

Copenhagen Business School

Institut for Finansiering

Kandidatafhandling

Cand.merc. Fir

Falck A/S

-strategisk analyse, regnskabsanalyse og værdiansættelse

Vejleder: Jimmy Lundby

Skrevet af: Rasmus Peder Due Larsen

CPR nr.: 040784-XXXX

10. oktober 2011

Anslag tekst:161.375

Anslag figurer: 24*800=19.200

Antal normalsider:79,37

Executive Summery

The main purpose of this master thesis is to determine the value of the Danish company Falck A/S. The value is determined at the 30 of June 2011. The company was founded in 1906 and started offering customers to save their personal belongings during a fire. Today the company operates in four different divisions, assistance, emergency, healthcare and training. Falck is one of the largest companies in the world on each of these four divisions.

The framework for the strategic analysis consists of PEST-analysis, Porters five forces and to sum it all up, a SWOT-analysis. The strategic analysis showed the differences between the four divisions and the difficult strategic choices, this leaves for Falck. The thesis showed that Falck, in each division, is among the market leaders. The company is in a favorable position for development of new products and seizing opportunities for growth that arise suddenly.

The financial analysis is based on historical financial reports from the last six years. The analysis showed that Falck has been growing at a high rate during this period both from organic growth but also from buying several companies. Falck has shown a decline in costs percentage and an incline in sales, which is positive. At the same time the invested capital has inclined remarkably. The future results are based on Falcks ability to integrate the new companies into the existing company structure.

Based on the strategic analysis and analysis of the financial reports a budget has been made for Falck. The WACC is estimated at 5.9 %. Growth in the terminal period is estimated different for each division, but the level is between 2 and 4 percent. Based on the forecasted future the valuation is conducted using a discounted-cash-flow model. Falcks equity is estimated to 8,836 million DKK. This value gives a share price at 95.5 DKK.

The estimated value has been subject to a stress test of the underlying value drivers, which showed, that the value is very sensitive to changes in WACC and stronger towards changes in the growth rate used in the terminal period.

Indhold

1. INDLEDNING	5
1.1 Valg af virksomhed og problematisering	6
1.2 Problemformulering	6
1.3 Struktur	7
1.4 Metode	8
1.4.1 Informationsfasen	8
1.4.2 Analysefasen	9
1.4.3 Værdiansættelsesfasen	10
1.5 Afgrænsning	10
1.6 Dataindsamling / Informationssøgning.....	11
1.7 Kildekritik	11
1.8 Modtagere.....	12
2. VIRKSOMHEDSPROFIL	13
3. FALCKS FORRETNINGSOMRÅDER.....	17
3.1 Redning	18
3.1.1 Vækstmuligheder i Redning	20
3.2 Assistance.....	20
3.2.1 Vækstmuligheder i Assistance.....	22
3.3 Healthcare	23
3.3.1 Vækstmuligheder i Healthcare	25
3.4 Træning	25
3.4.1 Vækstmuligheder i Træning	26
4. STRATEGISK ANALYSE	27
4.1 PEST-analyse.....	28
4.1.1 Politiske forhold	28
4.1.2 Økonomiske forhold.....	29
4.1.3 Socialkulturelle forhold	30
4.1.4 Teknologiske forhold	32
4.2 Porters Five Forces.....	33
4.2.1 Assistance	33
4.2.2 Redning.....	36
4.2.3 Healthcare.	38
4.2.4 Training.....	41
4.3 SWOT - analyse.....	43

4.3.1 Styrker	44
4.3.2 Svagheder	46
4.3.3 Muligheder	47
4.3.4 Trusler	48
5. REGNSKABSANALYSE	50
5.1 Revisionspåtegning	50
5.2 Regnskabsgennemgang	51
5.3 Regnskabspraksis	51
5.5 Noter til regnskabsanalysen	54
6. RENTABILITETSANALYSE	60
6.1 Afkastningsgraden	62
6.2 Overskudsgraden	63
6.3 Omsætningshastigheden	64
6.4 Indeksering - trendanalyse og common-size-analyse.	64
6.5 Egenkapitalforretning	68
7. BUDGETTERING	72
7.1 Budgetperiode:	72
7.2 Budgettering af nettoomsætning	72
7.2.1 Redning	73
7.2.2 Assistance	74
7.2.3 Healthcare	76
7.2.4 Training	76
7.3 Omkostninger	77
7.3.2 Personaleomkostninger	78
7.3.3 Andre eksterne omkostninger, Vareforbrug og fremmedassistance	78
7.3.4 Afskrivninger	79
7.4 Balanceposter	79
8. VÆRDIANSÆTTELSE	81
8.1 WACC (Weighted cost of capital)	81
8.2 Kapitalstruktur	81
8.3 Fremmedkapitalomkostninger	82
8.4 Ejernes afkastkrav	83
8.5 Delkonklusion WACC beregning	84

8.6 Værdiansættelse med DCF-modellen	84
8.7 Følsomhedsanalyse.....	86
8.8 Peer Group og Multipelanalyse	88
9. KONKLUSION	89
10. LITTERATURLISTE	91
11. FIGUROVERSIGT	93
12. BILAGSSAMLING.....	94

1. Indledning

Blandt det private erhvervsliv findes virksomheder som udfører samfundsnyttige opgaver men stadig er baseret på økonomisk overskud til investorerne.

Falck A/S er en af disse med en historie helt tilbage til det forrige århundrede, nærmere bestemt 1906. Allerede fra virksomhedens start har Falck befundet sig i et grænseområde, hvor de har tilbudt samfundsnyttige ydelser under den forudsætning, at det gav overskud. Virksomheder i dette område står konsekvent i valget mellem økonomisk overskud og hjælpen til samfundet, dvs. borgeren. Produktets karakter gør denne skelen besværlig for den enkelte medarbejder og virksomheden som et hele.

Falck blev i 2005 opkøbt af Nordic Capital - en dansk baseret kapitalfond. Dermed skulle virksomheden nu styres efter forretningsmæssige principper fremfor samfundsmæssige hensyn. Interessenterne så med spænding frem til at opleve, hvor dette ville påvirke ydelsernes karakter.

I år har Nordic Capital solgt deres andel af Falck, hvilket gør det interessant at se nærmere på den virksomhed, kapitalfonden efterlader. Netop de ovenfor beskrevne kendetegn ved Falck øger motivationen for et sådant stykke arbejde. Falck arbejder på et område, hvor der løbende er politisk debat om strukturen. Dertil har virksomheden været under et profitmaksimerende ejerskab, hvilket ikke nødvendigvis er fordelagtigt med henblik på de ydelser, der leveres og aftagerne af disse.

Det er interessant at finde værdien af Falck og gennemgå den virksomhed, som nu frasælges til andre investorer. I samme ombæring vil det være spændende, at se nærmere på den strategiske situation virksomheden er i, og hvilket resultat en regnskabsanalyse giver.

Denne kandidatafhandling ønsker at give et billede af Falck anno 2011 og gennem strategisk og regnskabsmæssig analyse værdiansætte virksomheden. Forfatteren anser Falck som værende en unik virksomhed hvilket også gør det spændende at undersøge nærmere hvordan Falck fungerer og hvilke økonomiske præstationer virksomheden har ydet i perioden.

1.1 Valg af virksomhed og problematisering

Der findes kun få virksomheder, der leverer samfundsnyttige ydelser og samtidig er privatejede. Der findes endnu færre af de virksomheder, som har oplevet en så stor transformation indenfor de seneste år, som den Falck har været igennem.

Derfor valgte jeg at værdiansætte Falck A/S, i hvilken kapitalfonden Nordic Capital i 2005 erhvervede aktiemajoriteten med ATP PEP som minoritetsaktionær for en værdi af 5,3 mia. kr.¹ Selskabet har under kapitalfondsejerskabet bibeholdt et højt informationsniveau med udgangspunkt i ønsket om at sælge tilbage til markedet efter en kortere ejerskabsperiode, hvilket øger salgspotentialet³. Eksempelvis er resultatopgørelsen omsætningsopdelt på forretningsområder.

Samtidig er det interessant at følge udviklingen af Falck, da der ikke findes andre direkte sammenlignelige virksomheder på verdensmarkedet. Virksomheden har en unik profil og en række forretningsområder, der ikke findes sammensat på lignende måde i andre koncerner. Falck er både speciel, specialiseret og samtidig kapitalfondsejet, hvilket gør det til en interessant udfordring at lave en strategisk og regnskabsmæssig analyse såvel som en værdiansættelse af virksomheden.

Derudover er virksomhedens tætte samspil med offentlige instanser og regeringer over det meste af verden med til at øge forfatterens personlige interesse. Case virksomheden Falck A/S viser dermed hvordan kapitalfondsejede virksomheder er i stand til at løse samfundsnyttige opgaver, noget som indtil flere politikere nok har fulgt med lige dele spænding og nervøsitet.

1.2 Problemformulering

Dette speciales formål er at undersøge værdien af koncernen Falck A/S ved en strategisk og regnskabsmæssig analyse samt værdiansættelse af Falck A/S.

Udover en overordnet problemformulering vil der blive formuleret en række underspørgsmål, der tilsammen vil danne grundlaget for konklusionen.

Hvad er værdien af Falck A/S pr. 30. juni 2011 baseret på en strategisk og regnskabsmæssig analyse?

¹ Robert Spliid, 2007

For at finde den korrekte værdi af selskabet vil følgende underspørgsmål blive analyseret og besvaret i afhandlingen.

Falck generelt

- Hvem er Falck, hvad er Falcks historie, og hvordan er virksomheden opbygget?
- Hvilke forretningsområder arbejder virksomheden indenfor, og hvordan er samspillet mellem disse?

Strategisk analyse

- Hvilke faktorer er af afgørende betydning for branchen?
- Hvad er Falcks markedsposition, og hvilke vækstmuligheder byder fremtiden på?
- Hvorfra stammer Falcks omsætning primært?
- Hvordan ser Falcks SWOT ud?

Regnskabsmæssig analyse

- Hvilke regnskabsmæssige korrektioner er nødvendige for at frembringe et retvisende billede af Falck?
- Hvordan har den historiske udvikling været for Falck, herunder udviklingen i ROIC?
- Kan historiske data bruges som indikatorer på fremtidig indtjening?

Budgettering

- Hvilke forudsætninger er nødvendige for at fastlægge et budget for Falck?
- Hvilken budgetperiode er fordelagtig for Falck?

Værdiansættelse

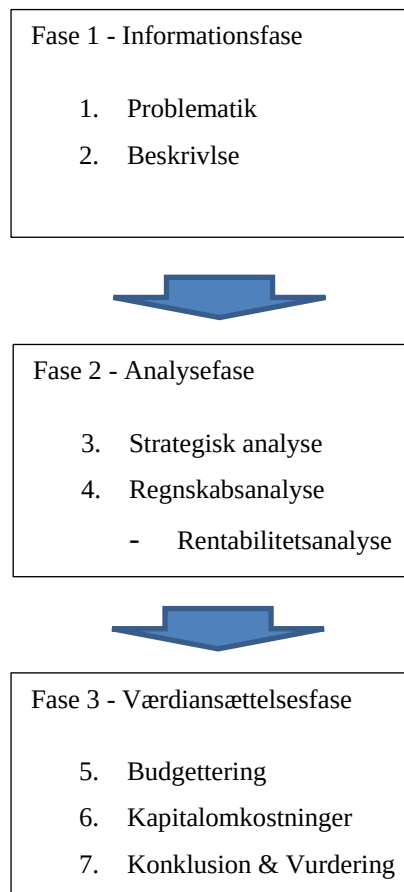
- Hvilken værdi estimerer DCF-modellen for Falck?
- Hvordan er værdiens følsomhed overfor ændringer i input?
- Hvordan er værdien sammenlignet med værdiansættelse med multipler?

1.3 Struktur

Baseret på problemformuleringen forklares herunder, hvorledes afhandlingen er struktureret. Strukturens formål er at underbygge besvarelsen af problemformuleringen på en letforståelig måde for læseren. Som nedenstående figur viser, er afhandlingens forskellige afsnit sat i en

kronologisk rækkefølge, som bringer læseren dybere og dybere ned i forståelsen af Falcks virksomhed og driften af denne. Undervejs vil afsnittene færdiggøres med en opsummering af den vigtigste viden. Afhandlingen vil føre læseren fra præsentation af Falck over en dybdegående analyse af såvel strategi som regnskab for til slut at frembringe en værdi af virksomheden. Afsluttende vil der konkluderes på afhandlingen som helhed.

Figur 1



1.4 Metode

Afhandlingen vil blive opdelt i 3 hovedfaser – informationsfase, analysefase og værdiansættelsesfase. Hvert område kan yderligere inddeles i underafsnit som vist i ovenstående figur.

1.4.1 Informationsfasen

Denne fase vil beskrive den problematik afhandlingen ønsker at adressere, og hvorledes dette vil blive gjort. Udover problematikken vil de nødvendige indledende informationer om

virksomhedens historie blive gennemgået, og afhandlingen vil give læseren en indsigt i, og forståelse af, Falcks forretningsmodel.

1.4.2 Analysefasen

Strategisk analyse

Den strategiske analyse er baseret på en ”top-down approach”, hvor makro, branche og virksomhedsspecifikke forhold tages i betragtning.

For at kunne vurdere virksomhedens strategiske position i fremtiden og deraf værdien, er det nødvendigt at skabe klarhed over hvilke politiske og samfundsmæssige faktorer, som omgiver virksomheden. Disse faktorer vil blive analyseret ved brug af PEST-modellen, da den sikrer, at alle væsentlige faktorer bliver inddraget på en struktureret måde. PEST-analysen vil tage udgangspunkt i de fire hovedforretningsområder i Falck – assistance, redning, healthcare og træning.

Til at analysere branchesituationen tages der udgangspunkt i Porters Five Forces. Denne model er brugbar til at vurdere konkurrencesituationen i branchen og dermed Falcks fremtidige indtjeningsmuligheder. Som afslutning på det strategiske afsnit opsummeres resultaterne i en styrkeprofilanalyse ”SWOT-analyse”, hvilket giver et overblik over virksomhedens stærke og svage sider samt muligheder og trusler for Falck. Disse resultater vil fungere som grundlag for budgetteringen af Falcks fremtidige indtjening, da de viser hvilke konkurrencemæssige fordele, der skal sikre virksomheden et merafkast.

Regnskabsanalyse

Der vil i dette afsnit blive udarbejdet en regnskabsanalyse af Falck på baggrund af periodens regnskaber. Analysen vil fokusere på virksomhedens rentabilitet, vækst og risiko. Derudover vil regnskabsanalysen blive brugt til at få analyseret og estimeret de væsentlige value-drivers med henblik på at udarbejde det for den eksterne analytiker mest realistiske budget for Falck. Der vil blive taget udgangspunkt i Du Pont pyramiden.

1.4.3 Værdiansættelsesfasen

Budgettering & Kapitalomkostninger

Budgettet baseres på både de finansielle og ikke finansielle valuedrivers fundet gennem den strategiske og regnskabsmæssige analyse af Falck. Der fastlægges en budgetperiode for Falck, hvorefter budgettet lægges for både budgetperioden og terminalperioden.

WACC beregnes som mål for virksomhedens kapitalomkostninger ved at vurdere og beregne hvert enkelt led af WACC-formlen. Her benyttes et fagligt notat udarbejdet af Thomas Plenborg som rettesnor i de forskellige vurderinger og beregninger.

Værdiansættelse

Til at estimere den endelige værdi af Falck tages der udgangspunkt i DCF modellen. DCF modellen er den mest udbredte værdiansættelsesmodel og har i de senere år vundet stort indpas. Modellens fordel er, at den er baseret på pengestrømme, hvilket gør det muligt at indregne adskillige faktorer, som har betydning for værdien af Falck – kapitalstruktur, risiko og vækst. Indregning af disse faktorer sikrer, at der opnås en værdiansættelse af Falck, hvor der er inddraget så mange faktorer som muligt. Derudover er det en fordel, at modellen er uafhængig af anvendt regnskabspraksis. Der vil derudover muligvis blive foretaget en relativ værdiansættelse med multipler.

Med udgangspunkt i ovenstående analyser vurderes det, at der vil fremkomme et, på skæringsdatoen, realistisk estimat af værdien af Falck A/S. Volatiliteten af det værdiestimat vil ligeledes blive vurderet i en følsomhedsanalyse.

1.5 Afgrænsning

Afhandlingen vil kun fokusere på én virksomhed, Falck.

I analysen af Falck tages der udgangspunkt i danske markedsforskel og dansk lovgivning, hvilket skyldes virksomhedens aktivitetsfordeling og placeringen af hovedsædet. Dog har koncernen under kapitalfondsejerskabet udvidet forretningen ud over Danmarks grænser.

Der fokuseres udelukkende på perioden fra 2005 til d. 30. juni 2011, da det er i denne periode, udviklingen ønskes undersøgt. Skæringstidspunktet for værdiansættelsen er sat til d. 30. juni 2011, hvorfor ingen informationer efter denne dato vil influere værdiansættelsen.

Værdiansættelsen vil udelukkende finde sted på baggrund af offentlig information. Derudover vil værdiansættelsen laves ud fra en ekstern analytiker/minoritetsinvestors vurdering. Det betyder, at der i værdiansættelsen ikke vil indgå værdi som følge af restrukturering eller synergipotentialer, som vil blive tillagt i tilfælde af interesse fra en kapitalfond eller en industriel køber. Værdiansættelsen vil blive gennemført på et objektivi grundlag.

Ved estimering af værdiestimatet for Falck afgrænses der til kun at benytte DCF-modellen blandt de kapitalværdibaserede modeller. Ligeledes afgrænses der til kun at benytte multipel værdiansættelse blandt de relative værdiansættelsesmodeller. Det betyder også, at der ikke vil blive lavet en indgående analyse af regnskabspraksis, da modellen er uafhængig af anvendt regnskabspraksis.

1.6 Dataindsamling / Informationssøgning

Analysen baseres på offentligt tilgængeligt materiale, som en potentiel investor vil have mulighed for at komme i besiddelse af. Data kan opdeles i primære og sekundære data.

De primære data stammer fra Falck selv. Her er der tale om årsregnskaber, fondsbørsmeddelelser, historiske oplysninger og andet materiale fra virksomhedens hjemmeside.

Sekundære data hentes fra faglitteratur, tidsskrifter, f.eks. (Valuation fra McKinsey, Regnskabsanalyse for beslutningstagere fra Plenborg & Petersen), artikler f.eks. (Dagbladet børsen, Berlingske), offentlige undersøgelser og statistikker f.eks. (Danmarks Statistik). Derudover er der søgt data via Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

1.7 Kildekritik

Gennem analyseperioden har Falcks primære ejer været Nordic Capital. Det ligger implicit i kapitalfundsmodellen at et ejerskab, uanset hvor succesfuld det end måtte være, kun er for en defineret tidsperiode på oftest under 10 år. Det efterlader en risiko for, at de oplysninger, der er offentliggjort af Falck, er præget af ønsket om et virksomhedssalg og en fremtidig pris, der bliver så høj som mulig. Derimod er fordelene, af Falck har offentliggjort omsætningsfordelingen mellem de forskellige forretningsområder for at give potentielle investorer den mulighed at følge omsætningsudviklingen mere nøje. Dog kan det ikke udelukkes, at Falck er forsøgt pyntet for at fremstå attraktivt for nye investorer. Samtlige oplysninger i årsrapporterne er revideret samt påtegnet af statsautoriserede revisorer og

underlagt de deraf følgende regler. Dette gør, at de kan og vil blive, betragtet som troværdige og pålidelige, ligesom konklusioner vil blive draget af årsrapporterne.

De derudover anvendte fagskrifter, lærebøger, artikler, statistikker og rapporter er baseret på dels enkeltpersoners og dels offentlige videns-institutioners bidrag. Opfattelsen er, at kilderne samlet set udgør et tilstrækkeligt og bredt grundlag for afhandlingens diskussioner, analyser og vurderinger. Det underbygges af, at forfatterne til disse tekster har været deltagende indenfor deres fagområde gennem en længere periode, og at den brugte viden stammer fra flere forskellige forfattere.

1.8 Modtagere

Afhandlingen er skrevet til alle med interesse for den historiske såvel som fremtidige udvikling i Falck. Dog er der fokuseret på modtagere med et allerede dybt kendskab til de anvendte modeller og teorier.

Målgruppen forventes at have kendskab til finansierings- og regnskabsteori svarende til pensum på cand.merc. fir uddannelsen.

2. Virksomhedsprofil

Falck er nærmere kendt som en dansk institution frem for en international virksomhed. Billedet er dog under forandring og har været det i flere år, men tidligere troede flere borgere, at Falck var en statslig virksomhed. Falck har aldrig været en statslig virksomhed. Ovenstående viser, at Falck har haft en speciel placering i danskernes bevidsthed, hvilket gør det ekstra interessant at undersøge den mere end 100 år lange historie, som virksomheden bærer rundt på. For at stå bedre rustet til den senere analyse vil Falcks historie gennemgås herefter.

Sophus Falck stifter d. 3. oktober 1906 ”Redningskorpset for København og Frederiksberg A/S” (fremover ”Falck”), og dermed grundlægges virksomheden, som senere bliver Falck A/S. På samme dag 22 år tidligere havde grundlæggeren deltaget som frivillig arbejdskraft i redningsarbejdet under Christiansborg slotsbrand, nemlig i 1884. Dengang bestod arbejdet i at redde flest muligt værdigenstande ud fra det brændende slot. Undervejs bemærker Sophus Falck, at både rednings- og slukningsarbejdet virker uorganiseret. Dog er det først 22 år senere, at han igen kommer til at arbejde i denne branche. I mellemtiden forsøger entreprenøren sig med flere mislykkedes forretninger lige fra en tømmerhandel på Jagtvej i København til hospitalsbyggeri i Rusland².

Ved stiftelsen i 1906 har virksomheden blot ét forretningsområde, nemlig redningsarbejde. Der var dengang tale om redning af værdigenstande fra brændende bygninger. Indtægterne skulle komme fra to kilder. Sophus Falck håbede, at forsikringsselskaberne, som ville undgå omkostningen til erstatning af de redede genstande, ville belønne ham for redningen. Derudover var virksomheden baseret på abonnementer, som større virksomheder eller institutioner kunne tegne for derigennem at være sikret hjælp i tilfælde af ulykker³.

I 1908 udvider Falck forretningen til også at omfatte patientbefordring og dertil anskaffes virksomhedens første ambulance. Derefter udvides med dyreredning og autohjælp. I 1919 opkøber Sophus Falck en sygetransportforretning i Odense, og derved opstartes de første aktiviteter udenfor København. Virksomheden oprettes som et lokalt aktieselskab med lokale spidser i ledelsen. Over de næste 11 år oprettes lokale aktieselskaber i både Århus, Ålborg, Næstved og Vejle.

² www.falckteknik.dk

³ Ibid.

Brandslukningen startes som forretningsområde i 1922 efter opfordring fra et fynsk forsikringsselskab. Forsikringsselskabet havde store uoverensstemmelser med købstadsbrandvæsnet i Odense, og løsningen blev at bede Sophus Falck om at oprette et privat brandvæsen. Dermed blev Falck introduceret på et nyt marked.

Først i 1930, fire år efter Sophus Falcks død i 1926, bliver Falck udsat for direkte konkurrence. Sønnen Rudolph har nu overtaget Falck og sat fokus på organisering af virksomheden og de mange tilknyttede private vognmænd rundt om i landet. Netop denne proces fører Falck ud i stridigheder med, hvad vi i dag vil kalde en franchisetager, som på den baggrund startede sit eget redningskorps. Konkurrenten fik navnet ”Zone-Redningskorps” og havde base på Falster. Denne nye konkurrent introducerede private husstandsabonnementer og autoabonnementer, eftersom flere danskere på dette tidspunkt havde biler. De private abonnementer blev nu også tilbudt af Falck grundet den stigende konkurrence. Dette nye tilbud var startskuddet til den hidtil største ekspansion i Falcks historie. For at tilbyde bilister et interessant autoabonnement var det nødvendigt for Falck at blive landsdækkende, hvilket bliver en realitet indenfor få år. De lokale aktieselskaber samles i et landsdækkende selskab med navnet ”Falcks Redningskorps”. Logoet bliver den hvide falk med de udspilede vinger på den velkendte røde baggrund.



Falcks stilling i samfundet kan bedst karakteriseres som en humanitær organisation fremfor en rendyrket profitmaksimerende virksomhed. Af den grund har Falck ikke benyttet sig af egentlig markedsføring men derimod brugt forskellige begivenheder til at skabe opmærksomhed om virksomheden og derigennem opnået kontakt med potentielle kunder. Her kan nævnes flere begivenheder lige fra grundlæggelsen, på 22 årsdagen for Christiansborg Slotsbrand, til anskaffelsen af den første ambulanceflyvemaskine i 1947. Konkurrenten Zone-Redningskorps havde allerede i 1939 købt en ambulanceflyver, men 2. verdenskrig og de deraf følgende konsekvenser tvang Falck til at vente 8 år, før de også kunne tilbyde denne tjeneste. Senere vokser Falcks flyvekorps betydeligt og ender sågar med at flyve kommercielle indenrigsflyvninger i Danmark. Denne del af Falck afsættes i 1969, hvor A.P. Møller køber selskabet og bruger det som en del af grundlæggelsen af Mærsk Air.

Den 3.okt 1956 kan Falck fejre sit 50 års jubilæum velvidende, at virksomheden har nået de mål, der blev udstukket 20 år tidligere. Falck er nu Danmarks største brand- og redningskorps med over 100 stationer fordelt over landet. Opnåelsen af de visionære vækstmål indleder en

periode med fokus på trimning af virksomheden fremfor vækst. I de kommende år fokuseres på driftsoptimering fremfor udvikling og vækst.

1963 bliver året hvor Falck opkøber deres eneste konkurrent, Zone-Redningskorpset. Selskaberne sammenlægges og navngives Falck-Zonen. Senere skiftes navnet til igen at være Falck. Overtagelsen er ikke fjendtlig og skyldes ikke finansielle problemer i Zone-Redningskorpset, men derimod et større generationsskifte sammen med en bevidsthed om at samfundet ønsker konkurrencen indstillet. Som så mange gange tidligere skal Falck altså i 1963 agere fornuftigt i virksomhedsmæssig forstand men samtidig tage høje for deres karakter af humanistisk virksomhed med en stærk tilknytning til det offentlige Danmark. Resultatet bliver sammenlægningen af de to virksomheder. I de kommende år belønnes Falck med en større aktivitets stigning specielt på patientbefordringen. I 1963 var der 175.000 befordringer hvorimod det i 1973 var vokset til enorme 1.354.000. På de 10 år bliver aktiviteten otte gange større indenfor patientbefordringen.

Efter 82 år i familien Falcks eje sælges virksomheden i 1988 til forsikringsselskabet Baltica for 300 mio. kr. Salget skyldes, at fjerde generation i Falck har så store uoverensstemmelser, at de i fællesskab har besluttet, at et salg af virksomheden vil være det mest fordelagtige. Omsætningen er på salgstidspunktet 1,5 mia. kr. Baltica indsætter deres skadechef Lars Nørby Johansen som ny direktør i Falck. Inden overtagelsen har Falck betjent samtlige forsikringsselskaber i Danmark, men efter Balticas opkøb ønsker konkurrenten Topdanmark ikke længere at benytte Falck og indgår derfor aftale med et mindre og ganske ukendt selskab på dette tidspunkt, Dansk Autohjælp. I dag er Dansk Autohjælp stadig en betydelig konkurrent for Falck på autohjælpsområdet⁴.

Fem år efter Balticas opkøb af Falck bliver et nyt forretningsområde føjet til virksomheden. I dette tilfælde er det sikringsbranchen, som Falck entrerer via købet af Securitas fra ISS for 450 mio. kr. Det oprindelige forretningsområde, brandredningen, ikke at forveksle med brandslukningen, som siden har ændret navn til følgeskadedivisionen sælges samtidig til ISS. Virksomhederne handler internt med forretningsområder i håbet om at den nye sammensætning vil øge profitten via udnyttelse af synergieffekter⁵.

I 1995 børsintroduceres Falck. Ved denne lejlighed fik virksomheden ca. 5000 nye aktionærer. Fem år senere vælger Falck af fusionere med Group4Securitas. På dette tidspunkt

⁴ www.falck.com

⁵ Ibid.

er Falck, primært gennem udenlandske opkøb, vokset til 32.000 ansatte og har en omsætning på 7,2 mia.kr og ca. 14.000 aktionærer. Den nye virksomhed får navnet Group4Falck og opnår en omsætning på 15 mia. kr. gennem virksomhedsdrift i 50 forskellige lande.

Den amerikanske sikringskoncern Wackenhut opkøbes i 2002, hvilket bringer omsætningen op på 32 mia. kr. skabt via de 233.000 ansatte i mere end 80 lande. Efter opkøbet vælger Falck at omorganisere virksomheden. Fremover vil organisationen blive opdelt efter kompetencer og ikke landeopdelt. Derfor skilles redningskorpset ud fra sikringsvirksomheden, hvilket reelt set er en afvikling af virksomhedens strategi, som den blev formuleret i 1993. Securitas blev netop købt for at udnytte synergier mellem rednings- og sikringstjenesten, men nu 9 år senere skilles de to forretningsområder fra hinanden igen. De ønskede synergier må derfor formodes at være uopnåelige for Falck, og derfor afskaffes strategien.

Group4Falck fusionerer i 2004 med sikringskoncernen Securicor fra England. I den forbindelse udskiller koncernen Falck, som derved bliver til Falck A/S. Falck A/S noteres selvstændigt på Københavns Fondsbørs, og handlen med aktierne påbegyndes d. 20. juli 2004. Tiden som børsnoteret aktieselskab bliver kort for Falck A/S for allerede d. 19. oktober samme år, ca. 3 mdr. efter første handelsdag, kan Falck A/S offentliggøre et købstilbud fra kapitalfonden Nordic Capital. Efter godt 3 måneders arbejde, d. 23. feb. 2005, bliver afnoteringen en realitet da 98,5 % af aktionærerne har accepteret kapitalfondens tilbud⁶.

Falck har gennem sine mere end 100 år som virksomhed haft flere forskellige ejerskabsformer og forretningsområder. Siden 2005 har Falck været under en hidtil, for virksomheden, uprøvet ejerskabsform. Ovenstående beskriver Falcks historie, og den dna som virksomheden er skabt omkring. Den efterfølgende del af afhandlingen vil analysere og værdiansætte Falck pr. 30. juni 2011.

