
TV RIDO ultimo 2015		1.806.560		3.194.681		614.371
NDA		2.167.984		2.167.984		2.167.984
Netto Fin aktiver	856.947	856.947	856.947	856.947	856.947	856.947
Total værdi i TDKK	6.983.828	6.983.828	8.830.484	8.830.484	5.365.701	5.365.701
Kontrol (DCFF-RIDO - skal være 0)		0		0		0

Enterprise Value	6.983.827.961	6.983.827.961	8.830.483.659	8.830.483.659	5.365.700.932	5.365.700.932
Markedsværdi af netto finansielle	-224.528.460	-224.528.460	-224.528.460	-224.528.460	-224.528.460	-224.528.460
Værdi af minoritetsinteresser						
Værdi af ordinær egenkapital	7.208.356.421	7.208.356.421	9.055.012.119	9.055.012.119	5.590.229.392	5.590.229.392
Antal aktier	2.038.500	2.038.500	2.038.500	2.038.500	2.038.500	2.038.500
Teoretisk kurs	3.536,11	3.536,11	4.442,00	4.442,00	2.742,32	2.742,32

Tabel 23 Beregning af værdi - 3 scenarier

Af den beregnede værdi i de tre scenarier fremgår det, at en mindre ændring i alle budgetforudsætningerne har en stor indvirkning på størrelsen af den beregnede værdi. For at analysere hvor meget de enkelte parametre har af betydning for kursen, er der foretaget følsomhedsberegning af hvert enkelt af de parametre som indgår i budgetteringen i forhold til basis-scenariet.

I tabel 24 fremgår de faktorer som er anvendt i følsomhedsberegningen.

Faktor	0,500	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100	1,500
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Tabel 24 Faktorer

Tabel 25 viser resultatet ved brug af disse faktorer på omsætningen.

Diskontering	1,00%	1,80%	1,85%	1,90%	1,95%	2,00%	2,05%	2,10%	2,15%	2,20%	3,00%
Faktor	0,500	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100	1,500
Kurs	2.551,14	2.717,37	2.729,64	2.742,18	2.755,00	2.768,11	2.781,52	2.795,24	2.809,29	2.823,67	3.113,25
Ændring i faktor	-50,00%	-10,00%	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%	50,00%
Ændring i kurs	-7,84%	-1,83%	-1,39%	-0,94%	-0,47%	0,00%	0,48%	0,98%	1,49%	2,01%	12,47%

Tabel 25 Følsomhedsanalyse omsætning

Ved ændring i faktoren for omsætning, fremgår det at der skal relativt store ændringer til, for at det har betydelig effekt på kursen. Nedenfor i tabel 26 er de samme test udført på henholdsvis overskudsgrad, aktivernes omsætningshastighed.

OG	1,25%	2,25%	2,31%	2,38%	2,44%	2,50%	2,56%	2,63%	2,69%	2,75%	3,75%
Faktor	0,500	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100	1,500
Kurs	726,77	2.359,84	2.461,91	2.563,98	2.666,05	2.768,11	2.870,18	2.972,25	3.074,31	3.176,38	4.809,46
Ændring i faktor	-50,00%	-10,00%	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%	50,00%
Ændring i kurs	-73,74%	-14,75%	-11,06%	-7,37%	-3,69%	0,00%	3,69%	7,37%	11,06%	14,75%	73,74%
1,25											
AOH	137,50%	247,50%	254,38%	261,25%	268,13%	275,00%	281,88%	288,75%	295,63%	302,50%	412,50%
Faktor	0,500	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100	1,500
Kurs	-80,68	2.451,58	2.537,13	2.618,18	2.695,07	2.768,11	2.837,60	2.903,77	2.966,87	3.027,09	3.717,71
Ændring i faktor	-50,00%	-10,00%	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%	50,00%
Ændring i kurs	-102,91%	-11,43%	-8,34%	-5,42%	-2,64%	0,00%	2,51%	4,90%	7,18%	9,36%	34,30%

Tabel 26 Følsomhedsanalyse OG og AOH

Af tabel 26 fremgår det at ændringen i kursen påvirkes af både OG end AOH, dog mest af OG. Det at effekten er størst ved ændring af OG er helt i tråd med den historiske nøgletalsanalyse i afsnit 5.4. hvor det er konkluderet, at OG er det parameter, som har haft størst betydning for ROIC.

Tabel 27 viser ændringen i kurserne ved faktorændring for WACC og g vækstfaktoren.

