



Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af FLsmidth

Kandidat afhandling d. 15.05.2012

Linje: Finansiering og regnskab

Forfatter Erik Bærentzen

Vejleder: Peter Staudt

Side antal: 108

Antal anslag: 167.497

Executive summary

In recent years FLSmidt has experienced significant volatility in their share price. The financial crisis as well as the European debt crisis and the political disturbance in the North Africa and Middle East has had a large influence on the concrete and mineral market. This development has put the whole industry under pressure and has proven a great challenge for the market competitors.

As one of the largest companies on both the concrete and the mineral market, FLSmidt is greatly affected by these changes. It is therefore the aim of this thesis to analyse the strategic position and the financial standing of FLSmidt. Based on these analyses it is possible to estimate the future profitability of the company, and by the discounted-cash-flow model determine a fair value of the company share.

The strategic analysis reveals that the mining industry seems to have a lot of growth potential, especially in the developing countries, while the cement industry still seems to have problems shaking off the economic aftershocks of the financial crisis. FLSmidt is assessed to have a solid economic foundation with relatively high margins and low financial risk. Which is why the largest risks of the company profitability derives from macroeconomic disturbance.

Based on the strategic and financial analyses the share is estimated to be DKK 453. The result of the valuation has been tested in a sensitivity analysis, which revealed that the valuation was especially sensitive to changes in the WACC beta. Furthermore the level of the share price was compared to the closest competitors' by multiples, which shows the level of the estimation to be reasonable.

The conclusion on this thesis is therefore that the FLSmidt share is slightly undervalued but not far from the market price.

Executive summery	2
1. Indledning	6
1.1 Problemformulering	7
1.2 Metode og struktur.....	7
Strategisk analyse	8
Regnskabsanalyse.....	10
Budgettering.....	10
Værdiansættelse	10
Følsomhedsanalyse	11
1.3 Afgrænsning.....	11
2. Virksomhedsbeskrivelse	12
2.1 Virksomheden.....	12
Cement	13
Mineraler.....	15
Cembrit.....	16
Customer Service.....	17
2.2 Historie	19
2.3 Ledelsen.....	19
2.4 Aktionærforhold	20
2.5 Strategiske fokusområder.....	22
3. Strategisk analyse	24
3.1 Pest analyse	24
Political	24
Economical	26
Sociokulturel.....	29
Technology and environment	29
Delkonklusion	30
3.2 Markedsanalyse	31
Cementmarkedet	31
Mineralmarkedet	35
Konkurrenter	37

3.3	Porters Five Forces.....	42
	Konkurrenceintensiteten i branchen.....	42
	Kundernes forhandlingsmagt.....	44
	Leverandørernes forhandlingsmagt.....	45
	Substituerende produkter.....	46
	Indgangsbarrierer.....	46
	Delkonklusion.....	47
3.4	Værdikædeanalyse.....	49
	Primære aktiviteter.....	49
	Støtteaktiviteter.....	51
3.5	SWOT.....	52
4.	Regnskabsanalyse.....	56
4.1	Regnskabskvalitet og korrektioner.....	57
	Balancen.....	57
	Resultatopgørelsen.....	58
4.2	Rentabilitetsanalyse.....	59
	Niveau 1.....	60
	Niveau 2.....	60
4.3	Kommerciel risiko.....	63
4.4	Finansiell risiko.....	64
5.	Budgettering.....	66
	Omsætningsvæksten.....	66
	Overskudsgraden.....	71
	Anlægs kapital.....	72
	Arbejdskapital.....	73
	Skatteprocent.....	74
	Afskrivninger.....	74
6.	Værdiansættelse.....	75
6.1	Fastlæggelse af diskonteringsrenten (WACC).....	75
	Fastsættelse af ejerafkastkravet.....	75
	Kapitalstruktur.....	82
	Diskussion af fremmedkapitalens/likviditetsbeholdningens afkastkrav.....	84