⁶ www.falckteknik.dk

3. Falcks forretningsområder

Som den historiske gennemgang gav udtryk for, har Falck gennem det meste af virksomhedens levetid drevet flere forskelligartede forretningsområder samtidig. Det er stadig tilfældet og af den grund, har dette afsnit til formål at danne et overblik over Falcks forretningsområder. Det gøres ved først at vise en samlet oversigt over vigtige nøgletal for hvert forretningsområde, og dernæst se hvordan de fordeler sig på forskellige geografiske områder. Efterfølgende vil afsnittet indeholde en detaljeret beskrivelse af hvert forretningsområde med henblik på at identificere nøgletal, aktiviteter, strategi og vækstmuligheder. Dette har til hensigt at fungere som input til de to andre dele⁷ i den strategiske analyse for til sidst at udmunde i en opsummerende SWOT-analyse.

Falck er overordnet organiseret i fire forretningsområder, Assistance, Redning, Healthcare og Træning. Nedenstående figur 2 har til hensigt at skabe et overblik over forretningsområdernes vigtigste nøgletal.

Figur 2

Fakta for forretningsområder		Omsætning		EBITA		EBITA-margin (%)		Organisk vækst
DKK mio.kr.	% af total	2010	2009	2010	2009	2010	2009	
Assistance	29,5%	2.470	2.183	269	327	11%	15%	8,0%
Redning	57,8%	4.834	4.271	329	221	6,8%	5,2%	7,6%
Healthcare	14,3%	1.196	1.139	75	49	6,3%	4,3%	-4,2%
Træning	11,4%	958	921	142	124	14,8%	13,5%	-1,5%
Andre				24				
Eliminering	-13%	-1.091	-985					
Total	100%	8.367	7.529	839	721	10,0%	9,6%	5,1%

Kilde: Egen tilvirkning og Falcks årsrapport 2010

Tabellen viser bl.a. hvorledes omsætningen i Falck fordeler sig mellem forretningsområderne. Det ses at posten eliminering indgår. Det skyldes, at forretningsområderne internt handler med hinanden, og derved opstår der en intern omsætning, der fremgår i omsætningen fra de respektive forretningsområder, hvorfor denne skal fratrækkes. Det gøres ud fra den betragtning, at hvert område har bidraget ud fra dets størrelse. På den måde opdeles elimineringen og fratrækkes hvert område.

Det ses af tabellen at størstedelen af Falcks omsætning kommer fra forretningsområderne Assistance og Redning, hvoraf sidstnævnte er størst med 51,1 % af omsætningen korrigeret

⁷ PEST-analyse og Porters Five Forces

for eliminering. Derimod er det forretningsområdet Træning, der med 14,8 % har den højeste EBITA -margin. Til sammenligning leverer Falcks største forretningsområde Redning en EBITA – margin på 6,8 %, hvilket bl.a. kan forklares ud fra en øget konkurrenceintensitet. Samtidig ses det også, at Assistance og Redning formår at tilvejebringe positive organiske vækstrater, mens det modsatte er tilfældet for Healthcare og Træning.

Hvis man drejer blikket i retning af den geografiske eksponering, figur 3, fremgår det, at Danmark er Falcks største marked, mens kun 5 % af omsætningen genereres udenfor Europa. Dog mindskes den geografiske eksponering mod Europa som følge af Nordic Capitals ekspansions strategi, hvilket bedst illustreres ved, 74,3 % af omsætningen i 2005 stammede fra det danske marked⁸.

Figur 3

Geografisk nøgletalsfordeling		Omsætning		EBITA		EBITA-margin (%)		Organisk vækst
DKK mio.kr.	% af total	2010	2009	2010	2009	2010	2009	
Danmark	63,3%	5.292	4.928	542	449	10,2%	9,1%	4,2%
Den nordiske region	18,4 %	1.541	1.233	108	40	7,0%	3,2%	9,9%
Europa	13,0%	1.087	1.040	121	156	11,1%	15,0%	1,3%
Resten af verden	5,3%	447	328	68	76	15,2%	23,2%	12,0%
Total	100%	8.367	7.529	839	721	10,0%	9,6%	5,1%

Kilde: Egen tilvirkning og Falcks årsrapport 2010

Falck har valgt at opdele organisationen efter forretningsområde og ikke ud fra geografiske forhold, hvorfor det bliver udgangspunktet for den videre beskrivelse af aktiviteterne, udviklingen og strategien i de respektive forretningsområder. Rækkefølgen vil være baseret på omsætningsstørrelsen.

3.1 Redning

Redning er Falcks største forretningsområde, hvor der drives to særskilte aktiviteter: brandslukning (ca. 20 % af omsætningen) og ambulancetjeneste (ca. 80 % af omsætningen).

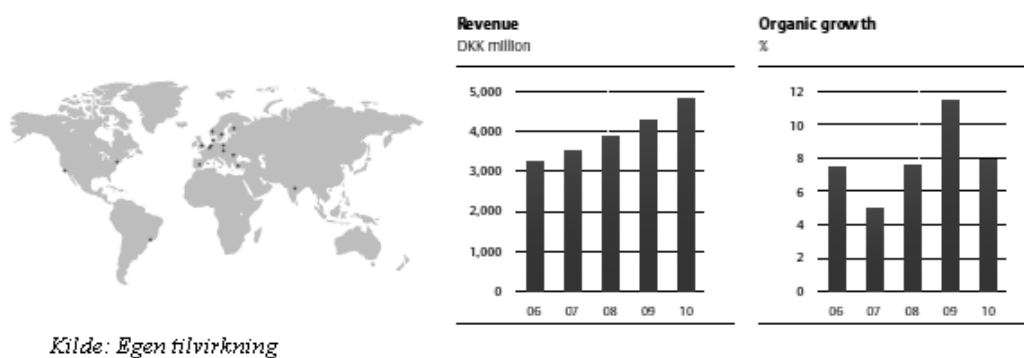
Tilbage i 1922 etablerede Falck sig som et brandvæsen og tilføjede dermed yderligere en aktivitet til koncernens eksisterende forretningsområder. Falck er i dag verdens største private udbyder af brandslukning med aktiviteter i adskillige lande. Samtidig leverer Falck ydelser til to tredjedele af landets kommuner. Kompetencerne dækker over alt fra kurser om brandbekæmpelse og rådgivning til offentlige og industrielle kunder, over brandslukning for

⁸ Falck årsrapport 2010

offentlige kunder til brandbekæmpelse for store industrielle kunder herunder atomkraftværker, petrokemiske fabrikker, bilfabrikanter og lufthavne.

Falck er den største internationale leverandør af ambulancetjenester i Europa. Det inkluderer mere end 1800 ambulancer fordelt over 14 lande, der kører over to millioner akutte ture om året med kritisk syge og ulykkesofre. Derudover deltager Falck i andre præhospitale ordninger med lægebiler, akutbiler og lægehelikoptere

Af nedenstående billede og graf⁹ ses et samlet overblik over henholdsvis de markeder, hvor Falck Redning er operationel og udviklingen i forretningsområdets omsætning.



Over de seneste år har omsætningen i Redning udviklet sig positivt, så niveauet er steget fra 2,4 mia. kr. i 2006 til 4,8 mia. kr. i 2010. Det svarer til en årlig stigning på ca. 20 %. Niveauet for organisk vækst er godt dog mindre konsistent, men særligt i 2009 var væksten høj, hvilket er forårsaget af en ny ambulance kontrakt i Danmark¹⁰

Overordnet set er Redning mindre eksponeret overfor konjunkturelle ændringer i samfundet, da 90 % af omsætningen stammer fra offentlige kunder. Det betyder, at omsætningen er relativt let at budgettere, da de indgåede kontrakter har en varighed på op til seks år med en option på forlængelse. Den positive udvikling i omsætningen skyldes både udviklingen på Falcks nye og eksisterende markeder. Stigningen i omsætningen på eksisterende markeder skal ses på baggrund af, at Falck har været i stand til at levere ydelser af højere kvalitet og kompleksitet, hvilket bedst kan eksemplificeres med følgende to eksempler. For det første gælder det indførsel af satellit overvågning af ambulancerne, så vagtcentraler har opdateret information om, hvor ambulancerne befinder sig, og om hvorvidt de er ledige. For det andet gælder det udviklingen i telemedicin, der gør det muligt for ambulancepersonalet at sende

⁹ Falck Årsrapport 2010

¹⁰ Ibid.

patientinformationer til det modtagende hospital - også kendt som præhospital behandling. Stigningen i nye markeder skyldes en outsourcing trend særligt i henhold til EU lovgivning.

Inden for ambulancetjenester har Falck en markedsandel på 85 % på det danske marked, mens den resterende del af markedet primært opereres af det tysk ejet Responce. På brandbekæmpelsesområdet besidder Falck ca. en markedsandel på 65 % af det danske marked, hvoraf den sidste del udgøres af offentlige operatører.

3.1.1 Vækstmuligheder i Redning

I skrivelsen ”Investeringer i fremtidens sygehusvæsen¹¹” fremgår det, at en centralisering af sygehuse er en nødvendighed for bedst muligt at kunne udnytte knappe personalemæssige ressourcer. En konsekvens heraf er, at nogle funktioner skal samles på færre sygehuse, end tilfældet er i dag. Det betyder, at patienter får længere vej til behandlingsstedet. Samtidig er der drøftelser, der peger i retning af færre akut modtagelser med henblik på at tilbyde patienter behandling på samme niveau uanset tid og sted. En konsekvens heraf er, at det præhospitale beredskab skal styrkes. Denne mulighed identificeres som værende et oplagt vækstområde for Falck både på kort- og lang sigt.

Ligeledes vurderes det, at der er en øget tendens til at outsource offentlige opgaver. Det sker både på baggrund af EU lovgivning, hvor udbud af ydelser skal gennemgå en udbuds proces for at sikre den frie konkurrence, og i global proces hvor globale virksomheder stadig i højere grad tilbyder ydelser, som traditionelt har ligget hos det offentlige. Denne kombination, sammenholdt med stigende pres på de offentlige finanser i Europa, vil presse regeringer ud i overvejelser om udlicitering af offentlige opgaver. Denne nye tendens i udbudsprocesser sås senest i Slovakiet, hvor Falck i 2010 vandt en fireårig ambulance kontrakt.

Falck har ligeledes igennem en række strategiske opkøb sikret sig vækstplatformer på en række nye markeder, her kan eksempel nævnes det seneste års opkøb i USA af LifeStar og Care Ambulance Service. Opkøbene har gjort Falck til den tredjestørste ambulance operatør i USA.

3.2 Assistance

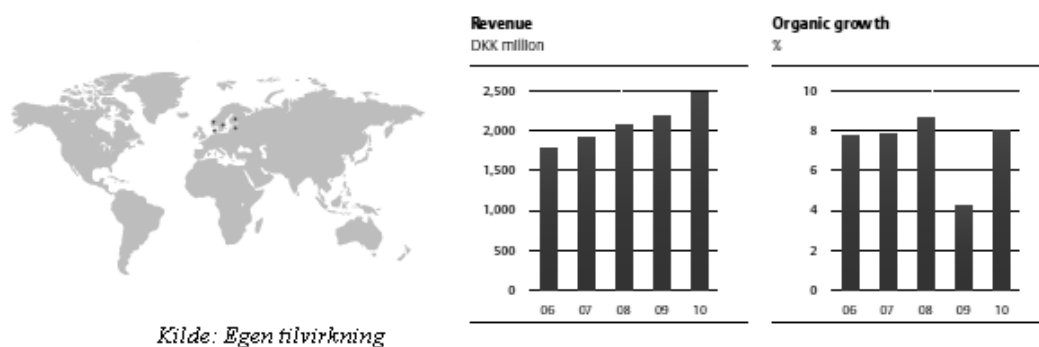
Assistance er Falcks næststørste forretningsområde med tre opdelte aktiviteter: vejhjælp, assistance til hjemmet og rejse. Heraf udgør vejhjælp den største andel af omsætningen med

¹¹ Skrivelsen er udgivet i 2007 af Danske Regioner.

ca. 70 %. Ydelserne baserer sig i de fleste tilfælde på abonnementsordninger og henvender sig til private virksomheder og offentlige kunder. Forretningsområdet er fokuseret på de nordiske lande, Danmark, Sverige, Norge og Finland samt Estland. I 2010 foretog Falck 1,5 mio. udrykninger indenfor Assistance, en stigning på 12 % i forhold til 2009. Dette skal ses i lyset af en hård og snefuld nordisk vinter, som samtidig fik antallet af assistanceabonnenter til at stige. Alene i 2010 fik Falck en halv million nye abonnenter, og det samlede antal udgør nu 1,4 mio.

Falcks vejhjælp retter sig mod alle former for transportmidler ved ulykke eller nedbrud i store dele af Europa. Falck tilbyder i den forbindelse professionel assistance og juridisk bistand. Derudover tilbydes hjemmealarmer, rejseassistance og forskellige healthcare ydelser forbundet hertil¹².

Af nedenstående billede og graf¹³ ses et samlet overblik over henholdsvis de markeder, hvor Falck Assistance er operationel og udviklingen i forretningsområdets omsætning.



Kilde: Egen tilvirkning

Igennem en femårig periode har Falck Assistance haft en stigende omsætning svarende til gennemsnitlig 8 % om året. Det kan dels henføres til en hård vinter i 2010, hvor resultatet blev en kraftig stigning i nye abonnementsordninger. Derudover har Falck indgået et nyt partnerskab med Norges største forsikringsselskab Gjensidige og dels en udbygning af det genvundne partnerskab med Topdanmark. Derudover har aktiviteten, Assistance til hjemmet, oplevet en stigning i omsætningen på grund af kraftig regnvejr i august måned 2010. Sidst vandt aktiviteten Rejse en kontrakt om rejseassistance hos Topdanmark og Alka. Afvigelse i den organiske vækst i 2009 var forårsaget af den samfundsøkonomiske nedtur, da forbrugere og virksomheder reducerede deres omkostningsstruktur. Men i 2010 ramte den organiske vækst igen det tidligere niveau jf. tidligere omtalte argumenter.

¹² www.falck.com

¹³ Falcks Årsrapport 2010

Falck Assistance henter 76 % af omsætningen i Danmark, mens de resterende 24 % kommer fra andre nordiske lande. Omsætningen er ligeligt fordelt mellem privatkunder og virksomhedskunder. Falcks forretningsmodel er til dels at levere vejhjælp direkte til slutkunden og til dels at levere vejhjælp på vegne af forsikringsselskaber men stadig direkte til slutkunden. Forretningsområdets succes i Danmark kan henføres til deres direkte kontakt med kunderne, da Falck har været i stand til at levere mere avancerede auto-produkter og krydssælge andre produkter som hjemmealarmer og healthcare ydelser.

Markedssituationen for Falck Assistance afviger alt efter, hvilket marked der iagttages. I Danmark betragtes Falck som markedsledende, da den eneste konkurrent er Dansk Autohjælp. Men det vurderes, at Falck har en klar konkurrencemæssig fordel i at levere deres ydelser direkte til kunderne, mens Dansk Autohjælp primært fungerer som leverandør af ydelser gennem forsikringsselskaber. På det norske marked er Falck oppe mod Norges Automobil – Forbund, der er den største konkurrent. Falck har haft svært ved at gennemtrænge markedet, det skyldes især, at de norske konkurrencemyndigheder i 2006 afviste et opkøb af Viking Redningstjeneste.

I perioden fra 2005 er omsætningen på området steget fra 1,8 mia. kr. til 2,5 mia. kr.

3.2.1 Vækstmuligheder i Assistance

Det vurderes, at Falck i fremtiden vil være i stand til at levere vækst i forretningsområdet. Det skyldes evnen til at tilføje avancerede produkter til den eksisterende portefølje sammenholdt med evnen til at krydssælge til eksisterende kunder. Den underliggende driver er velstand, hvilket skaber en øget efterspørgsel efter bekvemmelighed og sikkerhed samt den demografiske udvikling, hvor en større andel ældre vil efterspørge forretningsområdets ydelser.

Derudover vil markedet for hjemmealarmer være en mulig vækst driver, da der i 2010 sås en betydelig vækst. I Danmark stod der Falck på hver tredje solgte alarm¹⁴. Samtidig er Falck påbegyndt salg af alarmer i Sverige.

Det vurderes, at forretningsmodellen er attraktiv, da omsætningen er stabil på baggrund af abonnementsordningerne, hvor kunderne forudbetaler.

¹⁴ Falcks Årsrapport 2010

3.3 Healthcare

Falck Healthcare er Danmarks største private udbyder af sundhedsydelser. De to hovedaktiviteter i Healthcare er Formidling af vikarer (50 % af omsætningen) og Medarbejdersundhed (50 % af omsætningen). Som et biprodukt af Falcks årelange aktivitet indenfor ambulancetjenesten har virksomheden oparbejdet en omfattende vidensbase. Det er på den vidensbase hele healthcare forretningsområdet bygger. Den række af ydelser der tilbydes indenfor healthcare har til formål at mindske risikoen for, at mennesker får brug for ambulancetjenesten eller anden form for hospitalsbehandling. Det sker gennem tilbuddet af, sundhedsordninger, rehabilitering, forebyggende indsats og lign. Derudover er vikardelen købt til men har ingen forretningsmæssig sammenhæng med resten af området.

Aktiviteten Formidling af vikarer indbefatter 8000 vikarer opdelt i forskellige faggrupper inden for sundhedssektoren, hvoraf en stor del er sygeplejersker. Derudover indgår der højt kvalificeret sundhedsfagligt personale herunder læger og speciallæger. Kundegruppen er udelukkende den offentlige sektor i de tre skandinaviske lande. Grundlaget for aktiviteten blev lagt ved opkøb af ActivCare i 2006, hvis primære fokus var sygeplejersker og opkøb af VikTeam, der havde læger som deres primære fokus.

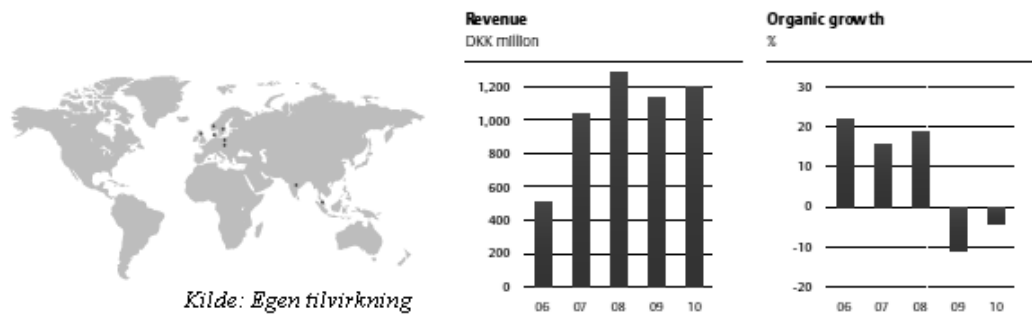
Falck Healthcare udbyder også sundhedsydelser til virksomheder, herunder medlemmer af pensionsselskaber og ansatte ved private virksomheder. Sundhedsordninger er ofte bestilt af virksomheder til deres medarbejdere, som derigennem kan få kontinuerlige sundhedstjek og hjælp til mindre skader. Af mindre skader kan fremhæves ryg-, skulder- eller håndskader. Derudover tilbydes hjælp til rygestop og forebyggelse af andre livsstilssygdomme. Disse ordninger betales ofte af den pågældendes virksomhed for at opnå en bedre medarbejdersundhed og derved sænke omkostningen som følge af medarbejderfravær. Der ydes både en forebyggende hjælp til medarbejderen og en behandlende hjælp, så vedkommende kommer hurtigst muligt tilbage på arbejdspladsen. I de tilfælde hvor kommunen har aftaler med Falck, vil målet være at få patienterne hurtigst muligt tilbage som jobsøgende fremfor passive modtagere af offentlig understøttelse.

Hvor sundhedsordninger (Falck Healthcare) tager sig af forebyggende behandling, har rehabiliteringsarbejdet (Falck Rehab) fokus på patienters tilbagevenden til en normal hverdag

efter en operation. Her er der specielt tale om rehabilitering efter blodpropper i hjernen eller hjertet eller større kirurgiske indgreb som f.eks. ny hofte eller lign.¹⁵

Ydelserne, der tilbydes gennem Healthcare, leveres fra forskellige sundhedscentre bygget af Falck fordelt over de geografiske markeder. Her samles de nødvendige kompetencer, og disse centre varetager flere forskellige behandlingstilbud. Falck selv opsummerer de positive konsekvenser af deres arbejde i fire punkter; bedre, længere og sundere arbejdsliv til det enkelte individ; arbejdsglæden bliver forbedret og fravær samt sygefravær reduceres; den offentlige sektor opnår besparelser på sygedagpenge, førtidspension og bistand under sygdom; og forsikringsselskaber mindsker deres udbetalinger til tabt arbejdsevne¹⁶.

Af nedenstående billede og graf¹⁷ ses et samlet overblik over henholdsvis de markeder, hvor Falck Healthcare er operationel og udviklingen i forretningsområdets omsætning.



Fra 2007 og fremefter har omsætningen holdt et højt niveau i forhold til tidligere. Det skyldes primært de to tilkøb af vikarydelser, hvoraf disse aktiviteter bidrager med 50 % af den samlede omsætning. Aktiviteter blev i 2009 ramt af en politisk beslutning om at insource flere af ydelserne på hospitalerne. Dog vinder Falck Healthcare stadig markedsandele på dette marked og betragtes i dag som værende markedsledende i Danmark. Af forretningsområdets samlede omsætning kommer ca. 50 % fra offentlige kunder, hvorfor denne alene kan tilskrives aktiviteten inden for vikarydelser.

Indenfor aktiviteten medarbejdersundhed spiller pensionsselskaberne en vigtig rolle for Falck i kraft af en høj indtjeningsmargin. Samme høje margin er Falck ikke i stand til at få ved forhandlinger med det offentlige. Den resterende del af indtjeningen stammer fra konsulentytelser til kommuner vedrørende mindskning af sygefraværet. Falck Healthcare er

¹⁵ www.falckteknik.dk/healthcare_rehabilitering

¹⁶ Dette er baseret på Falcks egen udmelding, og det har ikke været muligt, at finde eksterne undersøgelser som har dokumenteret de økonomiske effekter ved Falcks arbejde.

¹⁷ Falcks Årsrapport 2010

markedsledende i Danmark indenfor udbydelse af sundhedsydelser. Den største konkurrent er Previa Sundhed ejet af Tryghedsgruppen.

Over de seneste år har omsætningen indenfor Healthcare-området udviklet sig positivt, så niveauet er steget fra 0,4 mia. kr. i 2006 til 1,2 mia. kr. i 2010. Det svarer til en stigning på 175 %, hvilket giver en årlig stigning på ca. 35 %. De store stigninger findes i perioden 2006-2008, herefter stagnerer udviklingen og har været svagt faldende i 2009, mens omsætningen i 2010 har genvundet en del, uden dog endnu at være på 2008 niveau.

3.3.1 Vækstmuligheder i Healthcare

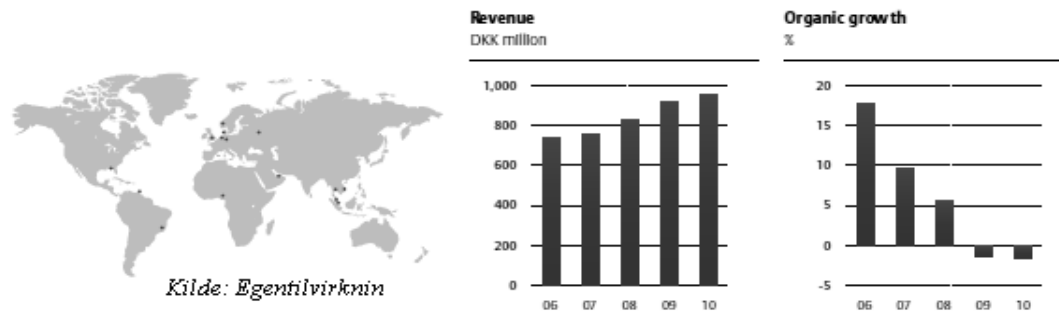
Vækst mulighederne i Healthcare afhænger meget af udviklingen i det generelle velstandsniveau. Med faldende velstand vil der også være faldende afsætning af tilkøbsforsikringer på helbredet. I så tilfælde vil private nøjes med den offentlig tilgængelige sundhedsforsikring og virksomheder vil undgå at skabe omkostninger ved at tilbyde private sundhedsforsikringer i lønpakken.

Hvad angår muligheden for vækst indenfor vikarområdet er dette styret af politiske beslutninger. Omsætningen afhænger af, hvordan sygehusvæsenet stiller sig overfor muligheden at købe vikarer kontra overarbejde for de eksisterende ansatte eller muligheden for flere fastansættelser. Den beslutning bliver massivt påvirket fra politisk side. I den nuværende situation, hvor det endnu er uvist hvordan regionernes fremtidige skæbne bliver, er vækstmulighederne i healthcare præget af væsentlig usikkerhed.

3.4 Træning

Falck har træningsfaciliteter fordelt over hele verden og er verdensledende i rednings- og sikkerhedstræning. Alene i 2010 leverede Falck træningsydelser til 203.000 elever. Falck har oprettet 27 træningscentre fordelt over 14 lande til træning i redning og sikkerhed. Derudover har Falck 8 centre, hvori der leveres avanceret træning i brandslukning. Det er dog hovedsageligt rednings- og sikkerhedskurser, der undervises i, og de største aftagere er den maritime industri eller offshore industrien. Derudover afsættes ydelserne til flyindustrien, vindenergiindustrien, den kemiske industri og de nationale forsvar. En af ydelserne under dette område er også sikkerheds og beredskabsanalyser for atomkraftværker og indenfor offshore sektoren.

Af nedenstående billede og graf¹⁸ ses et samlet overblik over henholdsvis de markeder, hvor Falck Træning er operationel og udviklingen i forretningsområdets omsætning.



Over de seneste år har omsætningen indenfor træningsområdet udviklet sig positivt, så niveauet er steget fra 0,7 mia. kr. i 2006 til 1,0 mia. kr. i 2010. Det svarer til en stigning på 30 %, hvilket giver en årlig stigning på ca. 6 %. Omsætningen har været svagt stigende gennem perioden, men stigningen har været konsekvent fordelt over samtlige år.

3.4.1 Vækstmuligheder i Træning

I forbindelse med oliekatastrofen i den Mexicanske Golf i 2010¹⁹ blev flere dybhavs olieboringer sat på pause. Det ramte omsætningen indenfor Træning, fordi efterspørgslen efter ydelserne dykkede. Falck formåede at tilbageerobre omsætningsandele ved at tilbyde uddannelse i hvordan miljøet kunne renses for de uheldige bivirkninger af olieforureningen. I dette tilfælde lykkedes det Falck gennem innovation at bibeholde omsætningen i divisionen.

De langsigtede vækstmuligheder er påvirket af olieprisens udvikling, eftersom efterspørgslen fra olieindustrien vokser og falder med prisudvikling på en tønde olie. Muligheden for vækst er til stede, men det kræver vækst i både vindmølle-, olie-, og den maritime industri.

¹⁸ Falcks Årsrapport 2010

¹⁹ En oliebrønd fra selskabet BP lækkede olie ud i den mexicanske golf i 106 dage. Ifølge Jyllands Posten blev 4,9 mio. tønder olie lækket i golfen.

4. Strategisk analyse

Baseret på gennemgangen af de forskellige forretningsområder vil afhandlingen nu begynde den strategiske analyse. Analysen vil grundet forretningsområdernes forskellighed blive opsplittet i brancheanalysen, men i resten af den strategiske analyse vil Falck blive behandlet som en virksomhed.

Den strategiske analyse af Falck indledes med en omverdens-analyse udført efter PEST-modellen. Modellen analyserer de politiske, økonomiske, socialkulturelle og teknologiske forhold, som har eller kan have signifikant indflydelse på Falcks virksomhedsdrift. Falcks aktiviteter strækker sig over fire forskelligartede forretningsområder, men i første del af den strategiske analyse behandles Falck som en enhed for at sikre et strategisk overblik over hele koncernen.

I forlængelse af omverdens-analysen vil en brancheanalyse blive foretaget. Som udgangspunkt for brancheanalysen bruges Porters Five Forces-modellen. Her analyseres konkurrenceintensiteten i den pågældende branche med udgangspunkt i følgende fire parametre: Leverandørernes forhandlingsmagt, Kundernes forhandlingsmagt, Substituerende produkter og Adgangsbarrierer. På baggrund af spredningen i Falcks forretningsområder analyseres hvert område separat. I analysen vil hver af de fire parametre blive gennemgået for hvert forretningsområde. Dette sker for at sikre analysens kvalitet og dybde, og samtidig forbedres gennemsigtigheden for læseren.

Som afslutning på den strategiske analyse opsummeres omverdens-analysen og brancheanalysen i en SWOT-model. Her opdeles det analyserede data i fire segmenter: Styrker, Svagheder, Muligheder og Trusler. Modellen skal konkretisere den strategiske analyse, så strategiarbejdet kan udmunde i et øjebliksbillede af Falck. Produktet af den strategiske analyse i denne afhandling skal indgå som grundlag for den fremtidige budgettering, der er nødvendig, når Falck skal værdiansættes.

4.1 PEST-analyse

For at sikre læseren et overblik gennem analysen er nedenstående skema udarbejdet. Heraf fremgår klart hvilke emner der berøres under de fire parametre i PEST-analysen.

Politiske Forhold	Økonomiske Forhold
- Outsourcing - Arbejdsmarkedsreguleringer - Historik	- Lønudvikling - Konjunktur
Socialkulturelle Forhold	Teknologiske Forhold
- Livsstilsændringer - Demografi	- Teknologisk og Medicinsk udvikling

4.1.1 Politiske forhold

Historisk set har Falck haft en tæt relation til det offentlige. Det skyldes, at de opgaver, Falck løser, har stor offentlig interesse, er omkostningstunge for enkeltindivider eller virksomheder og derudover som udgangspunkt benyttes med lav frekvens. For eksempel må det forventes, at det blot er et fåtal af gange, samfundsborgeren har brug for brandslukning, ambulancekørsel og genoptræning. Dette gør opgaverne fordelagtige at løse i et offentligt fællesskab.

Af ovennævnte grunde har Falck indgået en stor del af sine kontrakter med offentlige instanser, kommunale såvel som statslige. Da beslutningsprocessen og herunder også holdningen til udlicitering af offentlige opgaver hurtig kan ændres, f.eks. efter et valg, er Falck underlagt en usikkerhed på mellemlang sigt i forbindelse med kommende genforhandlinger af kontrakter med det offentlige. Usikkerheden skabes, da køberen, det offentlige, på kort tid kan ændre strategi som følge af nye politiske magtforhold. I årsrapporten for 2010 kategoriserer Falck dette forhold som en væsentlig forretningsrisiko, der rummer en potentiel markant skadelig påvirkning af virksomheden.