WACC	2,98%	5,36%	5,51%	5,66%	5,81%	5,96%	6,11%	6,26%	6,41%	6,56%	8,94%
Faktor	0,500	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100	1,500
Kurs	10.831,48	3.228,16	3.098,13	2.618,18	2.869,28	2.768,11	2.674,49	2.587,63	2.506,82	2.431,49	1.680,36
Ændring i faktor	-50,00%	-10,00%	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%	50,00%
Ændring i kurs	291,29%	16,62%	11,92%	-5,42%	3,65%	0,00%	-3,38%	-6,52%	-9,44%	-12,16%	-39,30%
0,03											
g	1,00%	1,80%	1,85%	1,90%	1,95%	2,00%	2,05%	2,10%	2,15%	2,20%	3,00%
Faktor	0,500	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100	1,500
Kurs	2.670,62	2.744,86	2.750,46	2.756,20	2.762,08	2.768,11	2.774,30	2.780,64	2.787,15	2.793,84	2.931,49
Ændring i faktor	-50,00%	-10,00%	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%	50,00%
Ændring i kurs	-3,52%	-0,84%	-0,64%	-0,43%	-0,22%	0,00%	0,22%	0,45%	0,69%	0,93%	5,90%

Tabel 27 Følsomhedsanalyse WACC og g

Ændringen i WACCs betydning for kursen er lidt højere end ved ændringen i OG, og WACC er det parametre der har størst betydning. Der skal store ændringer til i g, for at det indvirker specielt på kursen.

Til sidst er foretaget en test med de tre parametre som indgår i den direkte budgettering, for at se virkningen af en ændring i disse parametre samtidig. Resultaterne fremgår af tabel 28.

Diskonteringsfaktor	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100
Faktor for OG	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100
Faktor for AOH	0,900	0,925	0,950	0,975	1,000	1,025	1,050	1,075	1,100
Kurs	2.037,02	2.217,46	2.399,23	2.582,67	2.768,11	2.955,87	3.146,25	3.339,56	3.536,11
Ændring i kurs	-26,41%	-19,89%	-13,33%	-6,70%	0,00%	6,78%	13,66%	20,64%	27,74%

Tabel 28 Følsomhedsanalyse omsætning, OG og AOH

Det ses af tabel 28, at ændringen i alle tre parametre samtidig har en betydelig effekt i kursen. Ganske som det er konstateret tidligere i dette afsnit i "Best case" og "Worst case" scenarierne, hvor det jo netop var alle tre parametre som blev ændret samtidig.

7 Konklusion

- *Hvad er den beregnede værdi af Per Aarsleff A/S, og er markedsprisen over- eller undervurderet i forhold til denne? Hvorfor har Per Aarsleff A/S umiddelbart klaret sig bedre efter finanskrisen end sin nærmeste konkurrent, og hvordan vil virksomheden klare sig fremadrettet?*

Den beregnede værdi af Aarsleff svarer til en aktiekurs på 2.768,- kr. pr. aktie hvilket er ca. 15,5% højere end markedskursen pr. 30. september 2015. Det konkluderes derfor, at markedsværdien af Aarsleff er undervurderet pr. denne dato.

Aarsleff har i årene efter finanskrisen skabt kontinuerlige og positive resultater, som har gjort det muligt for virksomheden at skabe kontinuerlig vækst i omsætningen. Den nærmeste konkurrent MT Højgaard har i den samme periode i flere af årene tabt penge, hvilket har ført til en nedgang i omsætningen. Tabene skyldes udelukkende erstatningssager vedrørende defekte havvindmøllefundamenter og illustrerer, at entreprenørbranchen kan være en risikofyldt branche. Faktum er dog, at Aarsleffs værdiskabelse har været betydelig bedre end MT Højgaards i årene efter finanskrisen.

Der er gjort mange forudsigelser og antagelser i opgaven om, hvordan fremtiden vil forme sig for Aarsleff. Konstateret er det dog at Aarsleff i årene efter krisen har oplevet en kraftig vækst både i omsætning og i indtjening. Det konkluderes, at denne vækst i omsætningen ikke vil kunne fortsætte i samme tempo, men at Aarsleff dog stadig vil kunne opnå en stigende vækst i omsætningen.

Overskudsgraden vil i fremtiden heller ikke opleve samme stigning, som den har gjort historisk. Det konkluderes at den vil stige det første budgetår, for derefter at falde jævnt til et niveau på 2,5% i terminalperioden.