Som eksempel på ovenstående er ambulancekørsel i Danmark styret af paragrafferne i ambulanceloven. Lovændringer vil medføre direkte ændringer hos Falck. I Sverige er det besluttet, at samtlige ambulancer skal have en sygeplejerske med. Beslutninger som denne skaber pres på lønomkostningerne og afføder et stort krav til uddannelsen eller rekrutteringen af en større mængde sygeplejersker.

Et andet eksempel på politiske beslutninger som griber ind i Falck kunne nævnes den nuværende plan om større sygehuse færre steder i landet. Det vil i højere grad end tidligere skabe områder i landet, hvor der er langt til sygehuse, og det vil også kræve, at Falck overvejer placeringen af stationerne. Samtidig kan det have indflydelse på udbuddet af uddannet arbejdskraft i landets ydre områder. Allerede i den nuværende situation er der mangel på veluddannet sundhedspersonale og praktiserende læger i disse ydre områder. Denne mangel vil også påvirke Falck, og virksomheden bør derfor overveje, hvordan personale til ydre beliggende stationer skal rekrutteres.

Arbejdsmarkedsreguleringer

Falcks aktiviteter kræver en massiv tilstedeværelse af personale. Som følge heraf fylder lønnen en relativ stor del af de samlede omkostninger, og Falck er dermed en løntung virksomhed. Derfor vil virksomheden også være sårbar overfor ændringer i det generelle lønniveau, pensionsbetalinger, udviklingen i arbejdstid, og andre ydelser knyttet til lønnen, f.eks. feriepengeforpligtigelsen.

Dette forhold styres såvel som det ovenstående af det siddende politiske styre. Af den grund er der en indbygget usikkerhed om udviklingen indenfor området, da den demokratiske proces influerer herpå.

4.1.2 Økonomiske forhold

Lønudvikling

Som en naturlig konsekvens af Falcks løntunge omkostningsbudgetter vil lønudviklingen, indenfor de stillinger Falck ansætter, være en ekstern påvirkning med en tæt relation til virksomhedens økonomiske resultat.

Konjunktur

De ydelser, Falck leverer, er for langt størstedelens vedkommende ikke dybt afhængige af de økonomiske konjunkturer. Selvom der hersker en lavkonjunktur, vil bilisterne stadig have et Falck abonnement, patienter skal stadig befordres, og genoptræning efter f.eks. blodpropper vil stadig være relevant²⁰. Dog vil træningsområdet blive påvirket af en lavkonjunktur i det omfang den rammer vindmølleindustrien eller den maritime sektor. Naturligvis vil afledte

²⁰ En lavkonjunktur kan have en effekt på antal bilejere, men denne effekt vurderes som overkommelig.

effekter fra en lavkonjunktur i forskelligt omfang kunne påvirke området, men det vil ikke som udgangspunkt sætte forbruget markant ned blandt de ydelser, Falck leverer.

Offentlige finanser

En af grundene til at konjunkturudsving ikke påvirker Falck så voldsomt som andre virksomheder er deres store engagement med offentlige instanser. Derfor vil en periode med højkonjunktur, men skrøbelige offentlige finanser, med deraf følgende offentlig tilbageholdenhed på omkostningsområdet være ufordelagtigt for Falck. Ændringer i de offentlige finanser vil påvirke og ændre afsætningsmuligheden for Falck. I den nuværende situation med skrøbelige offentlige finanser i såvel USA som EU er Falck derfor udsat for større usikkerhed. Genforhandling af kontrakter samt indgåelse af nye vil tage udgangspunkt i en anden situation end for blot 3-4 år siden.

4.1.3 Socialkulturelle forhold

Livsstilsændringer

Ændringer i livsstil vil påvirke den potentielle kundegruppe og arbejdsmængde hos Falck. Et eksempel derpå er en styrkelse af den offentlige transport, som afstedkommer færre biler på vejene, hvilket igen forværrer kundegrundlaget for autohjælpsabonnenter. På trods af det offentliges ønske om at minimere den private biltrafik og på trods af en stigning i brugen af offentlig transport fortsætter antallet af personbiler i Danmark med at stige²¹. Derfor er det ikke muligt at udlede en entydig tendens for, hvordan udviklingen i behovet for autohjælpsabonnenter vil være fremadrettet. Den politisk inspirerede tendens går mod færre biler, mens den faktiske udvikling peger på flere og ældre biler.

Samtidig vil en sundere livsstil mindske patientbefordringen som følge af f.eks. færre blodpropper. En sundere livsstil vil højne folkesundheden generelt, og det vil igen sænke behovet for Falcks ydelser. Færre blodpropper og andre lignende sygdomme, som kræver genoptræning, vil minimere kundepotentialet. Ifølge undersøgelser og fremskrivning af livsstilssygdomme foretaget af Statens Institut for folkesundhed i 2009 påviser en stigning i antallet af både moderat og kraftigt overvægtige, samt en stigende del af danskere der drikker over genstandsgrænserne²². Denne udvikling vil øge arbejdsmængden med alkoholafvænnings, psykologisk hjælp, patientbefordring i forbindelse med udpumpning og lign. Den øgede

²¹ www.dst.dk – Danmark i tal 2010

²² www.si-folkesundhed.dk

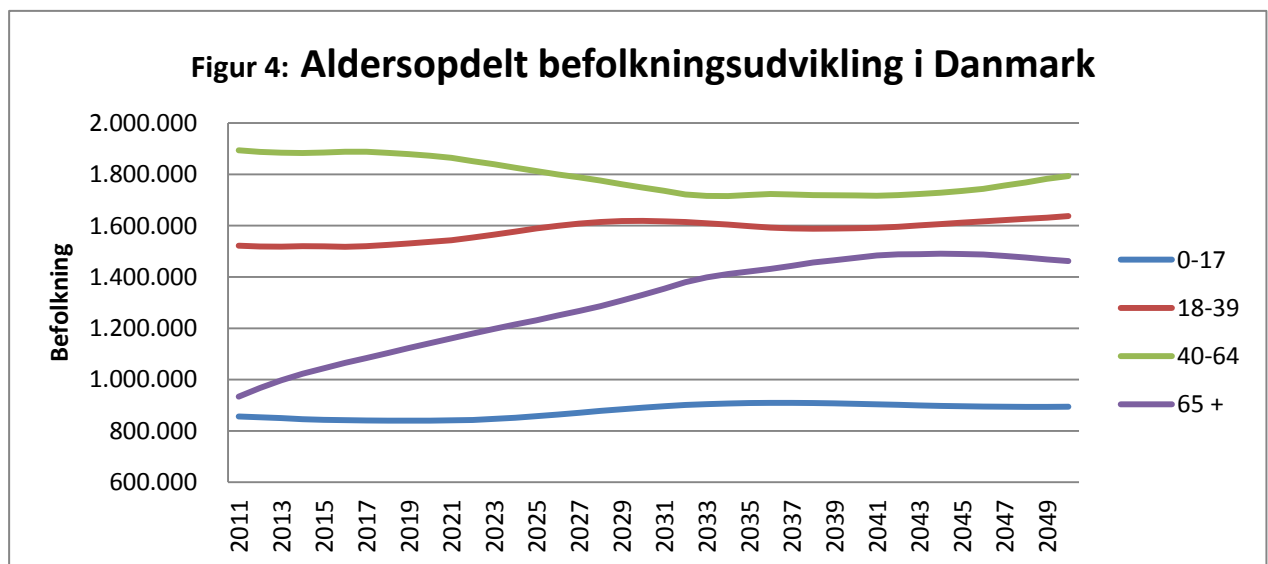
mængde af alkohol vil tillige forværre folkesundheden med flere behandlinger og deraf transporter til følge. Statens Institut for folkesundhed påviser, at ca. halvdelen af alle mænd og en tredjedel af alle kvinder vil være overvægtige med dertilhørende følgesygdomme. Så på trods af et øget samfundsfokus på sundhed viser undersøgelsen, at befolkningen fortsat øger andelen af overvægtige.

Modsat rettede tendenser indenfor livsstilssygdomme kommer fra samme undersøgelse, som også påviser, at befolkningen mindsker andelen af små- såvel som storrygere. Dertil mindskes andelen af personer med stillesiddende arbejde.

Effekten af disse eksterne faktorer vil ikke ramme Falck i første omgang, da flere aftaler med det offentlige fungerer som abonnentaftaler, hvor prisen er uafhængig af antal kørte ture, men på sigt vil en varierende arbejdsmængde påvirke prisfastsættelsen af kontrakterne.

Demografi

Ifølge den seneste befolkningsfremskrivning fra Danmarks Statistik forventes antallet af personer, der er fyldt 65, at stige årligt fra 2011 til 2044. Fremskrivningen dækker perioden 2011-2050²³. Befolkningsgruppen med ældre over 65 år vil stige fra at udgøre 17 % af befolkningen i 2011 til 25 % i 2042. Figur 4 viser den eksplosive vækst i aldersgruppen 65+ over de kommende årtier. Samtidig vil der komme forskelle i andelen af ældre mellem de



forskellige kommuner. Storbyerne vil have en ældreandel på ca. 10 %, mens jyske kommuner vil ligge på ca. 20 %, og udkantsområderne i Danmark vil have 40 % af befolkningen over 65 år. Ifølge Kvartalsoversigten fra Danmarks Nationalbank er aldringen af verdens befolkning

²³ www.statistikbanken.dk

et globalt fænomen, om end processen er mere fremskreden og kraftigst udviklende i Europa og Japan²⁴. Den gennemgående demografiske udvikling peger dermed på to fremtidige tendenser, som forventeligt vil påvirke Falck. Den samlede ældreandel bliver større, og andelen af ældre vil være markant større i udkantskommuner end i storby kommuner. Baseret på sygehusbenyttelsesstatistikker fra Danmarks Statistik benytter gruppen af 65+ borgere sygehusene markant mere end andre aldersgrupper både med hensyn til antal patienter og antal indlæggelser²⁵. Samtidig må netop den ældre aldersgruppe forventes at have større vanskeligheder med mobiliteten end yngre grupper. Derfor synes det klart, at Falck vil blive mødt med en større efterspørgsel efter patientbefordring i fremtiden. Gruppen af ældre bliver større, og andelen af ældre i fjerntliggende kommuner øges. Samtidig samles sygehusene centralt i Danmark, hvilket øger behovet for transport for patienterne. De længere rejser til sygehuse besværliggøres endnu mere for de ældre af deres manglende mobilitet. En fremtidig udviklingstendens er derfor efterspørgsel efter mere patientbefordring.

4.1.4 Teknologiske forhold

Teknologisk og Medicinsk udvikling

Den seneste udvikling indenfor GPS har medvirket til, at Falck nu har en alarmcentral med fuldt overblik over ambulancernes placering. Derudover har den teknologiske udvikling gjort det muligt, at ambulancen på vej til hospitalet kan sende patientens data, så lægerne allerede inden patientens ankomst kan klargøre en fordelagtig behandling. De to ovenstående udviklinger er blot eksempler på nyere tiltag hos Falck²⁶.

Den teknologiske udvikling er vigtig for Falck. I de tilfælde, hvor Falck samarbejder med det offentlige eller større virksomheder, er det en mulighed at udvikle samarbejdet og dermed sikre fremtidige kontrakter. Samtidig løser Falck så vigtige opgaver både privat og samfundsmæssigt, så staten ikke kun kan have fokus på prisen. Tværtimod vil den gængse holdning være, at staten ønsker den bedste behandling til sine borgere.

Udviklingen indenfor de teknologiske forhold kan påvirke Falck væsentligt. Af de ovennævnte grunde vil Falck være nødsaget til konstant at være opdateret på den seneste udvikling, og hvorledes denne kan bruges i virksomheden. Ellers risikerer Falck at komme bagud i forhold til konkurrenterne og dermed svække deres forhandlingsposition markant.

²⁴ www.nationalbanken.dk – kvartalsoversigten nr. 1 2006

²⁵ www.dst.dk/pukora/epub/nyt/2011/nr142.pdf

²⁶ www.falck.com

Den teknologiske udvikling gælder også medicin og behandlingsformer, som for både Rednings- og Healthcareområdet er essentielle. Begge områder kan deltage i forskning og blive påvirket af forskning udført af andre. Ofte vælger en virksomhed selv, hvorledes den ønsker at producere en vare. I Falcks tilfælde er der eksterne forhold, som kan ændre på produktionsformen, f.eks. udvikling af ny medicin, forskning i andre behandlingsformer og genoptræning, statslige krav om bestemt behandlingspraksis, nye vejledninger fra sundhedsstyrelser og lign.

4.2 Porters Five Forces

Nedenfor gennemgås Porters Five Forces modellen på de fire forretningsområder, og hvert område analyseres specifikt.

4.2.1 Assistance

Leverandørernes forhandlingsmagt

Der findes mange forskellige leverandører til Assistance. Der vil blive fokuseret på de vigtigste varer for driften. Den vigtigste ressource i Assistance er, som i andre serviceområder, medarbejderne. De kan ikke skiftes ud med andre produkter såsom robotter, hvilket øger deres forhandlingsmagt. Dog er udbuddet af potentielle medarbejdere højt grundet Falcks popularitet som arbejdsplads. Derudover er det et faktum, at de fleste job i Assistance ikke kræver en længere uddannelse. Eksempelvis tager uddannelsen til autoredder maksimalt 6 uger og er kategoriseret som en AMU-uddannelse, hvilket åbner muligheden for at ledige kan tage den med tilskud²⁷. Derudover ansætter Assistance medarbejdere til levering af serviceydelser før og efter ulykken. Disse medarbejdere uddannes hovedsageligt af Falck selv og har meget ringe forhandlingsmagt. Det afspejles i et stort antal ansøgere til samtlige pladser på redder uddannelsen hos Falck. En medvirkende faktor til de mange ansøgninger findes i Falcks geografisk spredte placering. Falck ansætter folk i alle dele af landet - også Danmarks ydre områder.

En anden grundsten i produktionen af Falcks ydelser er de forskellige køretøjer, som er påkrævet for at løse opgaverne. Komplexiteten ved produktionen af køretøjer til patientbefordring og autohjælp er ikke stor, og derfor findes der også flere leverandører. Det giver Falck mulighed for at forhandle med flere forskellige producenter om de forskellige

²⁷ www.ug.dk

køretøjstyper. I Falcks portefølje findes forskellige fabrikater til de forskellige typer af køretøjer. I øjeblikket er det blandt andet; Mercedes, Man, Iveco, Volvo, samt flere²⁸. Antallet af udbydere mindsker leverandørernes forhandlingsmagt indenfor branchen. Falck har flere potentielle leverandører, når nye køretøjer skal indkøbes.

I alle leverandørforhold vil der ikke være risiko for, at leverandører foretager forlæns integration. Hverken ambulanceproducenterne, medicinalvirksomhederne eller andre leverandører vil være i stand til eller ønsker at drive en virksomhed som Falck. Dertil spænder Falcks forretningsområder for vidt. Ingen enkeltstående leverandørindustri vil have interesse i forlæns integration.

Kundernes forhandlingsstyrke

I forretningsområdet Assistance er der samlet flere forskellige aktiviteter som nævnt i beskrivelsen. Kundernes forhandlingsstyrke vil være forskellig, alt afhængig af hvilken aktivitet der er tale om. Inden for autohjælp findes der flere forskellige nationale og europæiske tilbud. Samtidig har billisterne deres egen interesseforening, FDM, som også tilbyder autohjælp. Af den grund har kunderne en høj forhandlingsmagt, som bruges til at forhandle på dækning og pris, der er de to hovedinteresser for autohjælpskunder. Krisebehandling og vandskadeproblemer er ligeledes områder, inden for hvilke der findes flere udbydere. Dette højner kundernes magt i forhandlingerne. Inden for patientbefordring er der kun få udbydere. Inden for samtlige arbejdsområder er der ikke mulighed for, at kunden laver baglæns integration. Det skyldes også, at betalingen for krise-, auto-, vandskadehjælp og lign. er minimal i forhold til omkostningen ved at opretholde et beredskab som enkelt virksomhed eller individ. Samtidig er det først muligt for kunden, at sammenligne produktet med konkurrenter når det er leveret, og kunden kan dermed ikke ”prøvesmage” på krise-, auto-, vandskadehjælp og lign. Kundernes forhandlingsstyrke er høj på områder som autohjælp, hvorimod den er mindre indenfor krisehjælp, vandskadeproblemer og patientbefordring. Desuden har Falck en konkurrencefordel, når flere af disse produkter spiller sammen. Det kunne være et trafikuheld, hvor krisehjælp var nødvendig, eller en større vandskade hvor massivt opbud af personale var nødvendigt. Dette sås senest i juni måned 2011, hvor et større regnskyl over København fik Falck til at indkalde ekstra personale fra hele Danmark. En sådan mulighed vil en mindre aktør eller en regional aktør ikke have. I de tilfælde hvor kunderne er forsikringsselskaber, som ønsker at udlicitere behandlingen af deres

²⁸ Gennemgang af de forskellige køretøjer findes på <http://bricksite.com/beredskabet/tekst>

autohjælps- eller bilforsikringer, er der en risiko for baglæns integration. Dog vil den reelt største risiko være, at Falck bliver skiftet ud med en anden udbyder.

Adgangsbarrierer

For at opnå et tilfredsstillende produkt indenfor autohjælp er det nødvendigt at dække et geografisk stort område. Kunden skal med sikkerhed kunne rejse i et større område, uden at bekymre sig om dækningen af den forsikring et autohjælpsabonnement er udtryk for. Derfor er adgangsbarriererne også markante. Der skal både indkøbes det nødvendige udstyr og sørges for lokaler til de bemandede stationer, som skal være spredt over området for derigennem at sikre en tilfredsstillende responstid for kunden. Generelt for hele assistanceområdet er gældende, at der kræves et større beredskab for at kunne dække kundens akutte behov. For at sikre indtjeningsevnen på et område som dette, er virksomheden også tvunget til at opnå et kundegrundlag, som kan betale for et døgnbemandet udrykningsberedskab indenfor den givne radius. Så både nødvendigheden af stationer og udstyr, hvilket hovedsageligt er en kapitalmæssig udfordring, og nødvendigheden af tilstrækkelig arbejdskraft og et stort kundegrundlag er væsentlige adgangsbarrierer, som besværliggør indtrængning på markedet. Ofte vil indtrængning ske som med Dansk Autohjælp. Virksomheden var mindre men indgik aftale med TopDanmark, da dennes konkurrent Baltica opkøbte Falck. TopDanmark ønskede en uafhængig samarbejdspartner, hvis interesser ikke ville kollidere med TopDanmarks egne. På den baggrund opnåede Dansk Autohjælp med ét en kundebase, som kunne drive forretningen. Falck har i den eksisterende udformning stordriftsfordele sammenkoblet med et stærkt image. Dertil er driften af en virksomhed som Falck meget kompleks specielt med fokus på det logistiske arbejde. Sammen betyder det, at adgangsbarriererne er meget høje i branchen.

Substituerende produkter

Indenfor forretningsområdet Assistance er der ikke substituerende produkter. Der findes flere forskellige udbydere som det blev gennemgået under kundernes forhandlingsmagt, men ikke substituerende produkter. Når køretøjet går i stå, skal føreren bruge autohjælp, og der findes ikke andet end autohjælp, som føreren kan købe i denne situation, hvis bilen skal komme til at fungere igen. Det samme gør sig gældende med hensyn til skadeshjælp. I tilfælde med vandskade, behov for patientbefordring, krisehjælp eller lign. er der ikke substituerende produkter, som forbrugeren kan benytte. Ved krisehjælp har kunden brug for en psykolog, ved vandskade et oprydningshold og så videre.

Opsummering assistance

Falck oplever ikke et forhandlingspres fra leverandører. Medarbejderne er lavt uddannede, og der er et stort antal ansøgere, når nye stillinger og uddannelser slås op. Samtidig er der bredt udvalg af køretøjer, som mindsker den enkelte producents forhandlingsmagt. Adgangsbarriererne i både patientbefordring og autohjælp er store og virker hæmmende på udefra kommende konkurrence. Samtidig findes ingen substituerende produkter, hvilket alt sammen tyder på lav konkurrenceintensitet. Dog er kundernes forhandlingsmagt væsentlig og opretholder konkurrencen på markedet. Samlet vurdering af konkurrenceintensiteten i forretningsområdet er middel.

4.2.2 Redning

Leverandørernes forhandlingsmagt

En vigtig ressource på redningsområdet er arbejdskraft, og derfor bliver medarbejderne også kritiske leverandører. Da Falck selv uddanner sine reddere, er der ikke specielle uddannelseskrav til ansøgerne, hvilket øger den potentielle mængde. Der er stor efterspørgsel på et sådant job, og derfor er leverandørernes forhandlingsmagt også svag. Når Falck starter et hold med 48 pladser, modtager de omkring 500 ansøgninger²⁹. Leverandøren, altså medarbejderen, har ikke store muligheder for at finde et lignende job i en anden virksomhed, og derfor minimeres deres forhandlingsmagt yderligere.

Inden for ambulanceområdet findes flere forskellige udbydere, selvom de tyske fabrikanter i øjeblikket er dominerende i Falcks bilpark, hovedsagelig Mercedes. I forhandlinger omkring nye ambulancer har Falck størrelsen til at influere væsentligt på leverandøren, og kompleksiteten i redningsambulancer består ikke i at bygge køretøjet men nærmere i det udstyr der installeres i ambulancen.

Ligesom køretøjer er medicin og behandlingsredskaber nødvendige og vigtige råstoffer i Falcks produktion. Falck har dog ikke mulighed for frit at vælge præparater til behandlingen. Da kunden flere steder er større virksomheder, foreninger eller offentlige instanser, vælger kunden selv med hvilke typer medicin og hvilke hjælpemidler, deres gruppe skal behandles. Et eksempel herpå er de danske regioner. I 2009 da regionerne overtog en del af arbejdet efter de tidligere amter, fik Falck besked på at ændre den medicin, der blev brugt i behandlingen af

²⁹ www.falck.dk

patienter. Eksemplet illustrerer, at Falck ikke har nogen forhandlingsmagt overfor leverandører af medicin og lign., da dette allerede er besluttet af kunden. Derfor kan leverandøren ikke presses som ved fri konkurrence. Samtidig er flere medicinalvirksomheder specialiserede udi medicin til at behandle bestemte sygdomme, og da medicin er en besværlig og langsigtet vare at kopiere, giver det i sig selv leverandørerne en stor forhandlingsmagt.

Kundernes forhandlingsmagt

Et blik på kundegruppens sammensætning afslører, at omsætningen hovedsagelig stammer fra offentlige instanser. Dette indikerer at kunderne er få men til gengæld store. Redningsbranchen er meget fragmenteret, ofte med mindre redningsvæsner som dækker, hvad der svarer til kommuner. Disse virksomheder er ikke i stand til at overtage redningstjenesten i et land, selvom det måtte være et lille land som Danmark. Dette blev senest eksemplificeret via Samariten, et svensk firma som bød og vandt redningstjenesten i store dele af Danmark. Virksomheden måtte dog erkende, at den ikke var i stand til at samle nok medarbejdere, investere det nødvendige kapital i materielle driftsaktiver og organisere det daglige arbejde i så stort et område. Det resulterede i, at Falck, som havde tabt det oprindelige bud, måtte overtage. Falck er nu Europas største ambulanceoperatør, hvilket stiller virksomheden i en gunstig position overfor kunden. Samtidig er varens levering af så vital samfunds betydning, at kunden ikke kan risikere at stå uden leverandør. Det faktum skaber en tilbageholdenhed blandt kunderne med at prøve nye leverandører og mindsker derfor også kundens forhandlingsmagt.

Substituerende produkter

Aktiviteterne på redningsområdet er præget af en enorm grad af tidspres. Ydelserne skal nå frem til kunden hurtigst muligt efter bestilling. Det er ikke muligt for kunden at finde substituerende produkter, som kan bruges i stedet for en brandslukning ved husbrand eller en ambulance ved trafikuheld. De ydelser, Falck leverer på redningsområdet, er præcis, hvad kunden har behov for og i kundens tilfælde findes ikke substituerende produkter, der dækker de samme behov, selvom der naturligvis er konkurrenter med de samme produkter.

Adgangsbarrierer

At drive rednings- og brandslukningsvirksomhed stiller store krav til både materiellet og medarbejderne. Dette er både psykisk og fysisk. Disse karakteristika fungerer som adgangsbarrierer for udefra kommende konkurrence. Materiellet kræver større investeringer

og en fagrelateret viden. Medarbejderskaren skal besidde den nødvendige uddannelse, mentale styrke og fleksibilitet. En stor del af salget sker via udbud og større ordrer fra offentlige instanser, hvilket kræver viden om og erfaring med budafgivelse og samarbejde med politisk styrede instanser. Adgangsbarriererne er meget høje til denne branche.

Opsummering redning

Der er høje adgangsbarrierer til redningsbranchen. Dertil findes ingen substituerende produkter til redning efter f.eks. et trafikuheld. Dette sammen med Falcks unikke position som Europas største ambulanceoperatør sikrer en lav konkurrenceintensitet. Samtidig er den enorme mængde ansøgere til redder-uddannelsen hos Falck med til at mindske konkurrencen om medarbejdere, hvilket også sænker konkurrenceintensiteten. Falck har positioneret sig i en niche, hvor der ikke er flere forskellige konkurrenter, som kan løfte de opgaver, Falck kan. Derfor er der lav konkurrenceintensitet på redningsområdet.

4.2.3 Healthcare.

Falck Healthcare (herefter FHC) er Danmarks største udbyder af sundhedsydelser. Divisionen tilbyder sundhedsydelser inden for fire områder: Medarbejdersundhed, Offentlig sundhed, Sygefravær og Formidling af vikarer. Perspektivet i analysen vil være på det danske marked, hvorfra FHC henter hovedparten af omsætningen³⁰.

Selvom Falck er opdelt i fire forretningsområder, har virksomheden flere forskellige aktiviteter inden for hvert område. Det faktum vanskeliggør brancheanalysen, da arbejdet med at indsamle detaljerede analyser for hver aktivitet er besværlig og tidskrævende. Derfor vil det overordnede fokus være at analysere Falcks kundeeksponering og den geografiske eksponering på centrale healthcare-områder med henblik på at skønne over konkurrenceintensiteten og deraf kvaliteten af den fremtidige indtjening i branchen.

Da FHC er Danmarks største udbyder af sundhedsydelser, gør det dem til markedsledende på det danske marked. Forretningsområdet dækker 1,6 millioner borgere med sundhedsordninger og har mere end 7000 offentlige og private virksomheder blandt sine kunder.³¹ Idéen med FHC opstod på baggrund af Falcks erfaring med at yde krisehjælp og behandling til Falckreddere, der havde oplevet voldsomme hændelser i forbindelse med udførelse af deres

³⁰ Falck årsrapport 2010

³¹ www.falckhealthcare.dk

arbejde³². I dag udgør FHC's over 1000 medarbejdere et omfattende netværk af specialister og rådgivere i Danmark og flere europæiske lande. Medarbejderne er fordelt på FHC's egne sundhedscentre og på over 150 klinikker, der er oprettet direkte hos kunden. Aktiviteterne i divisionen kræver stærke tværfaglige kompetencer, hvilket også kommer til udtryk ved specialiserede medarbejdere inden for fysioterapi, kiropraktik, psykoterapi, zoneterapi og massage. Aktiviteterne i divisionen er rettet mod private kunder, erhvervskunder (herunder pensionskasser og arbejdspladser) eller offentlige kunder.

Adgangsbarriere

Denne vurdering tager udgangspunkt i hvorvidt, det er muligt for nyetablerede virksomheder at udfordre FHC's position på markedet.

Generelt er indgangsbarriererne i branchen lave, da det ikke er kapitalkrævende at etablere sig på markedet. En øget konkurrence vil alt andet lige medføre lavere indtjeningspotentialer. Derfor vil det have indflydelse på eksisterende aktører i markedet, såfremt nye virksomheder opstartes. Som følge af FHC's førende position vurderes det ikke, at den lave adgangsbarriere har betydning for FHC's indtjeningsmuligheder. Det bunder i, at virksomheden har foretaget betydelige investeringer både i form af insourcing af kompetencer og ved at etablere sundhedscentre og klinikker. Det gør virksomheden i stand til at tilbyde kunderne en komplet sundhedsløsning. Sammenholdt med virksomhedens stærke brand står FHC overfor en fordelagtig forhandlingssituation med kunderne.

Det faktum gør det vanskeligt for konkurrerende virksomheder at udgøre en trussel. For at udfordre FHC's position vil det på det danske marked kræve indgåelse af fusioner eller partnerskaber med henblik på at tilbyde kunderne et kvalificeret sundhedsprodukt. Med det offentlige og større private selskaber, som de største kunder, er det afgørende at levere en komplet sundhedsløsning. Det samme gør sig gældende inden for aktiviteten Formidling af vikarer. Områdets størrelse målt på antallet af vikarer gør det til en udfordring for mindre vikarbureauer at tilbyde samme fleksibilitet og kvalifikationer, hvorfor de er svækket i forhandlingssituationen. Denne kendsgerning er ensbetydende med en relativ høj adgangsbarriere for konkurrerende virksomheder.

Den samlede konklusion er dermed, at det er relativt nemt at etablere sig på Healthcare markedet, men derimod er det vanskeligt at etablere sig som en stærk konkurrent. Det svenske

³² www.falck.dk/

marked er mere modent, og der hersker større aktører, hvorfor de på sigt kan udgøre en trussel. Men mangel på reelle konkurrenter på det danske marked gør at FHC's position ikke udfordres, og der forventes fortsat vækst i indtjeningen.

Kundernes forhandlingskraft

Med købet af Danmarks næststørste private udbyder af sundhedsløsninger, Healthcare Danmark, i maj 2011³³, har FHC sikret sig en markedsledende position inden for sundhedsydelser. Det gør FHC i stand til at levere et komplet sundhedsprodukt til kunderne, hvilket betyder at virksomheden har en stærk forhandlingsposition. Dette gælder især overfor pensionsselskaberne, som er forretningsområdets vigtigste kundegruppe. Det hænger sammen med, at FHC kan forhandle højere marginer, end de kan opnå ved indgåelse af kontrakter med det offentlige. Samlet vurderes det, at FHC's komplette sundhedsprodukt giver forretningsområdet en strategisk fordelagtig position på markedet med en styrket forhandlingsposition til følge. Samtidig vurderes FHC også at have en stærk forhandlingsposition ved formidling af vikarydelser, da forretningsområdet råder over 8000 højt kvalificeret sundhedsfaglige personer. I 2010 har der dog været en stigende tendens til, at Regionerne har besluttet sig for at fastansætte personale og nedprioritere brugen af vikarer, hvilket baseres på en blanding af økonomiske data og politiske forhold.

Leverandørernes forhandlingskraft

Det er medarbejderne der i kraft af deres faglige kompetencer er leverandører til forretningsområdet. Det begrænser sig til en analyse af, hvordan arbejdsløsheden ser ud inden for henholdsvis sygeplejersker, læger, psykologer, fysioterapeuter og andre fageksperter. Men da disse faggrupper alt andet lige ikke er unikke, antages det her, at FHC vil være i stand til at tiltrække den nødvendige arbejdskraft, hvorfor en dybdegående analyse af arbejdsløsheden for specifikke faggrupper ikke vurderes nødvendig. Samtidig eksisterer der kun en række få mindre konkurrenter på det danske marked, som tiltrækker medarbejdere med samme faglige kompetencer som FHC. Med FHC's størrelse taget i betragtning synes det ikke at stille leverandørerne i en bedre forhandlingssituation. Grundet ovenstående vurderes det, at leverandørerne har en lav forhandlingsstyrke og den vej igennem ingen mulighed for at påvirke forretningsområdets marginer.

³³ www.healthcaredanmark.dk

Substitutter

Det synes ikke muligt for FHC's kunder at finde substitutter for forretningsområdet komplette sundhedsløsning. Der findes dog en del mindre konkurrenter³⁴, der tilbyder en eller flere af de sundhedsydelser, som FHC også gør. Dog råder disse virksomheder ikke over en kapacitet, der gør dem i stand til at udgøre en reel trussel imod FHC's aktiviteter i Danmark. I Sverige derimod rummer Healthcare markedet nogle større spillere³⁵, der på sigt kan vise sig som en trussel. På grund af Falcks tilknytning til Danmark og fokus på at levere et komplet sundhedsprodukt, vurderes konkurrenterne fra Sverige ikke at kunne påvirke FHC's indtjeningsmuligheder i branchen de kommende år.

Opsamling: Vurdering af konkurrenceintensiteten i branchen.

FHC har på Healthcare-området etableret sig som markedsledende serviceleverandør inden for forebyggelse, behandling og rehabilitering i Danmark. Hovedparten af forretningsområdets omsætning hentes i Danmark, hvorfor det også er det udgangspunkt, der er lagt for vurdering af konkurrenceintensiteten i branchen. Da ingen på det danske marked er i stand til at udbyde samme ydelser som FHC, sænker det konkurrenceintensiteten. I takt med forretningsområdets geografiske ekspansion vil FHC komme til at konkurrere med større globale udbydere, hvilket kan medføre et pres på marginerne. Men med en *"solid og afprøvet forretningsmodel er grundlaget lagt for fortsat vækst med ekspansion til udlandet"*³⁶, som Falck selv udtrykker det. Ingen nyetableret virksomhed kan konkurrere med Falck Healthcare. For at udgøre en trussel mod FHC's position vil det kræve op til flere fusioner og opkøb fra eksisterende aktører på det danske marked, hvilket også stiller krav om et solidt kapitalapparat. Den lave konkurrenceintensitet gør, at FHC kan udnytte sin position til at øge marginerne, men samtidig ses også en politisk trussel mod vikarformidlings-aktiviteten.

4.2.4 Training

Falck Træning (herefter FT) er globalt markedsledende inden for redning – og sikkerhedskurser til offshore-industrien, den maritime sektor, den kemiske industri, luftfartindustrien og forsvaret. Forretningsområdet er opbygget og udviklet på baggrund af virksomhedens mere end 100 års erfaring med redningstjeneste i tæt samarbejde med internationale samarbejdspartnere. Væksten har dels været organisk og dels som følge af

³⁴ Her tænkes på mindre lægehuse, klinikker for fysioterapi og lign.

³⁵ Falck årsrapport 2010

³⁶ Profilbrochure Healthcare, Falcks hjemmeside

opkøb. Divisionen er et værdifuldt aktiv på grund af høje marginer og den ledende markedsposition³⁷. Samtidig ses der gode vækstmuligheder i fremtiden.

Der refereres i nedenstående til træningscentre, hvilket her hentyder til de steder hvorfra FT driver kursusvirksomhed.

Adgangsbarriere

Det at drive kursusvirksomhed kræver høje in-house kompetencer og særlig erfaringer. Det sikres dels ved at investere i medarbejdernes kompetencer og dels ved at udnytte erfaringer fra aktiviteter relateret til kurserne. Det faktum betyder, at det er en stor udfordring for nye virksomheder at etablere sig i branchen. På det globale trænings marked er der få operatører, mens der på de lokale markeder kan være flere små træningscentre³⁸. Det er en kapitalkrævende og tidskrævende proces at opnå kompetencer til at drive en global kursusvirksomhed, hvorfor det vurderes at være forbundet med høje adgangsbarrierer for at entrere og samtidig kunne konkurrere med FT.

Kundernes forhandlingskraft:

Da Falck Træning er markedsledende, betyder det, at virksomheden har størst mulig kontrol over udbud og prissætning. Da det på samme tid vurderes, at FT er i stand til at servicere globale kunder ensrettet og med en høj standard³⁹, giver det en øget forhandlingskraft. Det skal ses i relation til, at en kunde inden for olieindustrien kan have operationer forskellige steder i verden. Der eksisterer kun nogle få mindre konkurrenter på markedet. Deres tilstedeværelse sætter krav til FT om konstant at have fokus på produktudvikling, der sikrer kunderne et opdateret produkt, som lever op til høje internationale sikkerhedskrav. Hvis ikke, vil kunderne kunne substituere FT's produkt og dermed få en øget forhandlingsstyrke. Stigning i omsætning og i antal kursister er tegn på, at FT leverer det bedste produkt i markedet, derfor sænkes kundernes forhandlingsstyrke.

Leverandørernes forhandlingskraft

Forhandlingsmagten afhænger af forholdet mellem antallet af leverandører og antallet af virksomheder i branchen. Leverandører til FT er, som i tilfældet med FHC, personalets faglige kompetencer. Det er tidligere omtalt, at der inden for FT's marked opererer få store

³⁷ www.falck.com/Træning

³⁸ Falck årsrapport 2010

³⁹ Ibid.

globale spillere og et antal mindre aktører på lokalmarkederne. Det faktum forringer FT's forhandlingskraft, da personalet har et alternativ til at levere deres ydelse til FT. Et parameter, som svækker leverandørernes forhandlingsposition, er Falcks globale image samt ledende position på markedet, der gør virksomheden et attraktivt sted at arbejde. På det grundlag vurderes det, at leverandørerne har en normal forhandlingskraft.

Substitutter

Der eksisterer kun få globale aktører, der kan konkurrere med FT. Falck beskriver selv i deres 2010 årsrapport, at de betragter det som en fordel, at de er i stand til at servicere kunder ensartet og med en høj standard⁴⁰. Det, sammenholdt med en ledende markedsposition, medfører at den samlede vurdering er, at FT har en marginal fordel i forhold til deres konkurrenter. Dog eksisterer der stadig en reel mulighed for kunderne i at substituere produktet, hvorfor der antages en normal mulighed for substitution.

Opsamling: Vurdering af konkurrenceintensiteten i branchen.

Høje adgangsbarrierer sammen med en lav kundeforhandlingskraft stiller FT i en fordelagtig position. Den specialiserede arbejdskraft gør forretningsområdet i stand til at kræve marginalt højere marginer, dog med det for øje, at der eksisterer få globale konkurrenter. For at fastholde positionen er det nødvendigt konstant at ekspandere og udvide ydelsessortimentet.

Overordnet vurderes det, at konkurrenceintensiteten i branchen er lav, hvilket giver FT gode vækst- og indtjeningsmuligheder i fremtiden.

4.3 SWOT - analyse

SWOT - Oversigt

Styrker: Image Samspil med offentlige instanser Kritisk masse / Stordriftsfordele	Svagheder: Strategisk fokus Afhængighed af Danmark
Muligheder: Øget offentlig udlicitering i EU Udvikling af nye produkter	Trusler: Vejrforhold Stigende eksponering udenfor EU Voksende statslig gældsbyrde i EU

⁴⁰ Falck årsrapport 2010

4.3.1 Styrker

Image

Falcks image er opbygget over en periode på mere end hundrede år. Virksomhedens image er en stor styrke men også af strategisk vigtighed i forbindelsen mellem de forskellige forretningsområder og udnyttelsen af de synergier, der måtte være heri. Falcks andel af offentlige opgaver af stor samfundsmæssig interesse og relevans har formet virksomhedens image. På det oprindelige danske marked er Falck tilmed tidligere blevet opfattet som en offentlig virksomhed grundet opgavernes karakter. De nuværende værdier, Falck ønsker at knytte til deres image, er; *tilgængelighed, troværdig, hurtig, handlekraftig, hjælpsom og kompetent*⁴¹. Uanset hvilke ord der sættes på kvaliteterne, er det vigtigt for Falck at samtlige kunder i de forskellige forretningsområder føler sig trygge og i kompetente hænder, når de skal hjælpes eller reddes. Netop det faktum, at Falck yder hjælp eller redning, når kunden har behov for det, er medvirkende til at skabe et image, som vækker tillid. Det stærke image er vigtigt i fastholdelsen og udviklingen af Falcks aktiviteter, og netop derfor har Falck stort fokus på at fortsætte en højnelse af ydelsernes kvalitet. Derudover er virksomheden konstant opmærksom på de etiske og moralske overvejelser, der bør tages i forbindelse med forretningsdriften.

Samspil med offentlige instanser

Lige fra Falcks oprettelse har virksomheden befundet sig i rummet mellem det private og det offentlige. En stor del af opgaverne der løses sker for det offentlige. Falck skal, som en kapitalistisk virksomhed, tjene penge til sine ejere. Samtidig skal Falck hjælpe folk i nød uden at overveje det ud fra et kapitalistisk synspunkt - men derimod et humanistisk. Følgende er citeret fra Falcks motto i 1906: *"Endvidere naar Mennesker og Dyr er i Livsfare, yde Hjælp uanset om Betaling finder Sted eller ej."* Heri beskrives en del af det dilemma, der er til stede i redningsbranchen.

Falcks styrke er en flerårig tradition for at håndtere dette dilemma med både tilfredse kunder og ejere. Over tiden har Falck været i stand til at skabe positivt afkast og samtidig levere en samfundsytelse til det politiske systems tilfredshed. Udover denne balancegang, som Falck har oplært sig selv i, er deres kendskab til at agere som en professionel virksomhed i et politisk miljø en stor styrke. Falck har opnået bred erfaring med budafgivelse og processen

⁴¹ www.falck.com

omkring udlicitering af offentlige opgaver. Den erfaring kan virksomheden bruge til at vinde nye bud og agere fornuftigt i en global økonomi med stigende udlicitering. Sideløbende med erfaringen i offentlig udlicitering har Falck vist at virksomheden er driftssikker også hvad angår større opgaver. Redningstjenestens vigtighed for samfundet gør det essentielt at udbyderen, i dette tilfælde Falck, kan fremvise en fortid, hvor samtlige kontrakter er leveret fuldt ud. Som eksempel på det modsatte ses det svenske ambulanceselskab Samaritten, som ikke var i stand til at honorere den aftale, der var indgået med de danske regioner. Et lignende eksempel i en anden branche, men dog med lignende offentlige udbud, er DSB First, som ikke var i stand til at fortsætte driften af togtrafik i Sydsverige. Dette er blot to eksempler, men eftersom udlicitering udbredes mere og mere vil det kræve driftssikkerhed af udbyderen i så vigtige samfundsopgaver som f.eks. transport og i dette tilfælde redning. Falcks hidtidige driftssikkerhed har været høj og er en stor styrke for koncernen i kampen mod konkurrenterne.

Kritisk masse / Stordriftsfordele

Udover den erfaring Falck har, så har virksomheden også opbygget et netværk af stationer, medarbejdere og aktiver. Det giver Falck en styrke, at de ved varebestilling og leverandør af nye køretøjer er så stor en spiller på markedet. Det muliggør specielle leveringer kun til Falck, f.eks. specialindretning af ambulancer, mindre omkostningsniveau og lign.

Falcks størrelse rustar samtidig virksomheden bedre til at overtage nye opgaver. Hvis de overtager en brandslukningsopgave i f.eks. Danmark, kan brandfolkene bruge den lokale ambulancestation som opholdssted og ambulancealarmcentralen til at modtage alarmopkald også vedrørende brand. Det samme gør sig gældende for autohjælpsområdet. Falck har allerede nu et netværk af stationer spredt over store geografiske områder, og disse kan bruges til flere forskellige arbejdsområder. Stordriftsfordelene skal altså både ses i klassisk forstand, som bedre leverandørpriser, og dermed billigere produktion, men også som en platform for yderligere vækst. Når en station er etableret, er der mulighed for at benytte den til både brand, redning og autohjælp.

I den nuværende situation er Falck heller ikke tvunget til at købe nye køretøjer eller etablere alarmcentraler, hvis de vinder et nyt udbud på et marked, hvor de allerede er aktive. Her kan det nye bud enten dækkes af det eksisterende materiale og personale, eller det kan ske med mindre ændringer og planlægning. Det er en styrke for Falck, for det minimerer overtagelsesperioden og gør virksomheden i stand til hurtigt at færdiggøre bud på kontrakter.

4.3.2 Svagheder

Afhængighed af Danmark

Falck er en international virksomhed med aktiviteter i 25 forskellige lande fordelt på 5 kontinenter. Det til trods har Falck i 2010 produceret 63,3 % af deres samlede omsætning i Danmark. Det er en stor del af omsætningen relateret til et af de 25 geografiske markeder, som øger risikoen ved pludselige ændringer i landets politiske, økonomiske eller folkesundhedsmæssige forhold.

Strategisk fokusering

På grund af forskelligheden af Falcks fire forretningsområder er der i ovenstående foretaget fire separate brancheanalyser. Trods forskellene mellem forretningsområderne er der synergier. Flere stationer kan benyttes af både rednings- og autohjælpspersonale, hvilket også er gældende for alarmcentraler, der modtager opkald til begge forretningsområder. Endvidere kan Falcks image bruges til, at videreformidle den tillid rednings- og brandslukningstjenesten skaber, til autohjælpsdivisionen. Dette er synergifordele, som skabes ved samdrift af de to divisioner.

Generelt er Falcks image vigtigt for koncernen, da det er den eneste synergi, som går på tværs af alle forretningsområder. Der er ikke andre synergier mellem Falck træning og de tre andre forretningsområder end image. Der er kun begrænset synergi mellem Falck Healthcare og områderne Falck Assistance og Falck Redning. Det vurderes dog ikke, at synergifordelen alene via image vil være stærk nok til at forsvare sammenlægningen af disse fire forretningsområder i en koncern for blot at opnå image-synergifordelen.

På trods af dette opkøber Falck stadig virksomheder indenfor samtlige forretningsområder og forsøger at udvikle divisionerne. Det resulterer i en koncern med vidt forskellige arbejdsområder, og ledelsen vil skulle agere i forskellige miljøer, som hver især kræver en særlig strategi. De forskellige arbejdsområder vil sænke Falcks samlede risiko, som ved konglomerater, men kritikken af den udvikling er manglende fokus og effektivitet fra virksomheden bag de forskellige forretningsområder, i dette tilfælde Falck.

På baggrund af den strategiske analyse og gennemgang af de faktorer der er relevante for de fire divisioner, ser forfatteren kritisk på Falcks muligheder for at fastholde et strategisk fokus. Fastholdelsen af et strategisk fokus besværliggøres ved konstante opkøb og kraftig vækst,

hvilket Falck oplever. Samtidig sker væksten på flere forretningsområder, som ikke alle har en fælles strategi eller synergifordele internt. Det kan lede til mindre fokus på visse områder eller en fælles strategisk ledelse, som ikke er optimal set fra et enkeltstående forretningsområdes vinkel. Baseret på ovenstående omverdens og brancheanalyse vurderes det, at Falck vil få vanskeligt ved at fastholde et fordelagtigt strategisk fokus for koncernen. Det vil påvirke Falcks forventede indtjeningsevne i en negativ retning og vil derfor påvirke værdiansættelsen negativt. Når Falck skal værdiansættes, vil de forskelligartede forretningsområder altså påvirkes negativt i forventning om, at der i fremtiden vil opstå ineffektivitet på baggrund af manglende fokus. I øjeblikket er det vanskeligt at påpege konkrete steder i årsregnskabet, hvor omkostningen for denne diversifikation af forretningsområder ses økonomisk. Ikke desto mindre vurderes det at vil få en negativ effekt på Falck hvis den nuværende udvikling fortsætter med yderligere risiko for en mindre fokuseret strategi og deraf følgende omkostninger i form af manglende effektivitet. Derfor vurderes dette som en svaghed for Falck endnu dog med begrænset økonomisk påviselig effekt.

4.3.3 Muligheder

Øget offentlig udlicitering

Indenfor Rednings- og Healthcare området stammer en stor del af omsætningen fra arbejde udført for offentlige instanser. En øget offentlig udlicitering i Europa vil derfor øge potentialet indenfor de pågældende forretningsområder. Som tidligere beskrevet er Falck Europas største udbyder af rednings- og brandslukningstjeneste. Derudover har Falck opnået den erfaring og styrke indenfor både budprocessen og samarbejdet med offentlige instanser, der kræves for at vinde og drive disse kontrakter. I så fald, udliciteringen vil blive øget, stiller det Falck i en gunstig situation.

Øget grad af udlicitering betragtes som en mulighed for Falck. Både fordi Falck ikke er i stand til at påvirke udviklingen i den retning væsentligt, da den styres af makroøkonomiske og nationalpolitiske forhold, og fordi Falck vurderes som havende det bedste udgangspunkt for at deltage aktivt i en større europæisk udlicitering indenfor de nævnte forretningsområder.

Udvikling af nye produkter

Det vurderes at være en mulighed for Falck at produktudvikle indenfor de eksisterende forretningsområder. Derimod vil oprettelsen af nye forretningsområder blot øge den i forvejen diversificerede produktportefølje. En produktudvidelse vil derimod styrke de eksisterende forretningsområder. Produktudvikling indenfor brandslukning kunne være øget fokus på industriel brandslukning, f.eks. med fokus på brandberedskab i europæiske lufthavne.

4.3.4 Trusler

Vejrforhold

Aktiviteten indenfor autohjælp er i vid udstrækning organiseret efter abonnement. Kunden betaler en fast pris og har dermed sikret sig autohjælp i en forudbestemt fast tidsperiode. Hvis vejret bliver hårdt, dvs. kraftig regn, storm eller sne, vil behovet for autohjælp stige og dermed Falcks omkostninger. Da omsætningen ikke følger omkostningsstigningen vil en forværring af vejret påvirke direkte på bundlinjen primært i form af personaleomkostninger og benzinomkostninger.

Truslen om ændrede vejrforhold påvirker også andre dele af assistanceområdet, specielt skadesbehandlingen. Et eksempel på dette er sommerens kraftige regnskyl i København. Primo juli var der behov for skadesbehandling af mere end 900 kældre i den danske hovedstad. Falck var nødsaget til at indkalde ekstra arbejdskraft fra hele landet, hvilket også resulterede i meromkostninger. Igen kunne Falck, pga. abonnement, ikke øge omsætningen men var tvunget til at øge omkostningerne.

Selvom voldsomme vejrforhold hovedsageligt vil påvirke assistanceområdet, kan det forventes, at også redningsområdet vil opleve øget aktivitet. Det skyldes øget andel af trafikuheld i voldsomt vejr, besværlig patientbefordring som gør eksisterende opgaver mere tidskrævende og generelt flere pludseligt opståede situationer med et akut redningsbehov.

Truslen fra ændrede vejrforhold er konstant og har umiddelbar resultateffekt for Falck. Truslen vurderes som værende høj og yderst besværlig at kalkulere i abonnementsbetaling. Besværligheden opstår på grund af vejrets uforudsigelighed, men kan dog delvis elimineres via gennemsnitsbetragtninger over en længere tidsperiode. Forudsætningen for dette er at der ikke sker vedvarende vejrmæssige ændringer, hvilket netop i disse år er genstand for debat.

Stigende eksponering udenfor EU

I takt med Falcks stigende engagement underfor EU, ændres trusselsbilledet. De politiske systemer i disse nye markeder er underlagt en anden usikkerhed. For blot at nævne nogle af de berørte markeder er både Brasilien, Malaysia, Rusland, Thailand, Nigeria, Trinidad og Tobago og lign. lande, hvor den politiske stemning hurtigt kan ændres. Samtidig ses en højere kriminalitet, højere korruption blandt embedsmænd og en anden grundlæggende folkekultur, hvilket også påvirker opfattelsen af service. Alle disse faktorer skaber usikkerhed, om de markeder der geografisk er beliggende udenfor den vestlige verden. Falck skal fortsat kunne agere i det politiske landskab, som er væsentligt mere besværligt, og dertil sikre samme værdi- og arbejdsgrundlag for medarbejderne i de nye markeder som de eksisterende. Hvis dette ikke lykkes, er truslen, at de nye aktiviteter ikke kommer til at fungere som en helhed med resten af koncernen. Det kræver et stort arbejde med integrationen af de tilkøbte virksomheder fremadrettet. Samtidig er det Falcks ønske altid at handle etisk og moralsk uanfægteligt, og i den henseende skal koncernen nu være opmærksom på, at moral og etik ikke er en ensartet størrelse på tværs af de geografiske markeder. Det kan blive besværligt at være international leverandør af hjælp og samtidig skulle levere en global uanfægtelig moral og etik, samtidig med at der skal sikres et positiv afkast til ejerne.

Voksende statslig gældsbyrde i EU

Den nuværende gældsbyrde i EU har i den seneste periode vist sig foruroligende stor, særligt i Italien, Portugal og Grækenland. Hvis de offentlige budgetter falder, og stater oplever gældskriser, vil dette indvirke negativt på Falcks muligheder for at opnå lukrative offentlige kontrakter. Desuden vil regeringer i krise være mere tilbageholdende med udlicitering, dels af frygt for fiasko og samtidig vil det være politisk upopulært at afskedige i den offentlige sektor. Truslen er derfor en stor gældsbyrde, som vil påvirke markedets størrelse og Falcks indtjeningsevne fremover.

5. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i Falck koncernens årsrapporter fra 2005-2010. Da 2005 er det først år, hvor Falck er kapitalfondsejet, er det valgt som begyndelsesåret, fordi det markerer begyndelsen på en ny periode for virksomheden. Regnskabsanalysen dækker i specialet flere aspekter; dels den generelle evaluering af Falcks rentabilitet, dels tidsserieanalyse, til at undersøge effektiviteten af virksomhedens strategi over tid og dels som grundlag for budgetteringen til værdiansættelsen. Tidsrammen vurderes at være tilstrækkelig for at give et retvisende billede af Falcks udvikling.

Til at analysere Falcks nøgletal gennemføres en tidsserieanalyse. Analysen benyttes i de tilfælde, hvor der er behov for at vurdere nøgletal for virksomheden over flere perioder. Hermed er det muligt at undersøge udviklingsretning og hastighed samt niveau i virksomhedens rentabilitet, risiko og vækst⁴². Forud for beregning af nøgletal foretages en reformulering af virksomhedens resultatopgørelse og balance i henholdsvis drift og finansiering med henblik på identificering af virksomheden primære drift. Det skyldes, at det lovpligtige skemakrav ikke skelner tydeligt mellem drift og finansiering. I afsnittet om regnskabspraksis er der formuleret generelle støjkilder, der vil blive taget i betragtning ved gennemførelse af analysen.

5.1 Revisionspåtegning

Ved gennemgang af årsrapporterne i analyseperioden fremgår det, at revisorpåtegningen fra selskabets revisorer ikke har givet anledning til forbehold. Dette troværdiggør, at årsrapporterne efter IFRS⁴³ (International Financial Reporting Standards) og danske revisionsstandards ikke indeholder væsentlig fejlinformation, og at analyseperiodens årsrapporter giver et retvisende billede af koncernens og moderselskabets aktiver, passiver, finansielle stilling samt aktiviteter og pengestrømme.

Revisorerne har ikke afgivet nogen supplerende oplysninger, hvilket indikerer, at ledelsen handler indenfor lovens retningslinjer og samtidig giver påtegningen en tilstrækkelig grad af sikkerhed for, at den oplyste regnskabspraksis bliver overholdt. Revisionspåtegningen giver således ikke anledning til yderligere specifikationer eller korrektioner af væsentlige forhold.

⁴² Plenborg, side 116

⁴³ International Financial Reporting Standards

5.2 Regnskabsgennemgang

Målet med regnskabsanalysen er at udregne nøgletal, der giver et retvisende billede af virksomhedens økonomiske udvikling. Forud for opdelingen af resultatopgørelsen og balancen i henholdsvis drift og finansiering er det afgørende at sikre at regnskabspraksis er identisk over tid. Forskelle i regnskabspraksis gennem analyseperioden kan gøre nøgletallene usammenlignelige og dermed uegnede til analysebrug. Som udgangspunkt for budgettering og vurdering af strategi er det derfor vigtigt, at ændringer i nøgletal stammer fra virksomhedens drift og ikke regnskabspraksis.

Med henblik på at sikre sammenlignelighed vil der ligeledes blive fokuseret på andre støjklender, der kan påvirke nøgletallene. Dette gælder ekstraordinære og usædvanlige poster, køb og salg af forretningsområder og nye produkter/markeder⁴⁴. Der vil derudover i noterne til reformuleringen blive argumenteret for re-klassificeringerne.

5.3 Regnskabspraksis

Pr. den 1. januar 2005 er årsrapporten for Falck Danmark A/S aflagt i overensstemmelse med IRFS standarder. Da årsrapporten på daværende tidspunkt var den første til at benytte nye regnskabsstandarder, blev IFRS 1 anvendt i forbindelse med førstegangsanvendelsen. Som et resultat af Nordic Capitals overtagelse af Falck Danmark A/S's aktiviteter samles disse i et holdingselskab⁴⁵ under navnet Falck Holding A/S. Ved aflæggelse af årsrapport for holdingselskabet blev årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse C benyttet. Som følge af Falck Danmark A/S' overtagelse af selskaber og aktiviteter fra Group 4 Falck A/S i 2004 og aflæggelse af årsrapport i overensstemmelse med IFRS, afviger årsrapporten for 2006 grundet ændrede regnskabspraksis. I 2007 aflæggelsen af årsrapporten for Falck Holding A/S er den for første gang i overensstemmelse med IFRS og ligesom tidligere beskrevet, aflægges årsrapporten efter IFRS 1 om førstegangsanvendelse i forbindelse med overgang. Derfor er balancen for 2006 blevet korrigeret, som om de beskrevne standarder og fortolkningsbidrag altid havde været anvendt bortset fra særlige overgangs- og ikrafttrædelsesbestemmelser. De indtastede regnskabsdata for analyseperioden er altså alle aflagt og korrigerede i overensstemmelse med IFRS. Det sikrer, at tallene er retvisende og at ændringer skyldes forhold i den underliggende drift og ikke ændringer i regnskabspraksis over tid.

⁴⁴ Plenborg 118

⁴⁵ Jvf. Kapitalfondes forretningsmodel

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE FOR KONCERNEN

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Figur 5

DKK mio.kr.	Note	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Assistance		1.662	1.779	1.913	2.070	2.183	2.470
Redning		2.776	3.039	3.392	3.878	4.271	4.834
Healthcare		286	543	1.050	1.283	1.139	1.196
Træning		636	739	757	831	921	958
Andre		2	3	-	-	-	-
Eliminering		-634	-722	-841	-996	-985	-1.091
Nettoomsætning		4.728	5.382	6.271	7.066	7.529	8.367
Andre driftsindtægter, primær drift	1	7	39	23	7	8	52
Bruttoresultat		4.735	5.421	6.294	7.073	7.537	8.419
Vareforbrug og fremmed assistance		-679	-753	-729	-848	-865	-1.149
Personaleomkostninger		-2.585	-2.927	-3.600	-4.092	-4.362	-4.655
Andre eksterne omkostninger		-926	-1.065	-1.188	-1.312	-1.354	-1.563
Udbytte af kapitalandele i tilknyttede virksomheder	5	-	-1	-	-1	-1	-
Indtjeningsbidrag (EBITDA)		545	675	777	820	955	1.052
Afskrivninger	2	-223	-227	-229	-235	-241	-252
Amortisering af immaterielle aktiver		-18	-21	-25	-33	-46	-55
Resultat af primær drift (EBIT)		304	427	523	552	668	745
Skat af primær resultat	3	-78	-114	-118	-145	-194	-213
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)		226	313	405	407	474	532
Andre driftindtægter, fin	1	18	13	38	21	33	18
Særlige poster, netto	4	64	1	17	-	-	-
Finansielle indtægter		16	26	36	26	52	33
Finansielle omkostninger		-25	-220	-212	-226	-165	-155
Skat af finansielle poster, netto		-19	48	27	47	23	30
Koncernresultat		280	181	311	275	417	458
Minoritetsaktionærers andel af resultat		19	26	25	18	15	14
Årets resultat		261	155	286	257	402	444

Kilde: Egen tilvirkning

REFORMULERET BALANCE FOR KONCERNEN

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Tabel 6: Aktiver

DKK mio. kr.	Note	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Immaterielle anlægsaktiver		579	3.448	3.678	4.068	4.250	5.069
Materielle anlægsaktiver		1.259	1.498	1.506	1.554	1.594	1.564
Kapitalandele i associerede virksomheder	5	5	6	2	2	3	24
Udskudt skatteaktiver	6	22	32	26	40	67	75
Langfristede aktiver i alt		1.865	4.984	5.212	5.664	5.914	6.732
Varebeholdning		35	39	34	41	41	60
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser		353	452	555	609	741	1.088
Andre tilgodehavender	7	89	78	113	143	154	246
Periodeafgrænsningsposter		12	39	59	74	102	131
Kapitalandele disponible for salg	8	-	183	-	-	-	-
Kortfristede aktiver i alt		489	791	761	867	1.038	1.525
Hensatte forpligtelser langfristede		-25	-41	-24	-211	-276	-388
Pensionsforpligtelser		-7	-9	-17	-23	-19	-
Medarbejderforpligtelser		-57	-50	-44	-40	-36	-32
Udskudt skatteaktiver		-56	-132	-128	-103	-160	-280
Andre hensættelser, langfristede		-	-	-12	-10	-11	-34
Hensatte forpligtelser kortfristede		-5	-4	-23	-29	-10	-69
Andre hensættelser, kortfristede		-	-	-	-3	-2	-20
Leverandører af varer og tjenesteydelser		-233	-301	-328	-308	-400	-581
Selskabsskat		-22	-19	-15	-24	-22	-40
Anden gæld	10	-468	-538	-530	-609	-811	-802
Periodeafgrænsningsposter		-699	-801	-872	-885	-1.218	-1.294
Driftsgæld		-1.572	-1.895	-1.993	-2.245	-2.965	-3.540
Arbejdskapital, netto		-1.083	-1.104	-1.232	-1.378	-1.927	-2.015
Investeret kapital		782	3.880	3.980	4.286	3.987	4.717

Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 6: Passiver

DKK mio.kr.	Note	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Egenkapital inklusiv udbytte		545	424	694	885	1.346	1.723
Minoritetsinteresser		91	118	140	23	61	65
Koncernkapital		636	542	834	908	1.407	1.788
Kreditinstitutter, langfristet		215	3.287	3.086	3.249	2.969	3.159
Kreditinstitutter		17	313	441	576	291	601
Gæld til tilknyttede virksomheder		156	-	-	-	-	-
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder		-	-	-	-	-	-21
Anden gæld		-	46	1	1	3	1
Værdipapirer	10	-13	-23	-69	-92	-145	-372
Likvide beholdninger	9	-229	-285	-313	-356	-538	-439
Nettorentebærende gæld		146	3.338	3.146	3.378	2.580	2.929
Investeret kapital		782	3.880	3.980	4.286	3.987	4.717

Kilde: Egen tilvirkning

5.5 Noter til regnskabsanalysen

Ved opdeling af resultatopgørelse og balanceposter i henholdsvis driftsrelaterede, ikke driftsrelaterede aktiver og finansiering er der en række regnskabsposter, analytikeren skal overveje ved re-klassificering af balancen. Det er derfor nødvendigt at indtage en pragmatisk holdning, og at der foretages en vurdering således, at kun poster der med rimelig grad af sikkerhed re-klassificeres. Samtidig skal der sikres en konsistens mellem den reformulerede resultatopgørelse og balance, så de poster, der er klassificeret som en drift i resultatopgørelsen, modsvares af inddragelse af den tilsvarende balancepost under driftsaktiver. Som eksempelvis kunne det dreje sig om udbytte af kapitalandele i tilknyttede virksomheder og den modsvarende balancepost kapitalandele i associerede virksomheder. For at beregne den investerede kapital modregnes driftsgælden i driftsaktiver fra aktivsiden, mens passivsiden indeholder finansieringskilder, der er afkastkrævende, efter der er fratrasket den del af aktivsiden, som ikke klassificeres som driftsaktiver. Nedenfor er der argumenteret for re-klassificering af relevante poster.