Det høje niveau for aktivernes omsætningshastighed, som forekom i det sidste regnskabsår, er ekstraordinært højt, og vil derfor falde allerede i det første budgetår. Det konkluderes, at niveauet vil være jævnt faldende frem til terminalperioden, og faldet følger stort set faldet i overskudsgraden.

Om end den er noget mere begrænset, er der stadig udsigt til vækst for Aarsleff i fremtiden, og dermed værdiskabelse for aktionærerne.

8 Perspektivering

Hændelser som er indtruffet efter skæringsdatoen 30. september 2015 gennemgås i dette afsnit.

Den 7. januar har Aarsleff overtaget aktierne i entreprenørvirksomheden Hansson og Knudsen A/S, som i seneste årsregnskab omsatte for knap 660 mio. kroner.¹¹⁵

Aarsleff har den 8. februar 2016 gennemført et aktiesplit i forholdet 1:10. Markedskursen er onsdag den 4. maj 2016 183,50, hvilket betyder at kursen er faldet ca. 23% efter skæringsdatoen. Til sammenligning er c20 indekset i samme periode steget 3,8%, så faldet skyldes ikke umiddelbart en generel markedsnedgang.¹¹⁶

Den 16. marts er det besluttet på en ekstraordinær generalforsamling at etablere en holdingstruktur i Aarsleff koncernen for i større omfang at kunne styre risici.¹¹⁷

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen indleder d. 6. april 2016 kontrolundersøgelse af Hansson og Knudsen A/S. Undersøgelsen skal klarlægge hvorvidt denne samt andre virksomheder kan være involveret i konkurrencebegrænsende aktiviteter.¹¹⁸

¹¹⁵ <http://www.aarsleff.dk/>

¹¹⁶ <http://www.aarsleff.dk/> & <http://www.euroinvestor.dk/>

¹¹⁷ <http://www.aarsleff.dk/>

¹¹⁸ <http://www.aarsleff.dk/>

9 Litteraturliste

Bøger

Sørensen, Ole (2012): "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang." Gjellerup.

Henry, Anthony E. (2011): "Understanding strategic Management, second edition." Oxford.

Petersen, Christian V. og Thomas Plenborg (2012): "Financial Statement Analysis: valuation, credit analysis and executive compensation." Pearson Education Limited.

Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels (2010): "Valuation, measuring and managing the values of companies." Mckinsey & Company.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers og Franklin Allen (2014): "Principles of Corporate Finance." McGraw-Hill Education