Note 1 Andre driftsindtægter (sekundær aktivitet)

Under posten "Andre driftsindtægter" fremgår det, at den i alle årsrapporter er inddelt i "Avance ved salg af aktiver" og "Øvrige driftsindtægter". Gennem hele analyseperioden er "Avance ved salg af aktiver" tilbagevendende af større eller mindre karakter, hvorfor det her antages, at der jævnligt er behov for at tilpasse organisationen. Ud fra den betragtning synes det rimeligt at klassificere "Avance ved salg af aktiver" som en del af den primære drift.

Af anvendt regnskabspraksis fremgår det, at den anden post under "Andre driftsindtægter" indeholder lejeindtægter, samt overvejelser der overstiger den regnskabsmæssige værdi af aktiver i opkøb. Posten er ikke yderligere specificeret, hvilket gør det vanskeligt at klassificere posten som liggende enten inden eller udenfor virksomhedens primære drift. Det er således vanskeligt at forestille sig, at posten ligger indenfor et af Falcks primære forretningsområder, hvorfor den her vil blive klassificeret som værende udenfor Falcks primære drift.

Note 2 Af – og nedskrivninger på goodwill

I Falcks årsrapporter er alle af – og nedskrivninger samlet under en post. I denne analyse er det valgt at lade af – og nedskrivninger på goodwill fremgå eksplicit. Når den fremgangsmåde er foretrukket skyldes det, at der blandt akademikere og praktikere er uenighed om, hvorvidt

goodwill bør måles og klassificeres. Konkret drejer det sig om organiske investeringer i immaterielle aktiver, som eksempelvis virksomhedens brand. Udgifter til opbygning af brandet bliver udgiftsført og ikke kapitaliseret. Ved at medtage af – og nedskrivninger i beregningen af NOPAT bliver udgiften medtaget to gange. I den konkrete analyse vil der ikke blive taget stilling til, om goodwill er en omkostning eller ej. Men da af – og nedskrivninger i Falcks resultatopgørelser er klassificeret som en del af driften, er det valgt at lade den blive i relation til driften. Re-klassificeringen af posten som en særskilt post har ikke betydning for størrelsen af NOPAT, da posten knytter sig til den primære drift og dermed ikke som en del af finansieringsaktiviteten. Det fremgår ikke i årsrapporterne, hvad posten ”Andre immaterielle aktiver” indeholder. Posten vil dog i den reformulerede resultatopgørelse indgå i posten ”Amortisering af immaterielle aktiver” sammen med ”Immaterielle aktiver fra opkøb”.

Figur 7

Afskrivninger						
DKK mio.kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Immaterielle aktiver fra opkøb	-	-4	-9	-13	-19	-27
Andre immaterielle aktiver	-16	-17	-16	-20	-27	-28
Grunde og bygninger	-35	-30	-31	-31	-30	-36
Indretning af lejede lokaler	-3	-4	-5	-7	-10	-10
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	-185	-193	-193	-197	-201	-206
Afskrivninger i alt	-239	-248	-254	-268	-287	-307

Kilde: Egen tilvirkning

Note 3 Skat

I Falcks årsrapporter fremgår ”skat af årets resultat” som en samlet post. Selskabsskatten dækker dermed over skatteeffekten på henholdsvis drift og finansielle indtægter og omkostninger. I noterne i årsrapporterne er der ikke givet yderligere oplysninger, der kan hjælpe til en opdeling af regnskabsposterne med henblik på at måle de skattemæssige konsekvenser. Da NOPAT er et resultatmål, der ikke er påvirket af virksomhedens kapitalstruktur, ønskes det at udregne den skat, der påhviler driften. Falck har siden 2005 ekspanderet kraftigt i udlandet, og da årsrapporten for gruppen er en konsolidering af regnskaber på tværs af landegrænser, synes det vanskeligt at benytte den marginale skattesats. Det begrundes i at eksempelvis låntagning i udenlandske datterselskaber kan føre til brug af afvigende skattesatser i forhold til den danske. Derfor er det forbundet med stor unøjagtighed at benytte den marginale skattesats. På den baggrund er det valgt at benytte den effektive

skattesats, som er udtryk for den gennemsnitlige beskatning af indkomst i virksomheden. Der er med udgangspunkt i Falcks effektive skattesats, foretaget et estimat af den skat der påhviler på henholdsvis driftsresultat og de nettofinansielle omkostninger. Udregning er foretaget med følgende effektive skattesatser.

Figur 8

Den effektive skattesats						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Effektiv skattesats	25,73%	26,72%	22,64%	26,27%	29,08%	28,55%

Kilde: Egen tilvirkning

Note 4 Særlige poster, netto

Særlige poster dækker over tilbageførsel af hensættelse til omkostninger vedrørende ændring af logo i henhold til spaltningssaftalen samt avance ved salg af aktier i Hjelp24 Trygghetsalarm A/S. I henhold til virksomhedens regnskabspraksis redegør Falck for at poster herunder falder udenfor koncernens ordinære aktiviteter. Avance ved salg af aktier i omtalte virksomhed kunne analyseres som værende led i en strategisk tilpasning af koncernen samt størrelsesmæssigt værende uden væsentlig betydning. Men her vurderes posten at ligge uden for virksomhedens primære kerneforretning, da den ikke er af vedvarende karakter. Posten figurerer kun med engangsbeløb de første 3 år af analyseperioden, mens der de sidste tre år ingen aktivitet er.

Figur 9

Særlige poster, netto						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Særlige poster, netto	64	1	17	-	-	-

Kilde: Egen tilvirkning

Note 5 Udbytte fra kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder

Af anvendt regnskabspraksis fremgår det, at associerede virksomheder karakteriseres som værende virksomheder, hvor Falck koncernen besidder mellem 20 % til 50 % af stemmerettighederne og udøver en betydelige indflydelse på virksomhedernes drift og

økonomiske ledelse.⁴⁶ Posten er føleligt klassificeret som værende en del af den primære drift. Det betyder samtidig, at posten indgår som et driftsaktiv og ikke finansieringsaktiv på balancen.

Note 6 Udskudt skatteaktiv

Denne note inddrager både udskudte skatteaktiver og forpligtelser. Årsagen til at udskudte skatte poster opstår, er at der er forskel i måden hvorpå, aktiver og forpligtelser måles i henholdsvis årsregnskabet og skatteregnskabet. Skatteaktiver opstår eksempelvis i de tilfælde, hvor der er fremførbare underskud. Både skatteaktiver og forpligtelser kan opstå ved forskelle ved eksempelvis opgørelse af anlægsaktiver i henholdsvis årsrapporten og skatteregnskabet. De skattemæssige underskud kan opstå i såvel driften som i finansielle investeringer såsom investeringer i værdipapirer. I noten om udskudt skat i Falcks årsrapporter, hvilket ses nedenfor, bliver posten specificeret som en nettopost. Ydermere er det ikke specificeret, hvad de enkelte poster indeholder. Med henblik på opdeling af skatteaktiver i henholdsvis drift og finansiering synes det behæftet med stor usikkerhed at foretage en re-klassificering i henholdsvis drift, ikke drift og finansiering. I praksis knytter udskudte skatteaktiver sig ofte til driftsrelaterede aktiviteter, hvorfor posten vil blive re-klassificeret som værende en del af driften, selvom den er klassificeret som en del af de finansielle i årsrapporterne. Der vil derfor blive foretaget en re-klassificering af posten, således at den indgår under driftsaktiver, mens det er vurderet at en yderligere re-klassificering ikke vil kunne foretages uden at være behæftet med væsentlig usikkerhed.

Figur 10

Specifikation af udskudte skat, netto 31. december

DKK mio.kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Immaterielle aktiver	8	3	10	35	44	115
Materielle aktiver	67	135	116	127	132	111
Kortfristede aktiver	-3	-5	-2	-3	-2	13
Langfristede gældsforpligtelser	-18	-14	-15	-17	-15	-17
Kortfristede gældsforpligtelser	-12	-8	-8	4	-4	12
Fremførbare skattemæssige underskud	-7	-10	-4	-12	-35	-36
Øvrige poster	-1	-2	5	-71	-27	7
Udskudte skat, netto 31. december	34	99	102	63	93	205

Kilde: Egen tilvirkning

⁴⁶ Falck årsrapport 2005

Det fremgår af Falcks årsrapport for 2005 at virksomheden råder over et fremførbart skattemæssigt underskud, som ikke er indregnet i udskudte skatteaktiver. Disse er ikke aktiveret på baggrund af koncernens usikkerhed på udnyttelsen, og dermed også om aktivet bliver indregnet med en troværdig og pålidelig værdi. Det har naturligvis betydning for størrelsen af den investerede kapital, som i det her tilfælde vil blive mindre og dermed påvirke størrelsen af nøgletallene i rentabilitetsanalysen.

Note 7 Andre tilgodehavender

Det fremgår ikke af noterne og regnskabspraksis om regnskabsposten ”Andre tilgodehavender” er kombineret af drifts- eller finansieringsaktiver. Da posten er klassificeret som værende et driftsaktiv, er det vurderet at lade det fulde beløb indgå som et driftsaktiv.

Note 8 Kapitalandele disponible for salg

Posten udgør en investering i den norske virksomhed, Viking Redningstjeneste. Købet var betinget af konkurrencemyndighedernes godkendelse, hvilket ikke blev opnået⁴⁷. Tilladelsen blev ikke givet, da Falck ikke opfyldte de givne betingelser. Rent analytisk vil posten indgå som et driftsaktiv, da investeringen ligger inden for et af Falcks fire kerneområder.

Note 9 Likvide midler

Det er ikke oplyst i noterne, hvor stor en del af de likvide midler virksomheden benytter som driftslikviditet. Det er derfor forbundet med en del usikkerhed at fastlægge denne. Det ses til tider typisk, at analytikere estimerer driftslikviditeten til at udgøre 1 % af omsætningen. Den fremgangsmåde vil ikke blive benyttet, da det er vurderet at usikkerheden er for stor, samt at effekten af re-klassificeringen er beskednen.

Note 10 Anden gæld

Af regnskabsnoten specificeres det hvad posten ”Anden gæld” udgør, hvilket ses nedenfor. Det vurderes at påløbne renter er knyttet til den finansieringsrelateret del, hvorfor denne re-klassificeres. Resten bibeholdes, da det vedrører driften.

⁴⁷ Falck Årsrapport 2006

Figur 11

Anden gæld

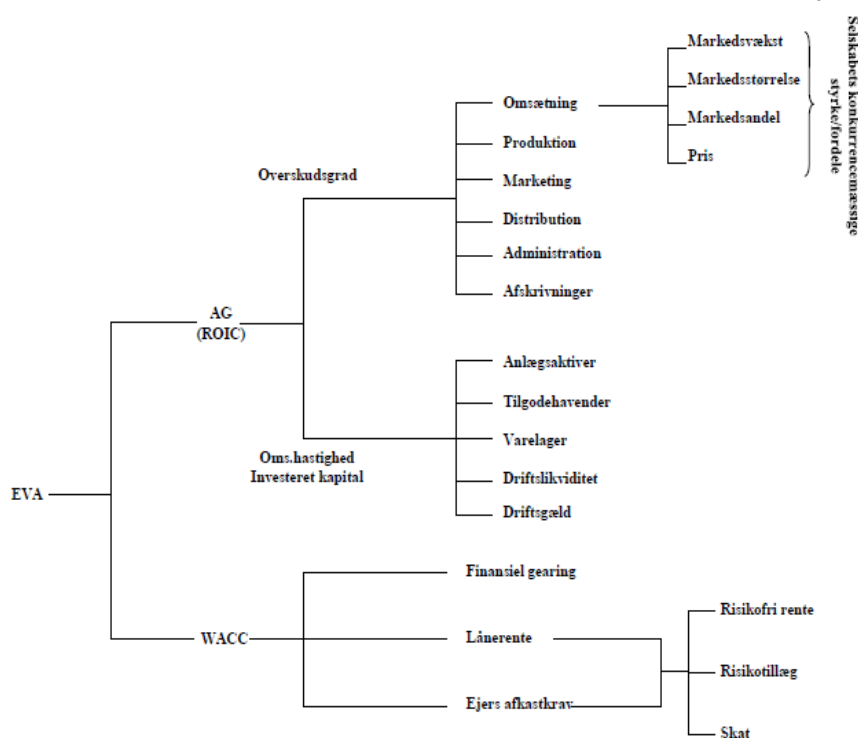
DKK mio.kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Skyldige feriepenge, løn m.m.	318	380	415	456	525	552
Skyldig A-skat m.m.	25	34	37	55	132	62
Skyldige merværdiafgift	49	57	36	36	60	77
Øvrige	76	67	42	62	94	111
Påløbne renter	-	46	1	1	3	1
Anden gæld i alt	468	584	531	610	814	803

Kilde: Egen tilvirkning

6. Rentabilitetsanalyse

Forud for budgetteringen er det vigtigt at klarlægge udviklingen i virksomhedens historiske rentabilitet. Det skyldes, at dette element vil indgå sammen med de strategiske overvejelser ved fastlæggelse af niveauet for de fremtidige forventninger til rentabiliteten i Falck. Endvidere bruges rentabilitetsanalysen også som et ledelsesmæssigt evalueringsværktøj ved vurdering af den fremtidige strategiske planlægning. En god rentabilitet er et afgørende element i virksomhedens positionering i markedet.

Figur 12: Den udvidet DuPont model



Ovenfor ses Du Pont pyramiden, som giver et overblik over de forskellige nøgletal, der kan beregnes i en rentabilitetsanalyse og deres indbyrdes relation. I denne analyse vil de mest relevante nøgletal blive beregnet og kommenteret. Den overordnede struktur for rentabilitetsanalysen ses nedenfor. Udgangspunktet vil være en analyse af afkastgraden (ROIC) både med og uden goodwill⁴⁸. ROIC uden goodwill viser Falcks evne til at skabe

⁴⁸ Valuation

værdi udover den merpris, som er betalt ved overtagelse af andre virksomheder. Nøgletallet er bedre til at vurdere Falcks værdiskabelse. Analysen vil derefter dekomponere ROIC med henblik på at få et integreret billede af Falcks operationelle resultater, samt hvilke dele af Falck som bidrager til den samlede værdiskabelse. Analysen vil også fokusere på virksomhedens finansielle position for at fastlægge Falcks finansielle ressourcer til at gennemføre den daglige drift samt foretage kort- og langsigtede investeringer. Slutteligt vil der være en kort analyse af egenkapitalens forrentning.

Generelt gælder følgende formel:

$$\text{Afkastningsgraden (ROIC)} = (1 - \text{Skat af driftsresultatet}) \times \frac{\text{NOPAT}}{\text{Nettoomsætningen}} \times \frac{\text{Nettoomsætningen}}{\text{Investeret kapital}}$$

Formlen viser, at ROIC er drevet af virksomhedens evne til at maksimere profitabiliteten, optimere omsætningshastigheden og minimere skatten knyttet til driften⁴⁹. Hver af disse komponenter kan yderligere blive dekomponeret, hvilket vil blive analyseret i det følgende. Det er dog ikke alle komponenter, da en sådan analyse vil blive for omfattende.

Nedenfor ses en tabel over afkastningsgraden, både med og uden goodwill, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Afkastningsgraden opgjort uden goodwill som en del af den investerede kapital viser et markant positivt resultat. Det er en funktion af Falcks negative arbejdskapital og et lavt niveau af aktiver. Langt størstedelen af aktiverne er immaterielle. Når goodwill medregnes, ses et mere stabilt niveau. Hvert nøgletal gennemgås nedenfor. For 2009 og 2010 bliver den investerede kapital, uden goodwill, negativ for Falck.

Figur 13

Overordnede nøgletal til rentabilitetsanalyse

I procent	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Afkastningsgraden:						
Uden goodwill		98,55%	110,25%	156,53%		
Med goodwill		13,42%	10,30%	9,85%	11,45%	12,23%
Overskudsgraden	4,78%	5,81%	6,45%	5,76%	6,29%	6,36%
Omsætningshastigheden		2,31	1,60	1,71	1,82	1,92

Kilde: Egen tilvirkning

⁴⁹ Valuation

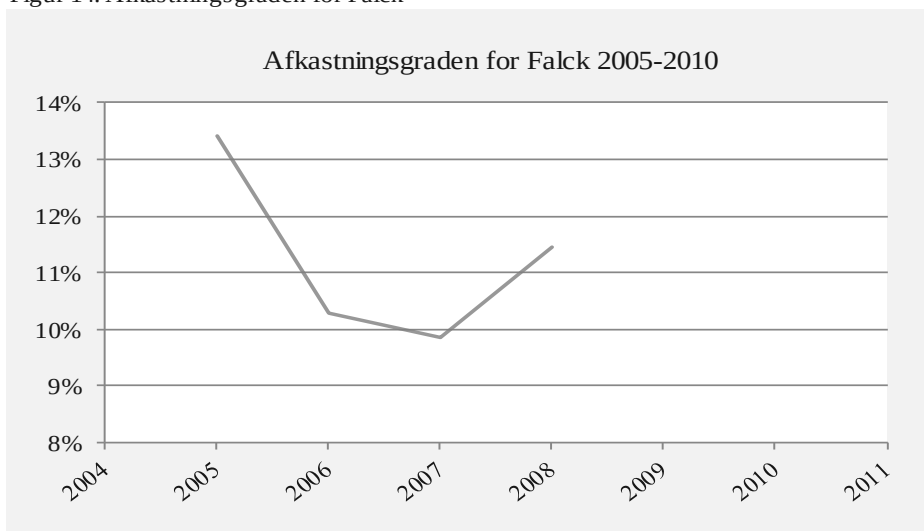
6.1 Afkastningsgraden

Afkastningsgraden er det overordnede rentabilitetsmål, da det udtrykker forretningen af den investerede kapital. Nøgletallet bør sammenlignes med afkast af lignende investeringer med samme risiko.

$$\text{Afkastningsgraden (ROIC)} = \frac{\text{Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)}}{\text{Investeret kapital (Med og uden goodwill)}}$$

Ved beregning af nøgletal tages der udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse og balance. Da balanceværdierne, modsat Falcks resultat, er opgjort og målt ved regnskabsårets afslutning, vil balanceværdierne, når de indgår i formlerne, blive målt ud fra gennemsnitsværdier. Dette sikrer en jævn udvikling henover året i overensstemmelse med virksomhedens resultat.

Figur 14: Afkastningsgraden for Falck



Kilde: Egen tilvirkning

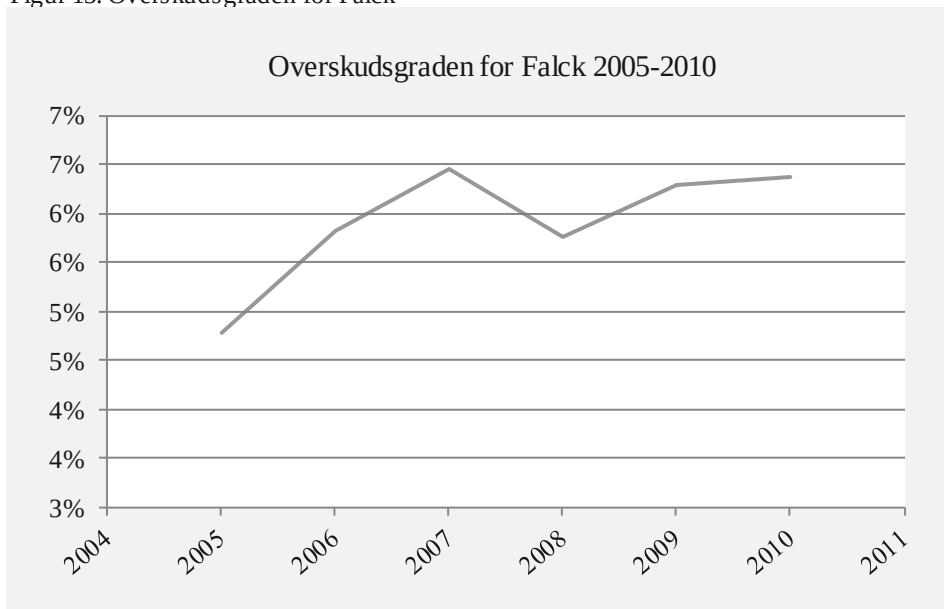
Som det ses af figuren, varierer afkastgraden for Falck over årene. En rimelig antagelse er, at virksomheden har ekspanderet kraftigt i periodens start, hvorfor den investerede kapital er blevet større. Synergierne fra opkøbte virksomheder tager typisk tid at inkorporere, og derfor viser effekterne sig først senere. Samtidig skal der ikke ses bort fra finanskrisen, som fastfros kapitalmarkederne og dermed gjorde adgangen til kapital vanskeligere. Senere i afhandlingen beregnes WACC for Falck til 6 %. I det lys er en afkastningsgrad på 10-12 % et højt niveau. Udviklingen for afkastningsgraden er positiv. Ved Nordic Capitals overtagelse af Falck steg de immaterielle aktiver fra ca. 0,5 mia. kr. til 3,5 mia. kr. Det er en voldsom vækst i aktivmængden uden nogen egentlig bagvedliggende driftsaktivitetsudvidelse. Derfor ses også et voldsomt dyk i afkastningsgraden i periodens start.

6.2 Overskudsgraden

Afkastningsgraden udtrykker alene forretningen af den investerede kapital for niveau 1. Men for at forstå hvad der driver udviklingen, er det nødvendigt at dekomponere nøgletallet i henholdsvis overskudsgraden og omsætningshastigheden, hvilket er muligt, da produktet af de to netop giver afkastningsgraden. Hermed begiver analysen sig ned på niveau 2 i DuPont modellen. Overskudsgraden beskriver indtægts-/omkostningsforholdet og udtrykker i procent driftsresultatet per omsat krone⁵⁰

$$\text{Overskudsgraden (OG)} = \frac{\text{Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)}}{\text{Nettoomsætningen}}$$

Figur 15: Overskudsgraden for Falck



Kilde: Egen tilvirkning

Overskudsgraden eller driftsmarginalen for Falck ligger på et meget stabilt niveau. I perioden ses dog en jævn stigende tendens. Årsagen til stigningen kan skyldes to årsager, som ikke udelukker hinanden. Falck er blevet bedre til at effektivisere driften, hvilket vurderes ud fra at nettoomsætningen i perioden er steget med 77 %, mens NOPAT i samme periode er steget med 136 %. Dette kan samtidig også forklares ud fra synergieffekter i driften, der er realiseret i forbindelse med virksomhedsovertagelser.

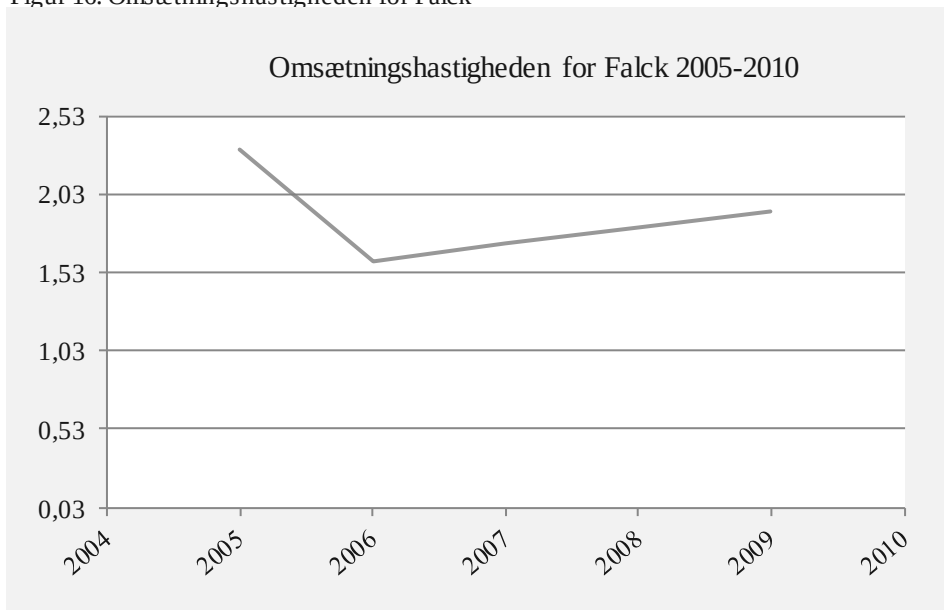
⁵⁰ Plenborg 165

6.3 Omsætningshastigheden

Omsætningshastigheden er et udtryk for kapitalbindingen i virksomheden. Nøgletallet udtrykker en virksomheds evne til at tilpasse investeret kapital til et givent niveau for omsætningen. En høj omsætningshastighed er fordelagtig for en virksomhed, da den dermed maksimerer omsætningen i forhold til den kapital, som er stillet til rådighed.

$$\text{Omsætningshastighed (OH)} = \frac{\text{Nettoomsætningen}}{\text{Investeret kapital}}$$

Figur 16: Omsætningshastigheden for Falck



Kilde: Egen tilvirkning

Falcks omsætningshastighed er faldende det første år i analyseperioden for derefter at være stødt stigende i resten af perioden. Dette indikerer, at investeringsbehovet er faldende for at opretholde samme niveau af nettoomsætning. Falck karakteriseres som en servicevirksomhed, og det ses også af den relativt høje omsætningshastighed. Kurven danner et V, hvilket er et udtryk for Falcks investeringsaktivitet i perioden med en større initialinvestering ved købet af Falck og dernæst et arbejde med at effektivisere virksomheden og fokusere på operationel excellence.

6.4 Indeksering - trendanalyse og common-size-analyse.

Med henblik på at belyse og uddybe forståelsen for udviklingen i indtægts-/omkostningsforholdet og belyse trends i kapitaltilpasningen er det nødvendigt at dekomponere henholdsvis overskudsgraden og omsætningshastigheden. Måden, det vil blive

gjort på, er ved en indeksering – trendanalyse og ved en common-size-analyse. Indeksering er velegnet til at give et billede af udviklingen i hver enkelt regnskabspost, mens common-size-analyse ud over at fokusere på udviklingen samtidig har fokus på niveauet. Der er her valgt en struktur, der inddrager begge analyser i samme tabel, så det er muligt at skabe et hurtigt overblik. Indeksering figurerer i form af sorte skriftfarve, mens common-size-analyse er markeret med grå skriftfarve.

Figur 17: Indeksering - Trendanalyse og Common-size-analyse. Resultatopgørelsen

DKK mio.kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Assistance	100	107	115	125	131	149
	35%	33%	30%	29%	29%	29%
Redning	100	108	120	135	191	216
	47%	45%	43%	43%	57%	57%
Healthcare	100	228	484	595	596	626
	4%	8%	15%	16%	15%	14%
Træning	100	116	119	131	145	151
	13%	14%	12%	12%	12%	11%
Andre	100	150	-	-	-	-
	0,04%	0,06%	0%	0%	0%	0%
Eliminering	-	-	-	-	100	111
	0%	0%	0%	0%	-13%	-13%
Andre driftsindtægter, primær drift	100	557	329	100	114	743
	0,1%	0,7%	0,4%	0,1%	0,1%	0,6%
Nettoomsætning	100	114	133	149	159	178
	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Vareforbrug og fremmed assistance	100	111	107	125	127	169
	14%	14%	12%	12%	11%	14%
Personaleomkostninger	100	113	139	158	169	180
	55%	54%	57%	58%	58%	55%
Andre eksterne omkostninger	100	115	128	142	146	169
	20%	20%	19%	19%	18%	19%
Udbytte af kapitalandele i tilknyttede virksomheder	-	100	-	100	100	-
	0%	0,02%	0%	0,01%	0,01%	0%
Driftomkostninger i alt	100	113	132	149	157	176
	88%	88%	88%	88%	87%	88%
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	100	124	143	150	175	193
	12%	12%	12%	12%	13%	12%
Afskrivninger	100	102	103	105	108	113
	5%	4%	4%	3%	3%	3%
Amortisering af immaterielle aktiver	100	117	139	183	256	306
	0,38%	0,39%	0,40%	0,47%	0,61%	0,65%
Resultat af primær drift (EBIT)	100	140	172	182	220	245
	6%	8%	8%	8%	9%	9%
Skat af resultat af primær resultat	100	146	151	185	248	272
	2%	2%	2%	2%	3%	3%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	100	139	179	180	210	236
	4,8%	5,8%	6,4%	5,8%	6,3%	6,3%

Kilde: Egen tilvirkning

Falcks omsætning vokser med 77 % i perioden 2005-2010. Tendensen synes helt klar gennem alle årene med et stødt stigende niveau med særlig fremgang i forretningsområderne Redning og Healthcare i forhold til nettoomsætningen. Dog er Assistanceområdets bidrag til den samlede nettoomsætning faldet fra 35 % til 29 %. Samtidig formår Falck at holde en stram

styring af omkostningerne, så de ikke stiger mere end niveauet for omsætningen, hvilket betyder et forbedret indtjeningsbidrag. Det skal formentlig også ses i sammenhæng med realiserede omkostnings-synergier fra opkøb. Tilsammen indikerer det, at Falck driver en sund virksomhed, hvor de tjener penge på kerneforretningen.

Det afsløres i den stigende amortisering af goodwill, at der foretages betydelige investeringer i andre virksomheder. Dette kan aflæses i indtægts-/omkostningsforholdet, hvilket bekræfter effekten af de foretagne investeringer. Derudover ser afkastningsgraden ud til at være på rette spor, efter at de kraftige investeringer trak op i den investerede kapital og ned i afkastningsgraden. Men en stigning i NOPAT på 136 % over perioden viser, at synergieffekterne i forbindelse med opkøb begynder at vise potentiale. Erfaringer fra virksomhedsopkøb viser, at eventuelle synergifordele relativt hurtigt kan læses i regnskaberne, typisk efter 1-2 år.⁵¹ Årsagen til den stigende NOPAT skal også ses i relation til den effektive driftsstyring, hvor nettoomsætningen stiger mere end driftsomkostningerne.

⁵¹ Plenborg 172

Figur 18: Indeksering - trendanalyse og Common-size-analyse. Balancen

DKK mio. kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Immaterielle anlægsaktiver	100	596	635	703	734	875
	74%	89%	92%	95%	107%	107%
Materielle anlægsaktiver	100	119	120	123	127	124
	161%	39%	38%	36%	40%	33%
Kapitalandele i associerede virksomheder	100	120	40	40	60	480
	0,6%	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%	0,5%
Udskudt skatteaktiver	100	145	118	182	305	341
	3%	1%	1%	1%	2%	2%
Langfristede aktiver i alt	100	267	279	304	317	361
	238%	128%	131%	132%	148%	143%
Varebeholdning	100	111	97	117	117	171
	4%	1%	1%	1%	1%	1%
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	100	128	157	173	210	308
	45%	12%	14%	14%	19%	23%
Andre tilgodehavender	100	88	127	161	173	276
	11%	2%	3%	3%	4%	5%
Periodeafgrænsningsposter	100	325	492	617	850	1.092
	2%	1%	1%	2%	3%	3%
Kapitalandele disponible for salg	100	283	-	-	-	-
	0%	5%	0%	0%	0%	0%
Kortfristede aktiver i alt	100	162	156	177	212	312
	63%	20%	19%	20%	26%	32%
Hensatte forpligtelser langfristede	100	164	96	844	1.104	1.552
	3%	1%	1%	5%	7%	8%
Pensionsforpligtelser	100	129	243	329	271	-
	1%	0%	0%	1%	0%	0%
Medarbejderforpligtelser	100	88	77	70	63	56
	7%	1%	1%	1%	1%	1%
Udskudt skatteaktiver	100	236	229	184	286	500
	7%	3%	3%	2%	4%	6%
Andre hensættelser, langfristede	100	-	112	110	111	134
	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,7%
Hensatte forpligtelser kortfristede	100	80	460	580	200	1.380
	0,6%	0,1%	0,6%	0,7%	0,3%	1,5%
Andre hensættelser, kortfristede	100	-	-	103	102	120
	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,4%
Leverandører af varer og tjenesteydelser	100	129	141	132	172	249
	30%	8%	8%	7%	10%	12%
Selskabsskat	100	86	68	109	100	182
	3%	0%	0%	1%	1%	1%
Anden gæld	100	115	113	130	173	171
	60%	14%	13%	14%	20%	17%
Periodeafgrænsningsposter	100	115	125	127	174	185
	89%	21%	22%	21%	31%	27%
Driftsgæld	100	121	127	143	189	225
	201%	49%	50%	52%	74%	75%
Arbejdskapital, netto	100	102	114	127	178	186
	138%	28%	31%	32%	48%	43%
Investeret kapital	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

Der forekommer i tabellen store afvigelser fra 2005 til 2006, grundet Nordic Capitals overtagelse af aktiemajoriteten. Det medførte store strategiske ændringer, hvilket også fremgår af balancen.

Der kan ved at analysere indekseringen og common-size-tabellen igen aflæses, at Falck er aktive med virksomhedsopkøb. Det ses af stigningen i immaterielle anlægsaktiver. Samtidig er materielle anlægsaktiver steget med 24 % i perioden. Derigennem er der sket en stigning i udskudte skatteaktiver, hvilket samlet set giver en markant stigning i langfristede aktiver.

Det kan konstateres, at selvom Falck har haft en kraftig stigning i anlægsaktiver, og nettoomsætningen ikke er steget tilsvarende, så har ledelsen formået at få omsætningshastigheden til at udvikle sig positivt gennem de sidste år i analyseperioden. Stigningen skal ses som udtryk for, at Falck er blevet mere effektiv i styringen af arbejdskapitalen. Nettoarbejdskapitalen igennem hele analyseperioden er negativ, hvilket indikerer, at driftsgælden er tilstrækkelig til at finansiere kapitalbindinger i driftsaktiver. Det ses samtidig, at nettoarbejdskapitalen er blevet en større del af den investerede kapital. Selvom tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser stiger med ca. 300 % gennem perioden, bliver den fuldt opvejet af den stigende driftsgæld, hvor især leverandørgæld, udskudte skatteforpligtelser og hensatte forpligtelser udgør størstedelen af stigningen.

Det kan altså konkluderes at det operative og strategiske tiltag, som Falck har gennemført siden det ændrede ejerskab, har ført til øget værdiskabelse.

6.5 Egenkapitalforretning

Mens afkastningsgraden kun har fokus på at måle driftens rentabilitet, så måler egenkapitalforrentningen (EKF) rentabiliteten med fokus på både driften og den finansielle gearing. Egenkapitalforretningen viser afkastet af ejernes investering i virksomheden.

Når Falck ikke ejer 100 % af et datterselskab, opstår der minoritetsinteresser. Det betyder, at moderselskabet ikke har fuld råderet over værdistigningen, og derfor skelnes der imellem egenkapitalforrentning på koncern – og moderselskabsniveau. Ved fastlæggelse af egenkapitalforrentningen for Falck vil der derfor blive korigeret for minoritetsinteresser, så nøgletallet baseres på den værdi, der er til rådighed for Falcks aktionærer. Begge nøgletal vil dog fremgå af nedenstående figur 19.

Figur 19

Egenkapitalforrentningen (EKF)

DKK mio.kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Egenkapitalforrentning, koncern		30,73%	45,20%	31,57%	36,03%	28,67%
Egenkapitalforrentning, moder		31,99%	51,16%	32,55%	36,04%	28,93%

Kilde: Egen tilvirkning

I den videre dekomponering af egenkapitalforrentningen vil tallene også være korrigeret for minoritetsinteresser. For at forstå udviklingen og niveauet i Falcks egenkapitalforrentning vil afkastningsgraden, nettolånerente efter skat og den finansielle gearing blive analyseret. Kapitalindskyderne bidrager med forskellige kapitaltyper til virksomheden, og da aflønningen sker i en prioriteret rækkefølge, knytter der sig forskellige risikoprofiler til kapitaltyperne. Da aflønning af aktionærerne ligger sidst i prioritetsrækkefølgen, er denne investering alt andet lige mere risikofyldt. Derfor skal der kun indskydes fremmedkapital i virksomheden, i det omfang driften kan levere afkast, der er større end Falcks nettolånerente eller sagt på en anden måde en positiv rentemarginal. Hvis dette er tilfældet, har den finansielle gearing en positiv virkning på Falcks værdiskabelse.

Figur 20

Nøgletal

DKK mio.kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Afkastningsgraden		13,42%	10,30%	9,85%	11,45%	12,23%
Spread		5,26%	6,10%	5,33%	8,76%	9,07%
Nettolånerente		8,16%	4,20%	4,52%	2,69%	3,16%
Finansielle gearing		3,60	5,80	4,13	2,67	1,80
Egenkapitalforrentning, koncern		30,73%	45,20%	31,57%	36,03%	28,67%
Minoritetsinteressers andel		1,041	1,132	1,031	1,000	1,009
Egenkapitalforrentning, moder		31,99%	51,16%	32,55%	36,04%	28,93%

Kilde: Egen tilvirkning

I beregningen af Falcks nettolånerente indgår udelukkende finansielle indtægter og omkostninger. Det er vurderet, at denne fremgangsmåde sikrede det mest retvisende billede frem for inddragelse af andre finansieringsrelaterede aktiver. Det skal bemærkes, at nettolånerenten ikke skal forveksles med virksomhedens lånerente. Dette skyldes, at der sker

en modregning af virksomhedens renteindtægter, hvilket alt andet lige fører til en højere lånerente⁵². Derfor skal vurderingen af dette nøgletal foretages konservativt.

Som tidligere beskrevet er udviklingen i afkastningsgraden V-formet. Da Falck udviste stabile overskudsgrader og en kraftig stigning i den investerede kapital, var argumentet, at Falck var i gang med en strategisk ændring af virksomheden med fokus på geografisk ekspansion, hvilket krævede flere opkøb, med fald i afkastningsgraden til følge.

Generelt kan det siges, at nøgletallene varierer betydeligt i analyseperioden, hvilket er i god tråd med de strategiske tiltag, Nordic Capital har ønsket at gennemføre.

Set over analyseperioden har Falck formået at styre driften og den finansielle gearing, så den har været værdiskabende. Gennem hele perioden har driften kunnet skabe solide afkastningsgrader i forhold til nettolånerenten. Det har medført et positivt spread, hvilket igen medfører en højere egenkapitalforrentning.

Det ses samtidig, at den finansielle gearing er dalende, hvilket er karakteristisk i Nordic Capitals arbejde med at gøre Falck salgsklar. I den forbindelse er virksomhedens nettolånerente dalende, hvilket for det første skyldes favorable lånevilkår som følge af den økonomiske højkonjunktur samtidig med at kapitalindskyderne i form af fremmedkapital, ikke er eksponeret over for den samme risiko ved den lavere finansielle gearing. Det formodes, at den stigende låneomkostning i 2010 er et klart signal om den globale finanskrisens indtræden. Afslutningsvis bemærkes det, at der over hele analyseperioden er skabt værdi gennem den finansielle gearing.

6.6 Delkonklusion

Den analyserede periode har været præget af opkøb. Da Falck blev taget af børsen, resulterede det i en investering på 3 mia. kr. i goodwill, som påvirker i periodens start. Herefter afslører analysen et konsekvent fokus på og arbejde med operationel excellence i Falck, hvilket bidrager til en positiv udvikling i slutningen af perioden.

Der har været ændringer i regnskabsstandarder, opgørelsesmetoder og gennemsigthedsniveauet. Disse ændringer må dog anses for naturlige, når virksomheden i analyse perioden er gået fra at være børsnoteret, til kapitalfondsejet, samtidig med at en væsentlig opkøbsaktivitet har øget koncernens størrelse.

⁵² Plenborg 179

Ændringen i afkastningsgraden har efter et fald i periodens start været positiv. Dette skyldes en positiv udvikling i såvel overskudsgrad som aktivernes omsætningshastighed.

Egenkapitalforrentningen har ligget omkring de 30 % i perioden, dog med udsving. I periodens slutning er den faldet til 29 %, hvilket skyldes en faldende gearing. Da der eksisterer et positivt spread, vil en faldende gearing have en negativ effekt på egenkapitalforrentningen.

7. Budgettering

Budgettering af Falcks forretningsområder danner grundlag for den estimerede værdi af virksomheden. Viden fra den strategiske analyse vil sammen med den historiske udvikling i rentabiliteten bidrage til udarbejdelsen af budgettet.

7.1 Budgetperiode:

Opbygningen af budgettet består af to dele, budgetperioden og terminalleddet. I budgetperioden budgetteres separat for hvert år, mens der i terminalleddet laves et budget, som forventes at være dækkende fra terminalleddets start og fremover. Budgetperioden er valgt som værende 5 år. Den relativt korte budgetperiode skyldes forfatterens vurdering og er begrundet med, at Falck ikke er en cyklisk virksomhed. Hvis dette var tilfældet, ville det være vigtigt, at budgetperioden dækkede hele cyklussen, men i Falcks tilfælde vurderes 5 år som dækkende for budgetperioden.

Falcks forretningsområder er mange og forskelligartede og derfor vil omsætningen blive budgetteret for hvert forretningsområde. Dette kan gøres, fordi Falck i årsrapporten selv har opdelt omsætningen pr. forretningsområde. Poster udover omsætningen vil blive budgetteret samlet for Falck.

7.2 Budgettering af nettoomsætning

I budgetteringsfasen er både den fremtidige omsætningsudvikling og niveauet for denne interessant. For at analysere udviklingen analyseres omsætningsdriverne. I Falcks tilfælde besværliggøres dette af de meget sammensatte forretningsområder, der hver især har adskillige drivere. Derfor bliver analysen af omsætningsudviklingen omfattende.

Desuden bliver en fastlæggelse af vækstens niveau en stor udfordring. Da hvert forretningsområde består af flere forskellige forretninger, f.eks. Assistance som er, autohjælp, alarmtjeneste, rejsehjælp og skadesservice, ses det ikke hvordan omsætningen fordeler sig mellem disse områder. Derfor kan en udvikling analyseres for området som helhed, hvorimod det ikke er muligt for de forskellige aktiviteter i det pågældende forretningsområde enkeltvis. For at løse dette problem benyttes de tilgængelige historiske data som en understøttende vejledning.

Budgetteringen er foretaget på de mest relevante poster, og mindre ubetydelige poster er udeladt. Det skyldes dels usikkerheden i et eventuelt estimat og dels ubetydeligheden af den pågældende post i helheden.

7.2.1 Redning

Aktiviteten på redningsområdet er opdelt i brandslukning og ambulancetjeneste. Derfor vil den fremtidige omsætningsvækst også være et resultat af udviklingen på disse to områder.

Ifølge beredskabsstyrelsens rapport⁵³ har der ikke været en entydig og markant udvikling i antallet af brande i Danmark, hverken påsatte eller tilfældige. Derfor er brandslukningstjenesten ikke påvirket af en udvikling på arbejdsmængden. Samtidig har der været en række mindre udbud af brandslukning i kommuner, hvoraf nogle er tabt og andre vundet, så på dette område vurderes omsætningsvæksten stabil.

I 2010 har Falck udvidet deres engagement indenfor industriel brandslukning blandt andet med købet af den britiske virksomhed Ressource Protection International⁵⁴. Via opkøbet har Falck udvidet deres kompetencer indenfor industriel brandslukning, og produktporteføljen er ligeledes udvidet. På dette område vurderes det, at Falck har et stort potentiale for omsætningsvækst. Indtil nu har Falck også formået at tiltrække kunder fra både luftfartsindustrien, bilindustrien, militæret, den kemiske og den atomare industri, hvilket signalerer en produktportefølje, der er bredt efterspurgt og bredt anvendelig. Falck bemærker også selv i 2010 årsrapporten, at virksomheden ser et stort vækstpotentiale i området.

Ovenstående sammenholdt med en forventet fremtidig ekspansion af brandberedskabsydelser i Sydeuropa og Latinamerika peger på en omsætningsvækst i Falcks brandslukningsdel.

Ambulancetjenesten er stærkt påvirket af ændringer i det politiske miljø, men samtidig påvirker udviklingen i demografi og folkesundhed også fremtiden for ambulancetjenesten. Som det er blevet fremvist tidligere i opgaven, under den strategiske analyse, er andelen af borgere i den vestlige verden over 65 år stigende. For Danmarks vedkommende er andelen af samme gruppe borgere i mindre landsbysamfund også stigende. Ældre borgere benytter sygehusvæsenet oftere end yngre, og på den baggrund vurderes det, at ovenstående udvikling vil forøge kundepotentialet og arbejdet for ambulancetjenesten fremover. Det øgede behov for patientbefordring understøttes af ønsket om færre centralt placerede sygehuse i f.eks.

⁵³ Redningsberedskabsstatistik 2010

⁵⁴ Falck Årsrapport 2010

Danmark. Når dette gennemføres, vil længden af den gennemsnitlige patientbefordring blive længere. Markedet vurderes derfor at stige de kommende år.

I fremtiden vil den prehospitale del af behandlingen få mere fokus. Netop den del af behandlingen varetager Falck. Fremover vil der kun være uddannede paramedicinere i ambulancerne i Danmark, hvilket er et klart skridt mod opprioritering af den prehospitale behandling. Falck er allerede nu i stand til at kommunikere fra ambulancerne til hospitalerne og er derfor med i udviklingen af det nye sygehusvæsen. Det udgangspunkt, sammensat med at Falck er EU's største udbyder af ambulancetjenester, vil tilvejebringe en omsætningsvækst.

Falcks opkøb af dele af ambulancetjenesten i USA er, ifølge Falck selv, tænkt som en platform for yderligere udvikling på det amerikanske marked. Det er selvom, Falck allerede er den tredje største operatør i USA. Både den organiske og tilkøbte vækst ventes at stige.

Selvom omsætningen ser ud til at vækste for Redningsområdet i 2011, er der dog andre parametre som peger i en mere negativ retning. I den strategiske analyse nævnes den nuværende Europæiske gældskrise som en usikkerhedsfaktor for både økonomiske og politiske forhold. Det vurderes, at den nuværende økonomiske usikkerhed vil bremse udliciteringsprocessen i Europa og tvinge offentlige instanser til forøget fokus på omkostningsniveauet. Når mængden af nye udbud minimeres, bliver det vanskeligt for Falck at vokse organisk, og samtidig vil øget fokus på omkostningerne komme til at påvirke Falcks indtjeningsgrundlag.

For området som helhed er der positive muligheder for vækst både organisk og tilkøbt, men det vurderes også, at de nuværende makroøkonomiske forhold i USA og Europa vil påvirke i en negativ retning. Derfor vil omsætningsvæksten være stabil men niveauet væsentlig lavere end historisk. Forklaringen på dette skal også findes i Falcks historisk mange opkøb de seneste år. Det vurderes, at virksomheden har brug for en konsolideringsfase, hvor de nye virksomheder indarbejdes i koncernen og effektiviseringsprogrammer igangsættes. Der er budgetteret med en vækst for budgetperioden startende på 6 % faldende til 4 %, og for terminalleddet er væksten på 3 %.

7.2.2 Assistance

I 2010 opnåede Falck en omsætningsvækst indenfor assistance på 13 %. Det var den højeste stigning i omsætningen de sidste 5 år. Væksten skyldes blandt andet en aftale med

TopDanmark om autohjælp til deres 200.000 kunder samt en hård vinter, som gav flere abonnementskunder i Danmark og Sverige. I Norge, Finland og Estland, hvor betaling sker fra gang til gang fik omsætningen også et løft grundet det hårde vintervejr.

Fremadrettet vurderes det, at omsætningen i assistance vil være stigende. Da forretningsområdet består af flere forskelligartede opgaver, vil der også være adskillige drivere af omsætningsvæksten. Den støt stigende bestand af danske personbiler gennem de sidste 18 år⁵⁵ forøger den potentielle kundesgruppe, ligesom det faktum, at Danmark har vest-Europas ældste bilpark, sikrer et behov for autohjælp⁵⁶. Udviklingen i bilparkens gennemsnitlige alder har samtidig slået rekord i 2010 set over en periode fra 1993 til 2010, og ifølge Danmarks Statistik bliver bestanden af personbiler endnu ældre i Danmark i 2011.

Kundetilfredsheden i Falcks autohjælp er høj, og kundeloyaliteten ligger på ca. 90 %⁵⁷. Den høje kundeloyalitet indikerer et solidt produkt og en meget lille risiko for kundeflugt. Samtidig har Falck primo 2011 begyndt et samarbejde med Gjensidige Forsikring i Norge, som dækker 700.000 bilister, og det forventes derfor at antal assistancer til nødstedte bilister i Norge, vil stige med mere end 40 %. Omsætningen på autohjælpsdelen forventes derfor at stige.

Falck alarm, ikke at forveksle med Falck Securitas, har måttet starte en alarm forretning helt fra bunden med 1 % markedsandel i 2009⁵⁸, mens G4S og Dansikring Direct tilsammen havde 89 % af markedet, fordelt med 74 til G4S⁵⁹ og de resterende 15 % til Dansikring Direct⁶⁰. I årsrapporten for 2010 skriver Falck, at hver tredje nye alarm er en Falck alarm. Udviklingen er derfor eksplosiv, og Falck alarm sigter efter en markedsandel langt over den ene procent, som var tilfældet i 2009. Samtidig ses en stigende andel af tyverier i villaer og lejligheder, hvilket øger usikkerheden og behovet for alarmer. Omsætningen på alarmdelen forventes derfor at stige⁶¹.

Assistance i hjemmet dækker også over boligredning, som er hjælp til oversvømmede kældre, bortfløjne tagsten og lign. Dette fungerer som en abonnementsordning, og for 500 kr. årligt er kunden sikret. Det vurderes, at den sidste hårde vinter og de voldsomme skybrud denne

⁵⁵ www.statistikbanken.dk – bil8

⁵⁶ www.autovejservice.dk

⁵⁷ www.beredskabsinfo.dk

⁵⁸ Magasinet Bedre Hjem nr. 5 2009

⁵⁹ www.G4S.dk

⁶⁰ www.alarmoversigten.dk

⁶¹ www.statistikbanken.dk

sommer vil få positiv indvirkning på antallet af abonnementer, som kan se fordelene i et sådant produkt. Samtidig er der en konstant klimadebat, som peger i retning af voldsommere vejr i fremtiden og dermed et øget behov for boligredning til usikre boligejere⁶². Den markante eksponering af voldsommere vejr vil også medvirke til sammen med ovenstående at skabe omsætningsvækst indenfor assistance på boligdelen⁶³.

Sidste område indenfor assistance er Falck Travelcare. Fra 2011 har Falck opstartet samarbejde med det danske forsikringsselskab Alka. Selskabets kunder vil fremover modtage rejseassistance gennem Falck Travelcare.

Baseret på ovenstående indikatorer vurderes det, at der i de kommende år vil være omsætningsvækst i forretningsområdet assistance startende med 5 % i budgetperioden, derefter gradvist faldende for i terminalleddet at være 2 %. Det vurderes, som i redningsområdet, at Falck vil få brug for en længere konsolideringsfase efter opkøb også på assistanceområdet. Senest med opkøbet af et svensk cykelforsikringsselskab.

7.2.3 Healthcare

Omsætningen i Falck Healthcare drives af samfundets ældreandel og samfundets rigdomsniveau. En stigende ældreandel vil udvide kundegruppen, og en stigende rigdom vil øge efterspørgslen efter private sundhedsordninger. Som vist tidligere i opgaven vil ældreandelen stige væsentligt, og velfærdsniveauet vil give grobund for privat efterspørgsel efter sundhedsordninger. Det forventes, at området vil opleve beskeden omsætningsvækst. Væksten er budgetteret til 4 % i 2011 faldende gradvist til 2 % i terminalleddet.

7.2.4 Training

Falck tilbyder rednings- og sikkerhedskurser til flere forskellige industrier. For at fastslå den fremtidige omsætningsudvikling indenfor Træning er det nødvendigt at undersøge fremtidsscenariet for de pågældende industrier.

Offshore vindmølleindustrien forventes ifølge MAKE consulting at stige gennemsnitligt med 43 % årligt frem til 2015⁶⁴. Rapporten påviser, at der vil komme et øget pres på værdikæden, hvilket også vil inkludere opsætning og installation af vindmøller. Derfor bliver det vigtigt at

⁶² www.dmi.dk

⁶³ Bog, "Fremtidens Klima" af Peter Bering

⁶⁴ www.make-consulting.com – Offshore project pipeline report

virksomhederne, hovedsageligt Vestas og Siemens med markedsandele på tilsammen 90 %, konstant råder over den nødvendige arbejdskraft med den nødvendige ekspertise. Det vurderes, at omsætningen fra træningsaktiviteter i vindmølleindustrien vil stige frem mod 2015 dog med faldende stigningstakt.

Falck Træning leverer også kurser og træning til olie- og gas industrien. Gennem det sidste årti har industrien oplevet stigende oliepriser, og med baggrund i den høje vækst i både Kina og Indien ser denne udvikling ud til at fortsætte. Desuden har den nuværende usikkerhed omkring Mellemøsten været medvirkende til stigende oliepriser. Det har gjort det økonomisk fordelagtigt for olie- og gas industrien at bore efter olie på større dybder. Det forventes at fremtiden vil byde på flere mindre boringer men med behovet for mere specialiseret og veluddannet personale. Samtidig vil oliekatastrofen i Den Mexicanske Golf formodentlig afføde yderligere miljømæssige krav og påkrævet uddannelse. Det voksende antal medarbejdere og nye miljøregulativer forventes at skabe et stigende behov for sikkerheds- og træningskurser. Omsætningen indenfor disse kurser vurderes at stige markant.

Omsætningsvæksten indenfor olieindustrien forventes at være faldende over tid på grund af en øget satsning på vedvarende energikilder.

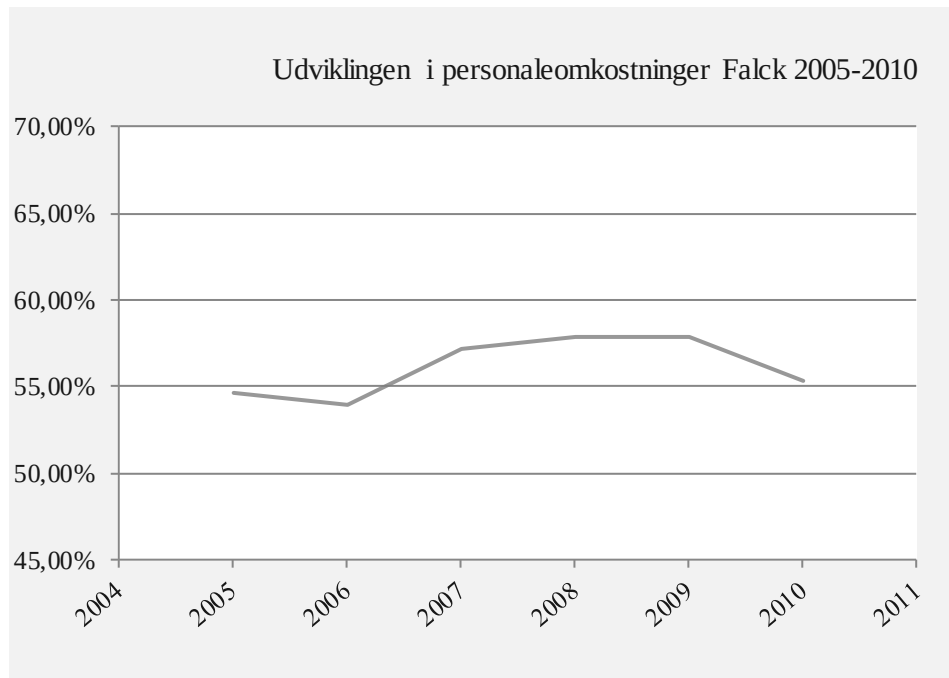
Der er budgetteret med en omsætningsvækst på 5 % i 2011, hvorefter den vil falde gradvist til 3 % i terminalleddet.

7.3 Omkostninger

Omsætningen er den eneste del af budgetteringen, som foretages fordelt på forretningsområder. Det er gjort for at fastholde samme regnskabsopbygning som årsrapporten og sikre sammenligneligheden med denne. Dertil findes ingen data på omkostningssiden fordelt over forretningsområder, hvilket ville besværliggøre budgetteringen og øge risikoen for forvrængede data. Omkostningerne i Falck er opdelt indenfor fire kategorier: Vareforbrug og fremmed assistance, Andre eksterne omkostninger, Personaleomkostninger og Afskrivninger. Nedenfor beskrives budgetteringen på hvert område. Generelt for Falck er, at tidligere regnskaber påviser en klar sammenhæng mellem omsætningen og udviklingen indenfor de enkelte omkostningsgrupper. Dette skyldes i høj grad arbejdets karakter.

7.3.2 Personaleomkostninger

Figur 20



Kilde: Egen tilvirkning

Som ovenstående figur 20 viser, er personaleomkostningerne på et historisk stabilt niveau, på hvad der svarer til 54-58 % af omsætningen. Fremadrettet vil der ikke komme ændringer i Falck, som markant ændrer behovet for personale til løsningen af de enkelte opgaver. Derfor må det forventes, at omkostningerne til personale stiger parallelt med omsætningen. Af den grund vil andelen af personaleomkostninger i 2011 være 56 % og gradvist stigende til 58 % i terminalleddet. Grunden til denne stigning er en forventning om, at Falck efter kapitalfondens salg vil opleve en omkostningsstigning. Op til Nordic Capitals salg af Falck er virksomheden blevet trimmet, og der er fokuseret på operationel excellence. På sigt forventes det ikke, at det lave omkostningsniveau kan fastholdes, derfor budgetteres med en mindre trinvis stigning over tid sluttende med 58 % i terminalleddet.

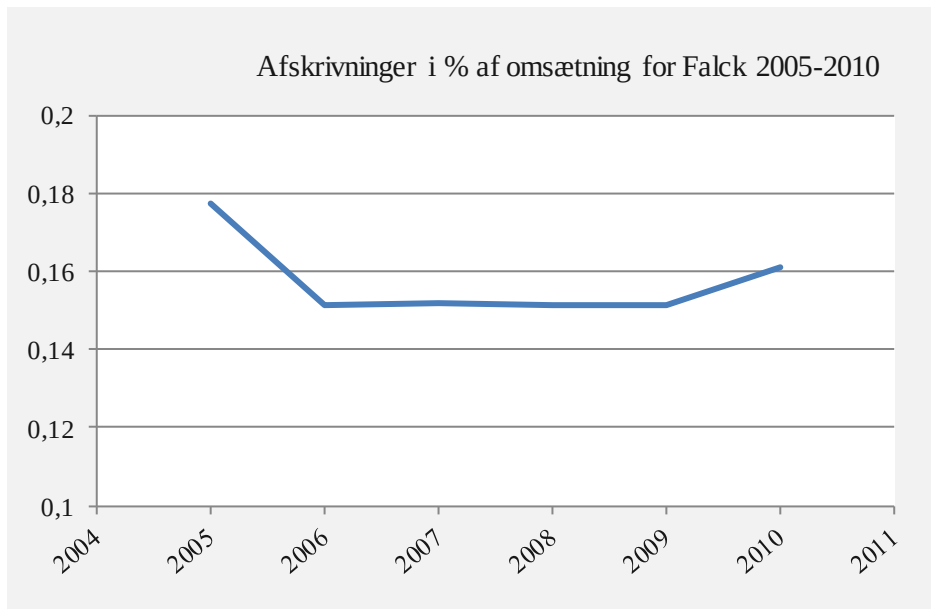
7.3.3 Andre eksterne omkostninger, Vareforbrug og fremmedassistance

I hele analyseperioden har omkostninger i disse to kategorier været en fast procentdel af omsætningen. I årsregnskabet afslører Falck ikke nærmere, hvilke konkrete omkostninger der gemmer sig bag disse artsopdelinger. Dog er der ikke nogen grund til at tro, at forholdet mellem omsætningen og nævnte omkostningsgrupper vil ændres mærkbart i fremtiden. Derfor fastholdes omkostningerne som en fast procentdel af omsætningen. Begge

omkostningsgrupper får løftet omkostningsniveauet 1-1,5 % i terminalleddet, hvilket skyldes de samme begrundelser som for personaleomkostningerne.