Hjemmesider

www.aarsleff.dk

www.dst.dk

www.danskbyggeri.dk

www.mth.dk

www.borsen.dk

www.nasdaqomx.com

www.professionalacademy.com

www.mindtools.com

finansiering.systime.dk

www.mbaskool.com

da.wikipedia.org

www.bygtek.dk

www.politiken.dk

www.fm.dk

www.business.dk

finanswatch.dk

www.bygst.dk

www.kora.dk

bm.dk

www.licitationen.dk

ing.dk

www.teknologisk.dk

www.retsinformation.dk

www.dagensbyggeri.dk

dhv.dk

rops.dk

dk.delacour.dk

www.arbejdslivinorden.org

www.danskbyggeskik.dk

www.euroinvestor.dk

www.pwc.dk

www.eu.dk

10 Bilag

Bilag 1

TDKK	Type af postering	Årsrapport 2006/2007	Årsrapport 2007/2008	Årsrapport 2008/2009	Årsrapport 2009/2010	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015	
Kolonner i absolutte tal (til opslag)		2	3	6	10	14	18	22	26	30	34
Imaterielle driftsaktiver:											
Goodwill	Driftsaktiv	44.703	40.987	40.987	40.987	72.056	72.056	147.349	147.349	147.346	
Patenter og andre immaterielle aktiver	Driftsaktiv	6.879	9.974	7.396	7.393	20.235	9.998	23.780	17.631	30.798	
Materielle driftsaktiver											
Grunde og bygninger	Driftsaktiv	325.484	352.128	373.755	447.081	470.568	483.162	551.090	540.971	615.983	
Produktionsanlæg og maskiner	Driftsaktiv	524.346	641.112	745.091	732.159	843.721	900.663	905.636	915.773	993.124	
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	Driftsaktiv	39.331	50.915	49.593	52.963	54.422	60.025	63.956	69.158	67.997	
Materielle aktiver under opførelse	Driftsaktiv	19.264	41.613	13.748	54.758	43.971	23.233	28.806	26.981	66.302	
Tilgodehavender hos associerede virksomheder + andre finansielle aktiver	Driftsaktiv	474	6	0	0	0	0	0	0	0	
Kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures	Driftsaktiv	91.648	99.292	83.405	61.413	80.358	68.739	16.675	17.498	12.132	
Udskudt skat	Driftsaktiv	7.812	11.505	7.924	5.781	2.611	1.602	1.460	3.767	5.666	
Varebeholdninger											
Driftsaktiv	Driftsaktiv	131.213	181.313	143.661	161.916	167.665	191.292	200.879	199.256	210.726	
Entreprisedebitorer	Driftsaktiv	1.072.577	1.183.827	912.523	1.033.325	1.468.201	1.418.608	1.701.766	2.037.102	2.154.706	
Igangværende arbejder	Driftsaktiv	197.100	235.473	266.239	355.408	391.064	334.202	449.319	527.690	530.874	
Tilgodehavender hos associerede virksomheder og joint ventures	Driftsaktiv	5.772	3.579	12.149	3.203	8.933	491	12.479	18.798	10.523	
Andre tilgodehavender	Driftsaktiv	40.773	40.535	38.766	119.720	80.918	75.015	48.204	84.979	53.232	
Tilgodehavende selskabsskat	Driftsaktiv	6.254	4.519	3.878	4.922	10.625	17.185	18.199	13.779	8.076	
Periodeafgrænsningsposter	Driftsaktiv	11.685	14.394	12.621	15.206	8.601	10.156	14.982	19.661	20.636	
Likvide beholdninger - DA	Driftsaktiv	85.771	106.549	97.429	86.748	122.950	133.523	147.518	170.541	205.078	
Driftsaktiver i alt		2.611.086	3.017.721	2.809.165	3.182.983	3.846.899	3.799.950	4.332.098	4.810.934	5.133.199	
kontrol		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Finansielle aktiver											
Likvide beholdninger - FA	Finansielle aktiver	115.477	197.613	348.164	330.500	519.948	441.945	204.521	152.280	660.490	
Værdipapirer	Finansielle aktiver	0	0	0	0	0	0	0	0	196.457	
Finansielle aktiver i alt		115.477	197.613	348.164	330.500	519.948	441.945	204.521	152.280	856.947	
kontrol		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
TDKK		Årsrapport 2006/2007	Årsrapport 2007/2008	Årsrapport 2008/2009	Årsrapport 2009/2010	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015	
Driftsforpligtelser											
Hensatte forpligtelser	Driftsforpligtelser	84.537	50.013	51.766	73.275	76.182	81.796	15.961	52.910	82.008	
Anden gæld	Driftsforpligtelser	506	0	0	0	0	0	31.195	37.410	56.738	
Hensatte forpligtelser.	Driftsforpligtelser	10.271	22.676	24.121	17.750	15.063	13.358	20.374	10.850	36.061	
Leverandørgæld	Driftsforpligtelser	492.603	542.500	432.513	407.406	774.066	789.806	828.957	1.072.508	1.312.437	
Udskudt skat.	Driftsforpligtelser	105.043	183.309	205.793	175.141	178.103	214.317	230.397	300.397	402.416	
Igangværende arbejder.	Driftsforpligtelser	187.944	278.753	217.950	568.614	488.145	403.178	295.693	512.037	626.308	