7.3.4 Afskrivninger

Figur 22: Udviklingen i afskrivninger



Kilde: Egen tilvirkning

I grafen ovenover ses en konstant udvikling over tid indenfor afskrivninger som procent af omsætningen. Der er ingen indikatorer på, at Falck i fremtiden vil blive mere eller mindre kapitaltung og kræve tilgang af en stigende mængde aktiver. Aktivernes omsætningshastighed er stigende, hvilket sænker afskrivningerne som procent af omsætningen, fordi Falck er i stand til at skabe større omsætning med færre aktiver. Dertil er der en konstant opkøbsaktivitet, som skaber yderligere afskrivninger. Af den grund vurderes det, at afskrivningernes andel af omsætningen vil forblive på et stabilt niveau. Afskrivningerne vil blive budgetteret på 16 % af omsætningen i både budgetperioden og terminalleddet.

7.4 Balanceposter

De materielle aktiver budgetteres som en procentdel af omsætningen. Den historiske andel af de materielle anlægsaktiver i relation til omsætningen er ca. 20 %. Der er ikke fundet begrundelse for at ændre markant ved denne sats i budgetteringen. De immaterielle anlægsaktiver er steget voldsomt gennem de seneste års adskillige opkøb. I budgettet vurderes de fremtidige perioder at byde på langt færre virksomheds overtagelser, hvilket også afspejles

i udvikling af de immaterielle anlægsaktiver. For 2011 budgetteres en stigning på 5 % for immaterielle anlægsaktiver, gradvist faldende til 1 % i 2015 for at fastlåses på 2015-niveau i terminalleddet. Der er ingen antagelse om kontinuerlig stigning i posten i terminalleddet. De kortfristede aktiver og driftsgælden budgetteres som en procentsats af omsætningen og udvikler sig derfor i samme retning som denne.

8. Værdiansættelse

8.1 WACC (Weighted cost of capital)

Ved brug af DCF-modellen til værdiansættelse anvendes WACC som diskonteringsfaktor. WACC er et samlet udtryk for långivernes og ejernes afkastkrav. WACC benyttes til tilbagediskontering af det fremtidige frie cash flow, som er til deling mellem kapitalindskyderne. Den endelige værdiansættelse vil være væsentlig påvirket af niveauet for WACC, hvilket specielt ses i terminalperioden grundet den lange tidshorisont. WACC beregnes efter følgende formel:

$$WACC = \frac{D}{V} k_d + \frac{E}{V} k_e$$

Formlens komponenter er:

$$\frac{D}{V} = \text{Fremmedkapitalsandel}$$

$$\frac{E}{V} = \text{Egenkapitalsandel}$$

$$k_d = \text{Fremmedkapitalsomkostninger}$$

$$k_e = \text{Ejernes afkastkrav}$$

Skatteelementet på fremmedkapitalen ses også ofte som et element i ovenstående formel, men i dette tilfælde indgår den allerede i fremmedkapitalomkostningerne og skal derfor ikke indgå igen.

8.2 Kapitalstruktur

En virksomhedskapitalstruktur er ikke statisk og ændres over tid. Derfor ville det være naturligt at budgettere en WACC for hvert år i budgetperioden. Dog er der valgt at benytte et fællesskøn for budgetperioden, for at skabe bedre overblik over de data der er brugt og en mere tilgængelig løsning. For at finde Falcks WACC skal kapitalstrukturen afdækkes. Markedsværdien på henholdsvis gælden og egenkapitalen skal bruges. Samtidig undersøges om den historiske udvikling, eller strategiske analyse peger mod en ny kapitalstruktur i budgetperioden.

Gældens bogførte værdi har været stabilt faldende over de seneste fem år med en middelværdi på 3 mia. DKK. Det vurderes, at den bogførte værdi af gælden kan bruges som et estimat over gældens markedsværdi..

Udviklingen i Falcks kapitalstruktur har gået mod mere egenkapital og mindre fremmedkapital. Over de seneste 6 år er fremmedkapitalandelen faldet fra 86 % til 62 %. Ved børsnoterede virksomheder kan markedsværdien af egenkapitalen beregnes ud fra aktiekursen. Hvor dette ikke er tilfældet, kan kapitalstrukturen vurderes ud fra sammenlignelige selskaber. Ingen af de to fremgange er tilgængelige i dette tilfælde. I 2009 begyndte Falck arbejdet med en børsintroduktion. Børsintroduktionen blev ikke gennemført pga. markedsf forholdene på daværende tidspunkt, men selskabet var gjort klar til en børsintroduktion. Derfor vurderes det, at den nuværende kapitalstruktur både er tilfredsstillende for markedet og samtidig er et estimat for den fremtidige kapitalstruktur. Således vurderes det, at den fremtidige kapitalstruktur vil blive fastholdt på niveauet opnået i klargøringsprocessen til salg. Egenkapitalandelen vil være 40 %, mens fremmedkapitalandelen vil være 60 %. Dette er de bogførte værdier i 2010. Minoritetsinteresserne er medtaget i egenkapitalen ud fra den betragtning, at deres risiko og afkastkrav er sammenlignelige med aktionærernes.

8.3 Fremmedkapitalomkostninger

Fremmedkapitalens omkostninger er en kombination af den risikofrie rente og markedsriskopræmien.

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

Formlens ukendte komponenter er:

$$r_s = \text{Selskabsspecifik risikotillæg}$$

De resterende komponenter er gennemgået tidligere.

For at finde den risikofrie rente tages udgangspunkt i den 10 årige danske statsobligation. Obligationens løbetid er foretrukket på 10 år for at sikre en hvis konsistent mellem løbetiden på cash flow og obligationen. Derfor er den et-årige obligation fravalgt som input til den

risikofrie rente. Den risikofrie rente var d. 30. juni 2011 for ti-årige danske statsobligationer 3,22 %⁶⁵.

Det har ikke været muligt at indhente risikovurdering eller kredit rating af Falck. Ifølge ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde” af Thomas Plenborg anvendes ofte et risikotillæg på mellem 0,25 % og 4 %. Det vurderes, at Falcks risiko er moderat og derfor fastlægges risikotillægget til 2,5 %.

Selskabsskatteprocenten er 25 %.

Derved bliver Falcks fremmedkapitalomkostning lig:

$$k_d = (0,0322 + 0,025) * (1 - 0,25) = 4,29$$

Fremmedkapitalomkostningen beregnes efter skat, fordi de cash flow som skal tilbagediskonteres også er efter skat cash flow.

8.4 Ejernes afkastkrav

CAPM-modellen benyttes til beregning af ejernes afkastkrav.

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

Formlens ukendte komponenter er:

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

β = *Beta (systematisk risiko)*

Den risikofrie rente, der benyttes, vil stadig være baseret på en 10 årig dansk statsobligation. Grundtanken i CAPM-modellen er, at den del af risikoen, der ikke kan elimineres gennem diversifikation (systematisk risiko), skal indgå i prisdannelsen af aktien, mens den del, der kan diversificeres væk (usystematisk risiko), ikke skal indgå. Den systematiske risiko måles af beta. Beta er et relativt risikomål, fordi risikoen for virksomheden måles i forhold til risikoen på det samlede marked. For børsnoterede selskaber kan beta beregnes med udgangspunkt i de historiske kurser. Denne fremgangsmåde er dog ikke mulig her. De unoterede selskaber, som Falck, kan fremskaffe beta på to forskellige måder. Først kan der benyttes beta-værdier fra sammenlignelige børsnoterede selskaber. Senere i afhandlingen forklares det hvorfor det er

⁶⁵ www.omx.dk

meget vanskeligt at finde sammenlignelige selskaber for Falck, men for nu fravælges denne mulighed med tanke på et mangelfuldt og ikke til problemstillingen dækkende materiale. Det efterlader kun common sense betragtningen som eneste tilbageværende redskab til at finde beta-værdien for Falck med.

Common sense betragtningen bygger på et indgående kendskab til virksomheden og branchen. Efter arbejdet med værdiansættelsen er denne indsigt opnået. Den samlede beta-værdi besluttet på baggrund af den driftsmæssige og den finansielle risiko. Det vurderes, at Falcks driftsmæssige risiko er neutral, og ligeledes vurderes det, at den finansielle risiko er neutral. På den baggrund vil beta-værdien være tæt ved 1. Den konkrete beta-værdi for Falck fastlægges via common sense betragtning til 0,96. Dette niveau understøttes af Aswath Damodaran fra Stern School of Business i New York. Han vurderer 3 kategorier med relation til Falck; Healthcare, Medical Services og Medical Supplies. Samtlige betaværdier er i intervallet 1,02 – 0,88.

Historisk har markedsrisikotillægget i Danmark ligget på ca. 3 %, mens det i USA har ligget noget højere⁶⁶. I denne afhandling vil risikotillægget være 5,5 %. Udgangspunktet er ca. 3 %, og dette hæves 1,5 % pga. Falcks forretninger spredt på adskillige geografiske markeder. Dertil hæves risikotillægget med 1 % yderligere for at tage højde for den illikviditet, der vil være ved opkøb af Falck aktier, da de ikke er børsnoteret.

8.5 Delkonklusion WACC beregning

Dermed bliver ejernes afkastkrav lig:

$$k_e = 0,0322 + 0,96(0,0864 - 0,0322) = 0,0842$$

Baseret på ovenstående vil WACC for Falck blive:

$$WACC = 0,6 * 0,0429 + 0,4 * 0,0842 = 0,05,9$$

WACC for Falck er 5,9 %.

8.6 Værdiansættelse med DCF-modellen

Da budgettet nu er lagt i hele budgetperioden og terminalperioden, kan de fremtidige pengestrømme beregnes. De budgetterede betalingsstrømme tilbagediskonteres med den

⁶⁶ Fagligt notat af Thomas Plenborg

beregnete wacc, og derved fremkommer nutidsværdien af Falck. Budgetperiodens længde er afhængig af, hvornår Falck vil opnå et steady-state situation. Det vurderes, at Falcks budgetperiode bør være 5 år.

Ved brug af DCF-modellen udgør terminalleddet ofte en stor del af den samlede værdi, fordi modellen forventer at virksomheden fortsætter driften i al fremtid, hvilket skaber store fremtidige pengestrømme i terminalperioden, som er al fremtid. Derfor bør budgetforudsætningerne i terminalleddet også afstemmes, så de er realistiske. Det betyder blandt andet, at væksten ikke kan stige voldsomt, eller at afkastet på den investerede kapital ikke kan være højere end wacc i terminalleddet. Nedenfor er vist værdiansættelsen af Falck A/S. Da det er Falcks egenkapital som værdisættes, kan den samlede værdi fordeles pr. aktie for at finde den forventede aktiekurs.

DKK mio.kr.	Budgetperiode				Terminalperiode	
	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Assistance	2.594	2.697	2.792	2.875	2.962	3.021
Redning	5.124	5.406	5.676	5.932	6.169	6.385
Healthcare	1.244	1.287	1.332	1.379	1.420	1.449
Træning	1.006	1.056	1.098	1.142	1.188	1.224
Andre	-	-	-	-	-	-
Eliminering	-1.244	-1.418	-1.616	-1.843	-2.101	-2.395
Nettoomsætning	8.724	9.029	9.282	9.486	9.638	9.683
Andre driftsindtægter, primær drift	33	34	35	36	37	37
Bruttoresultat	8.757	9.063	9.318	9.522	9.675	9.720
Vareforbrug og fremmed assistance	-1.095	-1.178	-1.211	-1.285	-1.306	-1.361
Personaleomkostninger	-4.904	-5.166	-5.404	-5.523	-5.612	-5.638
Andre eksterne omkostninger	-1.620	-1.722	-1.770	-1.857	-1.887	-1.886
Udbytte af kapitalandele i tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	-	-
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	1.138	997	932	857	871	836
Afskrivninger	-275	-284	-292	-299	-304	-305
Amortisering af immaterielle aktiver	-45	-46	-46	-47	-47	-47
Resultat af primær drift (EBIT)	818	667	593	512	520	484
Skat af primær resultat	-229	-187	-166	-143	-146	-135
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	589	480	427	368	374	348

	Værdi	DCF-modellen					
		2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
NOPAT		589	480	427	368	374	348
+Af- og ned.		320	330	339	345	351	352
Ændring i arbejdskapital		-183	64	53	43	32	9
Cash flow drift		726	874	819	756	757	710
Ændring i anlægsinvesteringer		-521	-117	-107	-97	-87	-9
Frie Cash Flow		205	757	712	659	670	700
Diskonteringsfaktor		0,944	0,892	0,842	0,795	0,751	
Pv af FCF		193	675	599	524	503	
Sum	2.495						
Terminal værdi	8.914						11.872
Enterprise value	11.409						
Nettorenbærende gæld	-2.929						
Værdi af egenkapital pr. 1/1 2011	8.480						
Værdi af egenkapital pr. 30/6 2011	8.836						
ROIC		11%	9%	7%	6%	6%	6%

Som det fremgår af ovenstående figur, er den samlede værdi af Falck 8,8 mia. kr., og med 92.518 tusinde aktier⁶⁷ i omløb svarer det til en pris pr. aktie på 95,5 kr.

Denne pris er ca. 1 mia. kr. højere, end hvad Falck i foråret 2011 blev solgt for. Efter klargøring til børsintroduktion valgte Nordic Capital at aflyse arrangementet, og senere solgte kapitalfonden aktierne til Lundbeckfonden og Kirkbi fonden. Salgsprisen i denne handel har ikke haft nogen indflydelse på denne afhandling, eller de konklusioner der er draget i denne. Alligevel beskrives forskellen her, så læseren ikke skal være i tvivl om forfatterens viden vedrørende førømtalte transaktion. Prisforskellen kan findes i flere parametre. Af disse vil de vigtigste blive nævnt her. Tidspunktet for værdiansættelsen er ikke ens, hvilket vil betyde ændringer. Samtidig må det formodes, at kapitalfonden var interesseret i at frasælge Falck, og derfor var villig til at indgå en favorabel pris for køber. Grunden hertil skal findes i kapitalfondens organisering og korte ejerskabsperiode. Sidst kan fondenes mulighed for due diligence i forbindelse med salget have givet dem informationer, som ikke har været tilgængelige for forfatteren af denne afhandling.

8.7 Følsomhedsanalyse

Ovenstående værdiansættelse af Falck bygger på tidligere beregnede estimer. Som investor er det interessant at se, hvorledes værdiens følsomhed overfor ændringer i bestemte parametre ser ud. Estimerne i denne værdiansættelse er beregnet eller fastlagt med baggrund i de

⁶⁷ Falck Årsrapport 2010

foregående analyser af regnskabet såvel som strategien. Da det ikke er muligt at forudsige fremtiden med nøjagtighed, vil der altid være en risiko for, at virkeligheden ændrer sig over tid. Derfor er en følsomhedsanalyse nødvendig.

Adskillige parametre vil, hvis de ændres, have indflydelse på den endelige værdi af Falck. Denne afhandling fokuserer på de estimer, der er behæftet med den største usikkerhed, og som vil få stor prisseffekt ved ændring. Af den grund vil værdien blive testet for følsomheden overfor ændringer i WACC og vækstforventningerne i budgettet. Samtlige pengestrømme tilbagediskonteres med wacc, og derfor er det relevant at se hvordan ændringer deri påvirker værdien. Væksten i omsætningen er vanskelig at vurdere og derfor også interessant at se på følsomheden af. Vækstforventningerne i nedenstående analyse reguleres således, at alle fire forretningsområders vækst enten stiger eller falder det i tabellen angivne. F.eks. ved 1 % stigning er der tale om, at alle fire områder får et vækstmål 1 procent højere end budget men stadig forskellige vækstmål.

Figur 24

Følsomhedsanalyse

		Væksten i terminalperioden				
		-2	-1	0	+1	+2
WACC	4,9	11,076	11,216	11,355	11,495	11,634
	5,4	9,732	9,855	9,979	10,102	10,226
	5,9	8,615	8,726	8,836	8,947	9,057
	6,4	7,674	7,773	7,873	7,972	8,072
	6,9	6,869	6,959	7,049	7,139	7,229

Følsomhedsanalysen viser læseren ændringen i Falcks værdi som følge af ændringen i enten wacc eller væksten i terminalperioden. Ud fra figur 24 ses klart, at værdien er langt mere følsom overfor ændringer i WACC end ændringer i terminalperiodens vækst. En ændring i væksten på 5 % for en given WACC ændrer værdien med højst 0,6 mia. kr. Derimod ændrer værdien sig med ca. 4 mia. kr. ved ændringer i WACC for en given vækst i terminalleddet. Analysen illustrerer de risici, der er forbundet med at investere i Falck under de, i afhandlingen, givne forudsætninger. Hvis investor er usikker på den fremtidige WACC, vil det skabe større usikkerhed, end hvis investor er usikker på væksten i terminalleddet. Det ses jo ovenfor, at ændringer i WACC bidrager langt mere til værdiændringer i DCF-modellen.

Ovenstående figur giver også et indblik i, hvorfor der ofte er markante forskelle i værdiansættelsen af virksomheder de enkelte analytikere imellem.

8.8 Peer Group og Multipelanalyse

Falcks unikke sammensætning af forretningsområder har forhindret forfatteren i at finde sammenlignelige virksomheder. Resultatet af søgninger på bl.a. Bloomberg gav ingen sammenlignelige virksomheder. Dette viser såvel en styrke som svaghed for Falck. Styrken ligger i, at Falck beskæftiger sig med et marked, som ingen andre direkte forsøger at erobre, derimod kan det være svært for investor at vurdere risikoen ved virksomhedens drift.

Hvis sammenlignelige virksomheder var fundet og en peer group etableret, ville det være fordelagtigt at udarbejde en multipelanalyse og sammenligne nøgletal mellem Falcks og dets peers. Dette har dog ikke været muligt.

9. Konklusion

Afhandlingens formål har været at værdiansætte Falck koncernen pr. 30. juni 2011. For at nå dertil indeholder afhandlingen en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, som begge danner grundlaget for budgetteringen.

Den strategiske analyse konkluderer at Falck består af en unik portefølje af forretningsområder. Dette giver virksomheden en unik position på markedet, ligesom Falck på flere af deres forretningsområder er blandt de største aktører i Europa såvel som verden. Den store diversifikation i arbejdsområder har en indbygget risiko for at miste strategisk fokus for den samlede koncern og træffe ineffektive beslutninger pga. en uoverskuelig organisation. Samtidig betyder positionen i hvert forretningsområde, at Falck er blandt de markedsledende virksomheder og derigennem har et solidt grundlag for at udnytte vækstmuligheder og grundfæste deres markedsposition. Falcks hovedkompetence skal findes i evnen til at drive privat virksomhed i tæt relation til det offentlige. Dertil har virksomheden opbygget en vidensbase, som gør dem i stand til at videreudvikle på det eksisterende produktsortiment og skabe nye konkurrencedygtige produkter.

Gennem de seneste år er Falck blevet en global virksomhed med deraf følgende uafhængighed af de enkelte lokale geografiske markeder, om end Skandinavien, og i særdeleshed Danmark, stadig tegner sig for en væsentlig del af omsætningen. I takt med at omsætningens afhængighed af enkelte lande er mindsket, er en anden risiko steget. Falck er i dag aktiv i lande med et markant anderledes styre, end hvad der findes i Skandinavien, her tænkes på Brasilien, Trinidad, Rusland, Indien, Vietnam for blot at nævne nogle.

Regnskabsanalysen viser en virksomhed i konstant vækst gennem de seneste år. Dog er store dele af væksten tilkøbt, hvilket har sat sit aftryk på både afkastningsgrad og overskudsgrad. De seneste år har begge parametre, sammen med aktivernes omsætningshastighed dog været stigende. Gældsfinansieringen er faldende, og med et positivt spread vil egenkapitalforrentningen dermed også være dalende, hvilket sås i regnskabsanalysen.

Omsætningen er budgetteret på de enkelte forretningsområder for at skabe den højeste grad af gennemsigtighed i budgettet og samtidig se effekten af forskellige samfundsmæssige udviklinger.

Følsomhedsanalysen viser mærkbare udsving i værdien ved ændringer i WACC, mens ændringer i væksten i terminalleddet ikke påvirker værdien nævneværdigt. Dette viser, hvor stor usikkerheden er for værdiestimatet ved ændringer i WACC, men ændrer ikke ved den endelige konklusion og værdiansættelse.

Da Falck ikke er børsnoteret, kan der ikke gives en købs- eller salgsanbefaling ud fra værdiansættelsen. Derimod kan afhandlingen give et billede af, hvordan Falck har udviklet sig som virksomhed i perioden siden 2005, hvor virksomheden blev afnoteret. Afhandlingen giver et øjebliksbillede strategisk og regnskabsmæssigt af Falck, mens virksomheden fortsætter sin udvikling af de unikt sammensatte forretningsområder.

Det bliver interessant at følge Falcks udvikling i årene fremover. I foråret 2011 skiftede Falck ejer idet Nordic Capital solgte deres aktier til Lundbeckfonden og Kirkbi fonden. I de kommende år vil det vise sig, om de nye ejere er i stand til at videreføre den nuværende udvikling.

10. Litteraturliste

Aviser & Blade

1. Bedre Hjem nr. 5, 2009

Bøger

2. *Kapitalfonde – rå pengemagt eller aktivt ejerskab*, 1. udgave, 2007, Robert Spliid
3. *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*, 1. udgave, 2005, Thomas Plenborg og Christian Petersen
4. *Principles of corporate finance*, udgave Richard A. Brealey, Stewart C. Myers og Franklin Allen
5. *Fremtidens klima*, 1. udgave 2011, Peter Bering
6. *Valuation*, 5. udgave, 2010, Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels
7. *Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed*, 1. udgave 2004, Michael Møller & Niels Christian Nielsen

Internet

8. www.falckteknik.dk
9. www.falck.com
10. www.falckhealthcare.dk
11. www.healthcaredanmark.dk
12. www.omx.dk
13. www.dmi.dk
14. www.G4S.dk
15. www.ug.dk
16. www.damodaran.com
17. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
18. www.si-folkesundhed.dk
19. www.alarmoversigten.dk
20. www.autovejservice.dk
21. <http://bricksite.com/beredskabet/tekst>
22. www.beredskabsinfo.dk
23. www.dst.dk

- 24. www.statistikbanken.dk
- 25. www.e-campus.dk
- 26. www.make-consulting.com

Rapporter & Notater

- 27. ”Investeringer i fremtidens sygehusvæsen” udgivet i 2007 af Danske Regioner
- 28. Kvartalsoversigt nr. 1 2006, udgivet af Nationalbanken
- 29. Falck Årsrapporter 2005-2010
- 30. ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele” af Thomas Plenborg og Jacob Gruelund, 2002.
- 31. ”Redningsberedskabsstatistik 2010”, af Beredskabsstyrelsen

Databaser

- 32. Infomedia
- 33. Bloomberg

11. Figuroversigt

1. Opgavens struktur
2. Omsætnings- og nøgletalsoversigt fordelt på forretningsområder
3. Omsætnings- og nøgletalsoversigt fordelt geografisk
4. Aldersopdelt befolkningsudvikling i Danmark frem til 2050
5. Reformuleret resultatopgørelse for Falck koncernen
6. Reformuleret balance for Falck koncernen
7. Afskrivninger
8. Den effektive skattesats for Falck
9. Note 4; Særlige poster, netto
10. Note 6; Udskudt skatteaktiv
11. Note 10; Anden gæld
12. Du Pont Pyramiden
13. Nøgletalsoversigt for Falck
14. Grafisk fremstilling af afkastningsgradens udvikling over tid
15. Grafisk fremstilling af overskudsgradens udvikling over tid
16. Grafisk fremstilling af aktivernes omsætningshastighed og udviklingen deraf over tid
17. Trendanalyse – indeksering og common-size analyse af resultatopgørelsen
18. Trendanalyse – indeksering og common-size analyse af balancen
19. Tabel over egenkapitalforrentningen
20. Tabel over egenkapitalforrentningen nedbrudt på underliggende nøgletal
21. Graf over udviklingen i personaleomkostninger over tid
22. Graf over udviklingen i afskrivninger over tid, som % af omsætning
23. DCF-analyse for Falck
24. Følsomhedsanalyse

12. Bilagssamling

Bilag 1: Introduktion til Nordic Capital

Bilag 2: Gennemgang af de værdiskabende redskaber kapitalfonde anvender i porteføljeselskaber generelt.

Bilag 1

Nordic Capital - Fondsbeskrivelse

I det følgende gives der en kort beskrivelse af Nordic Capital.

Nordic Capital blev grundlagt i 1989. Geografisk er selskabet placeret på Jersey i Atlanterhavet med rådgivningsenheder i København, Frankfurt, London, Stockholm, Oslo og Helsinki. På kontoret i København sidder 5 medarbejdere, med baggrunde indenfor management konsulentbranchen, investment banking, finansiering og teknologi. Investeringsrådgiverne på de forskellige kontorer omfatter kompetencer med private equity investeringer, fusioner og opkøb. Derudover har fonden et omfattende eksternt netværk af eksperter.

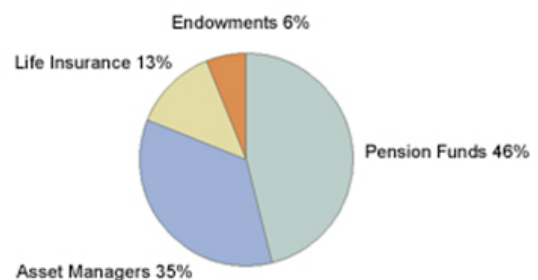
Siden oprettelsen af den første fond tilbage 1990 med et kapitaltilsagn på 55 millioner EUR, har virksomheden oplevet en kraftig stigning i kapitaltilsagn. Ved oprettelsen af den syvende fond i 2008 var kapitaltilsagnet på 4300 millioner EUR. Udviklingen ses nedenfor sammen en geografisk fordeling af investorer til den syvende fond.

Fund	Year	Committed capital
Fund I	1990	EUR 55 m
Fund II	1993	EUR 130 m
Fund III	1998	EUR 350 m
Fund IV	2000	EUR 780 m
Fund V	2003	EUR 1,500 m
Fund VI	2006	EUR 1,900 m
Fund VII	2008	EUR 4,300 m

Investors in Nordic Capital Fund VII by geography



Investors in Nordic Capital Fund VII by type of investor



Nordic Capitals investeringsfokus er primært rettet mod investeringer i store og mellemstore nordisk baserede virksomheder. Fonden søger at skabe værdi i porteføljeselskaber ved et aktivt ejerskab med fokus på strategisk udvikling og operationelle forbedringer. Nordic Capitals værdiskabelse er kendetegnet ved grundig evaluering af industriens attraktivitet i hvilken target virksomheden opererer med særligt fokus på virksomhedens konkurrencemæssige placering, grundig due diligence samt en klar overtagelsesplan.

Fonden fokuserer primært på industrier og sektorer med et stærkt sundheds element, hvor der eksisterer mulighed for industrielle kombinationer, strategisk re-positionering, international ekspansion og operationelle forbedringer af driften.

Bilag 2

Kapitalfondes værdiskabende faktorer

I bestræbelserne på at analysere de metoder Nordic Capital har benyttet til værdiskabelse i Falck er en dybere teoretisk gennemgang vigtig. Det vil samtidig give mulighed for at se hvor casen afviger henholdsvis sammenfalder med teorien.

Værdiskabelsen kan ske i 3 faser: Opkøbsfasen, ejerskabsfasen og exitfasen (Berg & Gottschlag 2003). I opkøbsfasen vil værdiskabelsen ikke ske via tiltag i porteføljeselskabet, men gennem kapitalfondens evner hovedsageligt som værdiansætter. Værdiskabelsen i denne fase bærer fællesbetegnelsen ”value capturing”. Det skyldes at der ikke er tale om skabelsen af merværdi i porteføljeselskabet. I stedet realiseres selskabets eksisterende værdi gennem forskellige tiltag. Værdiskabelsen i opkøbsfasen kommer fra finansiell arbitrage, f.eks. asymmetrisk information vedr. markedet eller porteføljevirkomheden, en mere retvisende værdiansættelse af de enkelte aktiver i porteføljeselskabet, en mere retvisende værdiansættelse af det samlede porteføljeselskab, asymmetrisk information om udviklingen de multipler branchen handles til og sidst kapitalfondens ekspertise indenfor virksomhedshandel som gør den istand til at opnå fordelagtige overtagelsespriser. De redskaber kapitalfonden anvender i ejerskabsfasen bærer fællesbetegnelsen ”value creation”. Det skyldes at kapitalfonden i denne fase ændrer selskabet og derved Ejerskabsfasen er kendetegnet ved kapitalfondens direkte indgreb i virksomheden via finansielle restruktureringer, forøgelse af den operationelle effektivitet, øget strategisk fokus og forbedret governance. I exitfasen er der igen tale om ”value capturing” og de værdiskabende faktorer er de samme som fra opkøbsfasen.

Nedenstående gennemgang vil fokusere på en præsentation og diskussion af de redskaber kapitalfonde bruger til at skabe værdi i ejerskabsfasen ”value creation” og ikke på den værdi der skabes i opkøbs- eller exitfasen. Der vil dog blive en kort gennemgang af teorien på dette område sidst i afsnittet.

Governance

Et bærende element i kapitalfondes værdiskabelse er en forbedret governance. Først og fremmest skal dette sikre en reduktion i principal-agent problemet. Principal-agent problemer opstår, når agenten, (ledelsen) agerer i modstrid med principalens (aktionærernes) interesser. For at eliminere disse problemer kan to redskaber benyttes. Kapitalfonden kan udøve aktivt ejerskab og derved minimere overvågningsomkostningerne, eller skabe stærke incitamenter for ledelsen til at handle i overensstemmelse med aktionærernes, heriblandt kapitalfondens, interesser.