Gæld til associerede virksomheder	Driftsforpligtelser	0	69	42	193	65	3.768	114	0	0	
Skyldig selskabsskat	Driftsforpligtelser	28.269	4.945	5.873	20.361	72.306	45.105	70.752	27.867	3.734	
Anden gæld.	Driftsforpligtelser	231.694	306.216	335.646	335.852	417.074	371.865	460.196	501.561	572.922	
Driftsforpligtelser i alt		1.140.867	1.388.481	1.273.704	1.598.592	2.021.004	1.923.193	1.953.639	2.515.540	3.092.624	
kontrol		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Finansielle forpligtelser											
Prioritetsgæld	Finansielle forpligtelser	145.700	139.415	138.352	135.663	183.411	195.351	191.150	187.820	174.857	
Kreditinstitutter	Finansielle forpligtelser	26.744	26.204	26.391	138	11.323	8.664	17.345	11.160	9.151	
Prioritetsgæld kort	Finansielle forpligtelser	1.485	1.156	990	2.340	2.750	3.363	3.746	3.578	18.521	
Kreditinstitutter kort	Finansielle forpligtelser	361.788	408.439	367.194	379.110	676.508	517.576	646.409	292.808	429.890	
Finansielle forpligtelser i alt		535.717	575.214	532.927	517.251	873.992	724.954	858.650	495.366	632.419	
kontrol		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Minoritetsinteresser		0	4.640	2.667	42	0	0	11.019	7.584	6.585	
kontrol		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Egenkapital											
Aktiekapital	Egenkapital	45.300	45.300	45.300	45.300	45.300	45.300	45.300	45.300	45.300	
Reserve for sikringstransaktioner	Egenkapital	-393	-687	-1.173	-4.866	5.574	-4.286	-1.154	4.517	-52.494	
Reserve for valutakursregulering	Egenkapital	4.565	1.236	-45.419	-18.887	-43.082	-13.629	-26.021	-33.961	850	
Foreslået udbytte	Egenkapital	10.872	10.872	10.872	10.872	10.872	22.650	22.650	33.975	67.950	
Overført resultat	Egenkapital	989.635	1.190.278	1.338.451	1.365.179	1.453.187	1.543.713	1.672.536	1.894.893	2.196.912	
Egenkapital i alt		1.049.979	1.246.999	1.348.031	1.397.598	1.471.851	1.593.748	1.713.311	1.944.724	2.258.518	
Kontrol		0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Bilag 2 Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse (TDKK)	Årsrapport 2006/2007	Årsrapport 2007/2008	Årsrapport 2008/2009	Årsrapport 2009/2010	Årsrapport 2010/2011	Årsrapport 2011/2012	Årsrapport 2012/2013	Årsrapport 2013/2014	Årsrapport 2014/2015
Omsætning	4.288.556	5.327.435	4.871.473	4.337.382	6.147.489	6.676.165	7.375.888	8.527.042	10.253.877
Core driftomkostninger	-3.975.631	-4.895.626	-4.496.212	-4.095.517	-5.769.455	-6.208.606	-6.887.472	-7.899.997	-9.467.500
EBITDA	312.925	431.809	375.261	241.865	378.034	467.559	488.416	627.045	786.377
Af- og nedskrivninger	-150.725	-149.860	-165.124	-179.670	-241.716	-285.903	-275.017	-277.968	-299.243
EBIT	162.200	281.949	210.137	62.195	136.318	181.656	213.399	349.077	487.134
Skat af årets resultat	-38.897	-69.842	-52.211	-17.791	-35.601	-53.875	-47.054	-75.069	-88.400
Skatteskjold og skat usædvanlige poster	3.577	-3.566	-3.868	-3.398	-4.865	-4.156	-4.133	-5.212	-6.866
NOPAT	126.880	208.541	154.059	41.007	95.853	123.626	162.212	268.796	391.868
Core andet driftoverskud	10.422	12.406	13.679	17.194	16.519	903	78	1.874	-3.153
Core driftoverskud	137.302	220.947	167.738	58.201	112.372	124.529	162.290	270.670	388.715
Usædvanlige poster	13.500	6.746	0	0	0	0	0	0	0
Skat	-3.375	-1.687	0	0	0	0	0	0	0
Samlet driftoverskud	147.427	226.007	167.738	58.201	112.372	124.529	162.290	270.670	388.715
Core finansielle omkostninger	806	-21.009	-15.470	-13.590	-19.458	-16.622	-16.531	-21.273	-29.218
Skatteskjold	-202	5.252	3.868	3.398	4.865	4.156	4.133	5.212	6.866
Core finansielle omkostninger efter skat	605	-15.757	-11.603	-10.193	-14.594	-12.467	-12.398	-16.061	-22.352
Finansielle dirty-surplus poster	-262	-3.610	-47.194	22.858	-13.783	19.619	-9.254	-2.310	-22.155
Netto finansielle omkostninger, efter skat	343	-19.367	-58.797	12.666	-28.377	7.153	-21.652	-18.371	-44.507
Totalindkomst før minoriteter	147.769	206.640	108.941	70.866	83.995	131.681	140.638	252.299	344.208
Minoritetsinteressers resultatandel	0	310	2.021	2.624	42	0	-690	-501	163
Totalindkomst til ordinære aktionærer	147.769	206.950	110.962	73.490	84.037	131.681	139.948	251.798	344.371

Bilag 3

USB-stik med komplette beregninger i Excel