Aktivt ejerskab

I det øjeblik en kapitalfond køber en ny porteføljevirkksomhed koncentrerer ejerskabet omkring få aktionærer. Oftest vil kapitalfonden være majoritetsaktionær. Dette medfører flere fordele. Ofte vil kapitalfonden udskifte de bestyrelsesmedlemmer der ikke er kvalificerede enten fordi deres viden er mangelfuld eller deres erfaring ikke er relevant i porteføljevirkksomhedens fremtidige udvikling. I stedet indsætter kapitalfonden deres egne folk. Den større ejerskabskoncentration med få ejere leder til en mere aktiv bestyrelse og derigennem en tættere overvågning.

En aktiv bestyrelse har langt bedre handlemuligheder i forbindelse med ledelsesmæssig ineffektivitet. Hvis der er utilfredshed med ledelsens resultater bliver de umiddelbart afsat. Det skaber et større pres på ledelsen og derigennem et klart incitament til at handle efter bestyrelsens ønsker. Kapitalfonde benytter det aktive ejerskab, hvilket flere undersøgelser har vist. De fandt at en tredjedel af CEOs i porteføljevirksomhederne bliver erstattet indenfor de første 100 dage og indenfor 4 år er to tredjedele er samtlige CEOs erstattet.

Den aktive bestyrelse løser og problemer der kunne opstå med bestyrelsens brug af frynsegoder. Hvis ejerskabet er spredt vil ejerkredsen ikke opnå den samme overvågning pga. free-rider problemet (Møller & Nielsen 2004). Det skyldes at, ved spredt ejerskab vil overvågning være omkostningstungt og derudover være yderst tidskrævende. Dertil skal lægges at aktionærens gevinst ved overvågning vil skulle deles blandt alle aktionærerne og på den måde vil der kun være lidt tilbage. Den enkelte aktionær kan altså blot opnå en mindre gevinst og da processen både er tidskrævende og omkostningstung skabes ikke incitament blandt enkelte aktionærer, under spredt ejerskab, til at overvåge ledelsen. Dette er free-rider problematikken. Denne problematik undgås når ejerkredsen er samlet og skaber en aktiv bestyrelse.

Medejerskab og incitamentsstruktur

Ved en kapitalfonds overtagelse af en porteføljevirkksomhed vil ledelsens medejerskab blive behandlet. Kapitalfonden ønsker at ledelsen investerer store summer i selskabet og derved får en betydelig ejerandel. Hvis ledelsen ikke har i sinde at følge dette ønske vil de oftest blive tvunget til det. I det tilfælde vil kapitalfonden sætte medejerskab for et bestemt beløb som kravet for at ledelsen kan fortsætte efter overtagelsen. Investeringen i medejerskabet skal have en betydelig effekt på ledelsen økonomiske situation. Hvis finansieringen er besværlig at skaffe kan kapitalfonden i enkelte tilfælde selv bidrage med lån til ledelsen. Efter en overtagelse vil ledelsen som regel kunne høste en økonomisk gevinst. For at ledelsen kan blive i førersædet er det ofte denne gevinst og mere til der skal investeres i selskabet. Denne konstruktion sikrer at kapitalfonden og ledelsen har samme incitamentsstruktur og mindsker derved behovet og omkostninger til overvågning af ledelsen. Når ledelsen nu er medejer har de mulighed for at opnå en stor gevinst hvis virksomheden drives effektivt og et stort tab når det modsatte er tilfældet. Konstruktionen skal direkte øge den personlige omkostning ved ineffektivitet og fjerne incitamentet til at skulke arbejdsindsatsen.

Uden medejerskab og med en fast løn kan ledelsen være mindre villig til at foretage ubehagelige valg overfor medarbejderne og lokalsamfundet, herunder nødvendige fyringsrunder, flytning af produktion til andre landsdele eller udlandet og lign. Der opstår altså en situation hvor ledelsens mål ikke udelukkende er at skaffe et øget afkast til aktionærene, men hvor andre forhold, som ikke er relevante for aktionæren, påvirker beslutningstagen i virksomheden (Møller og Nielsen 2004).

Gennem medejerskab får ledelsen incitament til kontinuerligt at lokalisere besparelsemuligheder og uudnyttede indtjeningsområder i virksomheden. Ledelsen står nu i en situation hvor både deres finansielle og menneskelige kapital er investeret i virksomheden. Dette kaldes ”double lock-in” og betegner den udiversificerede position ledelsen vil indtage når så stor en del af deres værdier er investeret i samme virksomhed. Når ledelsen befinder sig i denne situation vil de være stærk motiverede til at kæmpe for virksomheden. Derudover kan vi forvente at ledelsen vil identificere sig stærkere med virksomheden som medejere end som lønmodtagere. Dette er medvirkende til at nå målsætningen om at skabe enslydende incitamenter hos aktionærer og ledelse.

Medejerskab der resulterer i "double lock-in" og derved skaber den udiversificerede portefølje for ledelsen kan dog også resultere i yderligere ineffektivitet. Ledelsen kan blive risikoavers, som følge af deres udiversificerede investering i virksomheden, hvilket kan lede til at beslutninger træffes ud fra et ønske om at mindske risiko uden hensyntagen til aktionærernes afkast. Ledelsen kan forpasse fordelagtige investeringer med positiv nutidsværdi for at undgå risiko og derved både sænke virksomhedens udvikling og afkast.

Toplevelsens medejerskab er et værktøj til at ændre det incitament som ledelsen har. Ofte er den nye ejer dog også interesseret i at skabe en sammenhængende incitamentsstruktur ned gennem virksomheden. For at opnå det bliver lønnen gjort præstationsafhængig for et stort antal medarbejdere også udenfor topledelsen. Dette kræver også at målingssystemer indføres da resultaterne af disse skal bruges i lønberegninger til medarbejderne og ledelsen. Målingssystemer og lønkontrakter udvikles så til sammen at understøtte opnåelsen af de af ledelsen fastlagte mål for virksomheden.

Medejerskabet påvirker incitamentsstrukturen for ledelsen. Præstationsafhængige lønkontrakter påvirker medarbejdernes daglige handlinger. Ovenover har vi dog også gennemgået at ledelsen kan blive risikoavers i en situation hvor deres formue ikke er veldiversificeret grundet store investeringer i virksomheden. Dette er en risiko ved medejerskab da ledelsen skal stille med store investeringer. Derfor er det også interessant at se på empiriske data for at fastlægge sammenhængen mellem medejerskab og ledelsens performance.

Det empiriske bevis på at redskabet virker er leveret af en forsker ved navn Wright. Han finder at incitamenter via medejerskab og fejlslagne kapitalfondsopkøb er negativ korrelerede. Der er på den baggrund empirisk bevis for at redskabet fungerer og kan modvirke fejlslagne kapitalfondsopkøb via de beskrevne incitamentseffekter gennem medejerskab.

Finansiell restrukturering

Når et porteføljeselskab overtages af en kapitalfond vil der oftest blive foretaget en finansiell restrukturering. Kapitalfondens finansielle restrukturering af porteføljevirkomheden indebærer øget gældssætning, herigennem minimering af skattebetalinger, og et øget fokus på det frie cash flow. Den øgede finansielle gearing reducerer skattebetalingerne og mindsker virksomhedens vejede kapitalomkostninger. Samtidig vil den større gæld forbedre driftsbeslutningerne i virksomheden da den mindsker mængden af frit cash flow og

derigennem agentomkostningerne ved dette. Disse redskaber er blandt de oftest benyttede og mest kendte ved kapitalfondsovertagelse.

Ændringer i kapitalstrukturen

Grundet de gentagne virksomhedshandler er kapitalfonde rutinerede aktører på de finansielle markeder. Rutinen bruges i porteføljeselskabets interesse. Kapitalfonden bistår ved kreditforhandlinger med banken, obligationsudstedelser, børsnotering og deraf følgende samspil med børsen. Porteføljeselskabet opnår derved finansielle aftaler gennem kapitalfondens netværk som selskabet ikke vil have mulighed for på egen hånd. Det skyldes kapitalfondens langsigtede samarbejde med finansielle institutioner. Hvis kapitalfonden misligholder en finansiell aftale eller ydelser på lån ikke betales risikerer fonden at skade egne muligheder for fremtidig finansiering, som er essentiel for flere virksomhedshandler. Når kapitalfonden ved hver handel sætter deres omdømme på spil er de finansielle spillere ofte villige til at udlåne på favorable vilkår. I dette arbejde hvor kapitalfonden finder porteføljeselskabets optimale fordeling af egenkapital og fremmedkapital vil der blive optaget yderligere gæld, deraf navnet leveraged buyout (LBO).

Dette redskab sikrer værdi i porteføljeselskabet på flere områder. Først og fremmest opnår kapitalfonden favorable finansielle vilkår til selskabet. Det sikres gennem et tæt kontinuerligt samarbejde med de finansielle markeder. De finansielle markeder er villige til at behandle forespørgsler fra kapitalfonden lempeligere end fra porteføljeselskabet. Det skyldes både at kapitalfonden ved hver handel stiller sit eksistensgrundlag på spil, omdømmet, og samtidig muligheden for at få del i kapitalfondens fremtidige handler og overskud.

Skattebetalinger

I direkte sammenhæng med ændringer i kapitalstrukturen opnås ændringer i skattebetalinger. Et selskab skal optimere afkastet til ejerne, aktionærerne, og samtidig sikre at fremmedkapitalen forrentes til kreditorerne. For at sikre og optimere disse pengestrømme kan en tredje mindskes, skattebetalingen til samfundet, regeringen, (Brealey, Myers & Allen 2010). Ifølge Miller & Modigliani er sammenhængen mellem selskabets værdi og gearing som følger:

"Værdien af det gearede selskab er lig værdien af det gældsfrie selskab plus nutidsværdien af skatteskjoldene."

Altså er gearing er med til at øge værdien af et selskab, pga. skatteskjoldene, og derfor jo mere gæld jo større værdi.

Gearingen og selskabets værdi vil dog ikke følge hinanden lineært stigende da risikoen for konkurs indtræffer. En øget gearing vil naturligvis øge risikoen for konkurs og de omkostninger der er bundet hertil.

Modigliani & Miller (1958) argumenterer; at den optimale fordeling mellem gæld og egenkapital er det punkt, hvor den marginale fordel ved at have mere gæld er lig den marginale omkostning, der opstår ved øget konkursrisiko. I denne situation opnås den maksimale selskabsværdi. Kapitalfonden kan skabe værdi hvis porteføljeselskabet ved opkøb ikke allerede er beliggende i det optimale punkt, eller hvis kapitalfondens ejerskab af virksomheden ændrer dens optimale punkt så det inkluderer mere gæld.

Kaplan (1989a) fandt at reducerede skattebetalinger, grundet højere rentebetalinger, havde en værdi på mellem 21 % og 142,6 % af den præmie, kapitalfondene historisk havde udbetalt til aktionærerne. Kaplan undersøgte 76 kapitalfondsopkøb i perioden 1980-1986. Ifølge Strömberg og Kaplan selv (2009) vil værdien dog formodentlig være mindre i dag grundet faldende selskabsskatter og lavere gearing end i undersøgelsesperioden.

Når kapitalstrukturen ændres skabes værdi gennem kapitalfondens erfaring og styrke på de finansielle markeder som nævnt i forrige afsnit. Ændringer i kapitalstrukturen bidrager dog også med værdi til virksomheden gennem lavere skattebetalinger grundet højere rentebetalinger ved optagelse af mere gæld, skatteskjoldet vokser. Redskabet bruges flittigt af kapitalfonde hvilket skyldes deres adgang til risikovillig kapital og deraf følgende kapitalberedskab, som ofte ændrer porteføljevirkomhedens mulighed for at optage mere gæld uden at opnå øget konkursrisiko.

På trods af redskabets udbredelse er der dog forskere som ikke mener en øget gældsmængde skaber værdi for virksomheden. De argumenterer at skattefordelen ved at optage mere gæld fuldstændig forsvinder til at dække de øgede låneomkostninger på den sidst tilkomne del af gælden. Værdien skabes derimod via den operationelle effektivitet som en øger gældsmængde kræver og inspirerer til.

Ændringer i frit cash flow

I tilfælde hvor de frie pengestrømme og kapitalen i en virksomhed dækker samtlige investeringsprojekter med positiv nutidsværdi opstår der agentproblemer. Ledelsens første fristelse i en sådan situation er at benytte den frie kapital til såkaldt imperium-byggeri, hvor der investeres i projekter med negativ nutidsværdi. Det skaber ikke værdi for aktionærerne men øger ledelsens indflydelse i forretningsverdenen og deres sikkerhed i den pågældende virksomhed. I det tilfælde at ledelsen fravælger disse ikke-værdiskabende investeringer vil de stadig være fristet til at beholde kapitalen i virksomheden selvom aktionærerne vil kunne udnytte den mere effektivt. Ledelsen vil have incitament til at droppe en dividendeudbetaling og i stedet fastholde kapitalen med den tilhørende frihed fra kapitalmarkederne det giver. Ledelsen ønsker ikke en situation hvor fremtidige investeringsprojekter skal præsenteres for kapitalmarkederne inden de kan godkendes fordi virksomheden ikke har fri kapital til investeringer. Dette vil fjerne fleksibiliteten og virksomhedens evne til hurtigt at reagere i markedet. En positiv effekt ved udbetaling af overskydende kapital vil kunne ses på ledelsens forbrug af frynsegoder på aktionærernes bekostning, hvilket formodentlig vil mindskes.

Ved overtagelse af en porteføljevirkomhed øger kapitalfonden gældsfinansieringen for derigennem, at mindske de frie pengestrømme. Det sikrer at ledelsen ikke påbegynder imperiebyggeri, ophobning af fri kapital eller uønsket forbrug af kapital på egne frynsegoder. Den bagvedliggende kapitalfonds likviditetsberedskab sikrer at virksomheden ikke rammes af manglende kapital ved interessante investeringsprojekter og kapitalmarkedet bliver ikke styrende for udviklingen. Redskabet skaber en virksomhed der konstant sørger for at være økonomisk veltrimmet og skærer finansiell spild væk samt optimerer af arbejdskapitalen. Dette er en nødvendighed for at servicere de nye kreditorer med betaling af renter og afdrag. Derved styrer kapitalfonden anvendelsen af de frie pengestrømme.

Strategisk og operationel fokus

Finansielle restruktureringer blev tidligt identificeret som værdiskabende faktorer af kapitalfonde. Først noget senere opstod der en bred forståelse for vigtigheden af at hjælpe porteføljevirkomhederne med strategiske og operationelle tiltag. I takt med at markedet for kapitalfonde intensiveres er det nødvendigt at bidrage til værdiskabelsen med på nye områder og med andre redskaber end den finansielle restrukturering. Nedenstående afsnit vil uddybe hvordan kapitalfonde arbejder med forbedringer af såvel strategien og produktionen.

Operationelle forbedringer

I dette afsnit vil vi gennemgå tre områder indenfor hvilke de operationelle forbedringer oftest tager form; omkostningsreduktion og margin forbedringer, reduktion i kapitalbindinger og forbedring af den ledelsesmæssige effektivitet. Flere undersøgelser indikerer at kapitalfondsejerskab har en positiv indflydelse på den operationelle præstation af porteføljeselskaber (Gottschlag & Berg)

Reduktionen i omkostninger og margin forbedringer opnås vil omorganisering af virksomheden. Umiddelbart efter opkøbet sætter de nye ejere fokus på virksomhedens omkostningsbase med henblik på at indskrænke forbruget. Dertil følger en række besparelsesprogrammer som yderligere skal skære i omkostningsbasen. Herunder har der fra kritiske røster været specifik fokus på udviklingen i R&D allokeringer, da forskere er bekymrede for den langsigtede effekt af lavere forskningsaktivitet. Flere studier er foretaget, dog uden at bevise et signifikant lavere investeringsniveau på R&D området for kapitalfondsejede virksomheder. Omkostningsreduktionen forsøges ligeledes at opnås via etableringen af en mindre bureaukratisk organisation. Herigennem er det kapitalfondens mål at nedbringe porteføljeselskabets overhead omkostninger til de koncerncentrale opgaver. Et sidste parameter er virksomhedens brug af udlicitering af opgaveområder hvorpå den ikke selv er specialiseret. Derved opnås en effektiviseringsbesparelse og samtidig sikres et forudsigeligt omkostningsniveau indenfor udliciterede områder. Konkret kan dette betyde, medarbejderreduktioner, udlicitering af arbejdsopgaver, nedskæring i frynsegoder, produktionsoptimering f.eks. Lean, Balanced Scorecard, Activity Based Costing og lign.

I sammenhæng med omkostningsreduktioner ses ofte en indsats for at mindske driftens kapitalkrav, arbejdskapitalen. I tilfælde hvor produktionen stiger søges at mindske den deraf følgende stigning på arbejdskapitalen og derved opnå en mere effektiv udnyttelse af den produktionsallokerede kapital. Effektivisering af lagerenheden og øget kontrol med og indsats mod henholdsvis debitorer og kreditorer er de redskaber der benyttes til at sikre en mindskning af arbejdskapitalen. Styringen af disse funktioner strammes og medarbejderne videreuddannes og professionaliseres. Disse tiltag sikrer en lavere kapitalbinding på lagre og debitorer end tiden før kapitalfondsopkøbet. En undersøgelse af arbejdskapitalen i porteføljevirkomheder viser at de gennemsnitlig har signifikant lavere arbejdskapital end sammenlignelige industrielle konkurrenter.

Yderligere et tiltag for at styrke overvågning af virksomhedens kapitalbindinger er oprettelsen af investerings råd (investment boards) eller programmer. Deres funktion er, via et

virksomhedsoverblik på investeringsområdet, at frasortere unødvendige investeringer eller investeringer på områder hvor virksomheden allerede har uudnyttet kapacitet.

Opnåelsen af disse omkostningsreduktioner og marginforbedringer må ikke ske på bekostning af virksomhedens konkurrenceevne. I så fald vil det ikke være nogen besværlig øvelse at omkostningsreducere i en virksomhed. Ydermere har den økonomiske krise og recession tvunget virksomheder til kritisk at se på omkostningsniveauet. Derfor må det forventes at der i fremtiden ikke er samme mulighed, som tidligere, for at tilføre virksomheden værdi gennem dette redskab.

Forbedringer af den operationelle effektivitet kan forbedres gennem omkostningsreduktion og margin forbedringer og en bedre styring af kapitalbindingen i virksomheden som gennemgået ovenover. Derudover vil ændringer i den ledelsesmæssige effektivitet også påvirke det operationelle. Ofte vil en kapitalfondsovertagelse ændre på virksomhedens ledelse og derigennem påvirke værdien, som tidligere gennemgået. Lignende mekanismer gør sig gældende længere nede i organisationen hvor ineffektive mellemledere, teamledere og kontorchefer udskiftes for at højne den operationelle effektivitet.

Ovenstående redskaber benyttes blandt kapitalfonde i jagten på operationelle forbedringer. Gennem omkostningsreduktion, bedre styring af kapitalbindinger i driften og udskiftning af ineffektive ledelsesteam forventer kapitalfonden at opnå målet om øget effektivitet. Redskabernes fokus er ikke omsætningsvækst men en forbedret operationel effektivitet. Redskaberne benyttes ofte og er grundlæggende for værdiskabelsen i fremtidens porteføljevirkomheder.

Strategiske tiltag

Dette afsnit vil se nærmere på to overordnede strategier kapitalfonde benytter i porteføljevirkomheder. For at sikre opnåelsen af det høje afkastkrav som kapitalfonden har til en given porteføljeinvestering må ændringer i strategien overvejes grundigt. Netop strategiændringer er et kendetegn på kapitalfondsejerskab. Forklaringen på dette skal findes i to grunde. Først og fremmest er kapitalfonde erfarne i strategisk fokusering af virksomheder og derudover viser flere undersøgelser at virksomhedsledere ikke prioriterer arbejdet med strategi særlig højt. Ofte er der mere fokus på at effektivisere virksomheden og det strategiske arbejde minimeres til et par større strategi fora, eller strategigruppemøder om året. Derudover

har kapitalfonde en tilgang til risikovillig kapital som giver dem incitament til og mulighed for at forfølge såvel en opkøbsstrategi som en re-fokuseringsstrategi (Berg & Gottschlag)

En opkøbsstrategi formulerer, som navnet antyder, en strategisk tilgang til fremtiden hvor vækst og udvikling i stort omfang tilkøbes. Her er fokus på opkøb af andre virksomheder og derigennem opnå en værdistigning i porteføljeselskabet. En re-fokuseringsstrategi derimod fokuserer på den eksisterende forretning og de områder hvorpå virksomheden allerede er aktiv. Her arbejdes ikke med opkøb i samme skala, men derimod målrettet på at sikre en klar fokuseret strategi indenfor en eller flere af de eksisterende forretningsområder.

Hvis kapitalfonden beslutter at den pågældende porteføljevirkomhed skal følge en re-fokuseringsstrategi vil arbejdet fokusere på at reducere kompleksiteten i selskabsstrukturen og optimere de eksisterende forretningsprocesser. En virksomhed med denne strategi vil have flere forskellige redskaber at benytte for eksempel intern restrukturering, frasalg af enkelte divisioner eller funktioner samt outsourcing af opgaver. I starten vil fokus være på reevaluer og senere evt. restrukturering af virksomhedens produktportefølje, markedsfokus og distributionskanaler. Dette medfører en reduktion af de aktiviteter der ikke er profitable for virksomheden. I praksis kan dette medføre frasalg af datterselskaber. Porteføljevirkomheder hvorpå denne strategi med fordel kan anvendes findes blandt mindre familieejede virksomheder eller virksomheder som har oplevet høj vækst gennem gentagne opkøb. Et eksempel på udførelsen af denne strategi er TDC. Før TDC blev købt var deres fokus på vækst gennem opkøb hvilket resulterede i aktiviteter i adskillige lande. Da TDC blev underlagt en re-fokuseringsstrategi begyndte de nye ejere at frasælge uprofitable datterselskaber for derigennem at øge værdien af TDC.

Det strategiske fokus i opkøbsstrategien er derimod helt anderledes, hvilket igen kræver andre aktiviteter i porteføljeselskabet. Her er der brug for fokus på og arbejde med M&A aktivitet, joint venture foretagender, R&D, tilkøbt såvel som selvudviklet, samt salgsalliancer og licenser. I modsætning til den tidligere præsenterede strategi kan opkøbsstrategien krydres med nye produktlanceringer og introduktion af produktporteføljen på nye markeder, evt. gennem opkøb af en lokal virksomhed.

Et interessant opkøbsemne for denne strategi vil befinde sig i et fragmenteret marked, hvor konsolidering vil være værdiskabende. Fokus i arbejdet vil ofte være at hjælpe porteføljevirkomheden skridtet videre i livscyklussen. F.eks. fra national til international, fra grossist til producent eller fra leverandør af halvfabrikata til færdigvareproducent. Forløbet af

en sådan strategi kan variere. Et scenarie er at kapitalfonden simultant køber flere virksomheder og samler disse til en porteføljevirkomhed. En anden mulighed er en kontinuerlig opkøbsproces hvor virksomheden vokser stødt gennem årene både organisk og via opkøb. I begge scenarier vil de primære værdiskabende faktorer være operationel effektivisering gennem skalafordele, vækst i omsætning via nye produkter og markeder, marginforbedringer opnået gennem reduceret konkurrence, og muligheden for synergieffekter.

ISS er et glimrende eksempel på netop denne strategi. Scenariet her er et kontinuerligt opkøb over en årrække som skaber vækst i virksomheden samtidig med at der arbejdes for organisk vækst. Inden opkøbet var ISS hovedsagelig på det europæiske marked og deres hovedfokus var på rengøring. ISS er nu aktiv globalt og tilbyder ikke kun rengøring men også facility management løsninger der kan dække alle kunden behov.

Som nævnt i afsnittets begyndelse har den tiltagende konkurrence på markedet for private equity presset aktørerne til at opnå bedre resultater med porteføljevirkomhederne. I bestræbelserne på dette har kapitalfondene udover de finansielle redskaber også benyttet og udviklet deres evne til at forbedre virksomhedernes operationelle effektivitet og strategiske fokus. Det gøres ud fra de konkrete redskaber gennemgået i ovenstående afsnit, som også viser at kapitalfonde ikke udelukkende fokuserer på finansielle værktøjer når det angår forbedringer i porteføljevirkomheder.

Vi har nu gennemgået de redskaber kapitalfonde benytter i værdiskabelsen hos porteføljevirkomhederne, både finansielle og ikke finansielle. Ens for de redskaber vi har beskrevet er at de tilhører kategorien value creation, altså redskaber som skaber mere værdi i porteføljevirkomheden. Redskaber som falder udenfor denne kategori og som ikke skaber mere værdi i porteføljevirkomheden kaldes for value capturing. Denne gruppe redskaber vil kort blive gennemgået i nedenstående afsnit, men bygger grundlæggende på asymmetrisk information.

Når vi senere i denne afhandling vil analysere hvilke redskaber Nordic Capital har benyttet i ejerskabet af Falck vil det være med fokus på redskaber fra gruppen value creation. Disse redskaber er det muligt for os at finde gennem analyse og en nærmere gennemgang af årsregnskaber og lign. Derimod er det væsentlig mere kryptisk at analysere og finde konkrete beviser for hvilken asymmetrisk information der har været indblandet i ejerskabet. Det skyldes både at disse oplysninger ikke er offentlig tilgængelige og samtidig vil det ikke være

muligt for os at fastslå hvilke konkrete oplysninger en part har haft i forhold til en anden på et givent tidspunkt i tid.

Værdiskabelse udenfor ejer-perioden (value capturing)

Ikke al værditilvækst i porteføljeselskaberne kan karakteriseres som værende værdiskabelse. De redskaber som falder udenfor dette kaldes værdifangst (value capturing). Nedenfor vil vi gennemgå de redskaber eller faktorer som påvirker værditilvæksten indenfor denne kategori. Gennemgangen af value capturing vil blive mere overordnet end den af value creation da viden om disse redskaber ikke skal bruges i samme omfang senere i afhandlingen. Grunden til dette er forklaret i ovenstående afsnit.

Denne gruppe af faktorer som påvirker kapitalfondens profit ved overtagelse af et porteføljeselskab bygger alle på asymmetrisk information. Der opstår finansiell arbitrage fordi markedet ikke er fuldstændig gennemsigtigt og derfor er selskabet ikke prissat korrekt. Her udnytter kapitalfonden sin viden og køber selskaber billigt for derefter at sælge dem dyrt uden at have ændret virksomheden. Nedenunder gennemgås de hovedkategorier indenfor hvilke der ofte kan opstå finansiell arbitrage som kapitalfondene kan udnytte.

Kapitalfonde kan forsøge at udnytte den asymmetriske information der kan være baseret på de forventede ændringer i markedets vurdering af den enkelte branche (Berg & Gottschlag 1997). Denne form for investering kaldes ”multipel riding”. Navnet skyldes at virksomheder prissættes ud fra hvilken branche de befinder sig i. Forventninger til vækst og fremtidig ordretilgang fastsættes ofte for hele brancher på længere sigt. Branchen bliver derved vurderet og der beregnes en multipel som regnes for passende i branchen. Enkelte selskaber holdes op mod denne multipel og derved påvirkes deres værdi. Kapitalfonden investerer altså i en undervurderet branche, efter deres analyser, og forventer dernæst at multipler stiger for branchen som helhed. Dette vil sikre en værdistigning i porteføljeselskabet, endog uden yderligere ændringer.

Ved kapitalfondsovertagelser hvor ledelsen deltager som både køber og sælger er der desuden den risiko at insider information udnyttes til købers fordel. Ledelsens private information om virksomheden kan blive profittabel for dem i handelsforløbet. De kan påvirke virksomhedens fremtidsudsigter via deres udsagn som professionelle, samtidig kan de ændre udsigten til fremtidig regnskabsmæssig præstation så den bliver væsentlig mere dyster, hvilket igen

bevirker en faldende pris. Alt dette sker så kapitalfonden sammen med den tidligere ledelse sikrer at der ikke er andre interesserede købere som byder prisen op. Dette argument er tiltalende let forståeligt men undersøgelser konkluderer at om end det lyder sandsynligt og ledelsen i realiteten ønsker at påvirke på nævnte måde, så er dette ikke muligt i et moderne kapitalistisk samfund med de værn, komitéer og lign. der er opsat for netop at minimere den slags situationer. Argumentet er derfor relevant og korrekt, men i en konkurrencepræget samfundsøkonomi ikke desto mindre umuligt at udføre i praksis. Denne form for finansiell arbitrage finder dog kun sted når ledelsen deltager i kapitalfondens opkøbskonsortium.

Kapitalfondens arbejde bygger på et stort netværk blandt virksomhedsledere og interessenter i erhvervslivet, deraf afhænger deres succes. Det gælder på ved køb af virksomheden, under udvikling, finansiering og senere ved videresalg. Derfor vil det også være muligt at samle store mængder viden fra kompetente og troværdige kilder. Dette giver fonden en viden om det pågældende marked som overtrumfer andre interessenter og derved skabes den finansielle arbitrage som fonden kan udnytte til profit uden ændringer i selskabet.

Som det sidste value capturing parameter er kapitalfondens kompetence indenfor virksomhedshandel. Fondens hyppige frekvens af virksomhedshandler gør dem skarpe og opmærksomme under hele processen. De er velvidende om hvilke forhandlingstaktik der skal anvendes i forskellige situationer. Derudover har de erfaring med at mindske feltet af interessante købere, og overvinde forhindringer undervejs, strategiske såvel som finansielle. Dette er gældende ved såvel køb som salg, dog med modsat rettede fortegn. I salgssituationen er kapitalfonden specialiseret i at få flere interesserede købere til at byde prisen op. Hvorimod kapitalfondens egne opkøb foretages så fri fra konkurrenter som muligt og med en hårdhed der har skaffet fondene et ry som skrappe forhandlere.

Uanset hvilke der er i spil er alle ovenstående faktorer et udtryk for kapitalfondens evne til at indfange værdi som ikke behøver ændringer i porteføljevirkomheden for at realiseres.

Det må formodes at netop kapitalfondenes benyttelse af ovenstående faktorer har påvirket den brede befolknings syn på private equity. Kapitalfonde anklages for at være pengegriske, ødelæggende for innovation og udvikling samt blot høste en fortjeneste opnået af andre uden selv at skabe værdi. Denne kritik kan finde sine argumenter i ovenstående afsnit hvor asymmetrisk information mellem kapitalfond og sælger udnyttes til fondens fordel. Kritikken tager dog sjældent udgangspunkt i de værdiskabende faktorer (value creation) der allerede er gennemgået i dette afsnit. Hvis dette blev medtaget vil debatten om kapitalfonde blive mere

retvisende og give en dybere forståelse for kapitalfundsmodellen, hvilket vil skabe mulighed for en mere brugbar diskussion om modellens anvendelse og værdi i vores samfund.