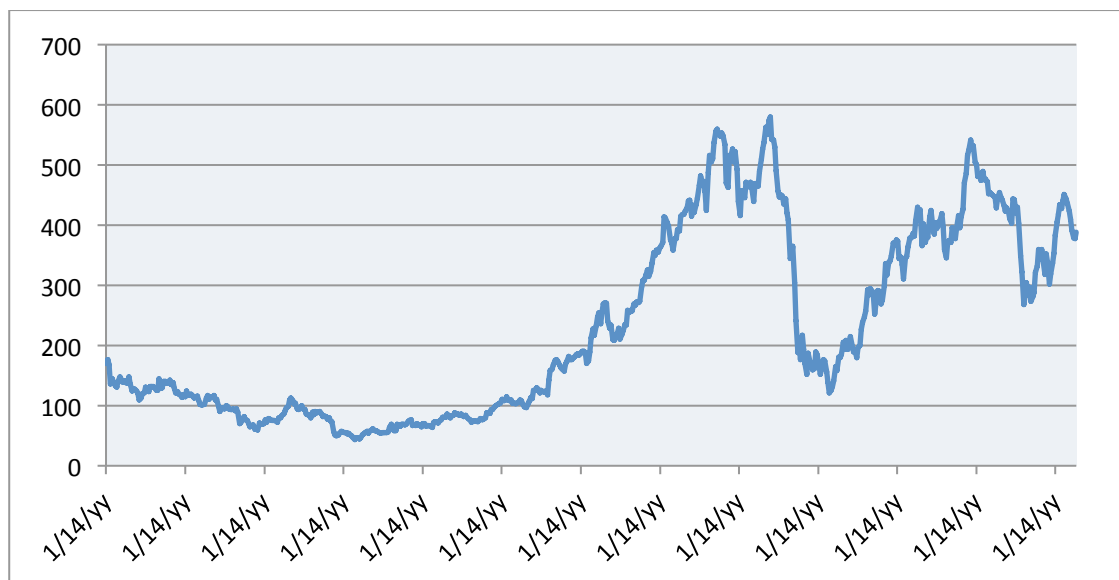
Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)	85
6.2 Værdiansættelse	86
7. Følsomhedsanalyse.....	87
7.1 Følsomhed overfor ændringer i værdidrivere	87
7.2 Multipel analyse	89
8. Perspektivering	92
9. Konklusion	93
10. Litteraturliste	96
Bilag	99

1. Indledning

FLSmidth startede som en lille rådgivningsvirksomhed i 1882. Siden da har virksomheden udviklet sig til en enorm ingeniørvirksomhed, der er repræsenteret i over 50 forskellige lande og er noteret på NASDAQ OMX Nordic Exchange Copenhagen.

FLSmidth er en af verdens førende leverandører af komplette produktionsanlæg indenfor cement- og mineralindustrien. Virksomhedens aktiekurs har gennem den seneste årrække gennemgået store op- og nedture. Finanskrisen i 2007-2008 har påvirket FLSmidths aktie markant, hvilket har betydet, at den aktuelle kurs først nu er ved at være tilbage ved tidligere højder. Specielt den globale byggebranche er dykket kraftigt, hvorfor FLSmidth har mærket et markant fald i deres ordrebøger.

FLSmidths evne til fortsat at generere indtjening er blevet udfordret, og evnen til hurtigt at få fyldt ordrebøgerne igen vil have stor indflydelse på virksomhedens fremtidige succes.



Figur 1 kilde: Egen tilvirkning ud fra Bloomberg data

Det er derfor interessant gennem en dybdegående strategisk og finansiell analyse at analysere, hvorledes FLSmidth er kommet igennem krisen, og hvorledes disse hårde tider har afspejlet sig i virksomhedens nuværende aktiekurs.

1.1 Problemformulering

Ud fra ovenstående problemstilling opstilles følgende overordnede problemformulering:

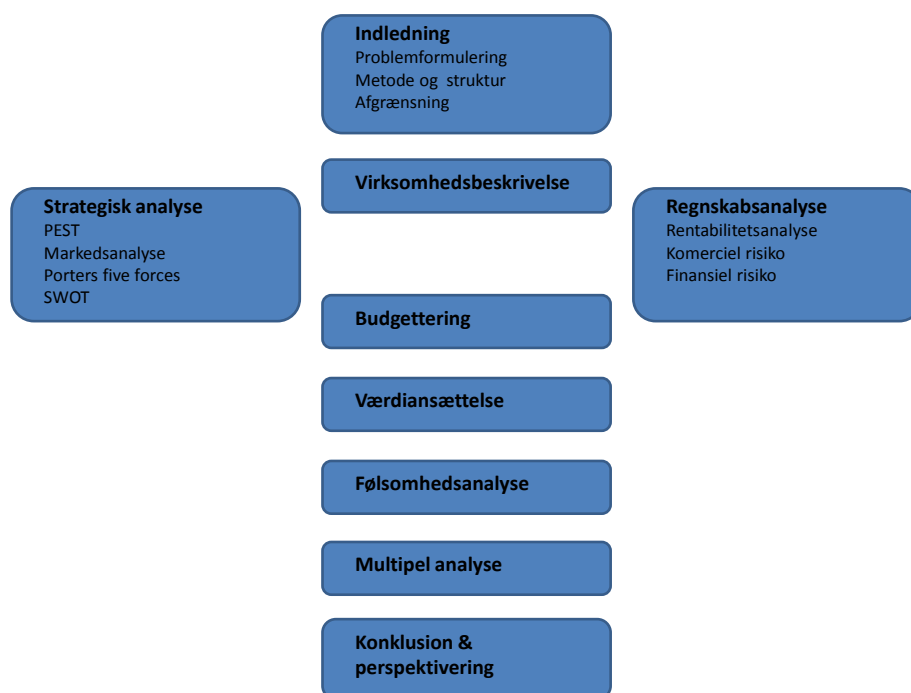
Hvad er markedsværdien af egenkapitalen og en fair aktiekurs for FLSmidth & Co.?

For at gøre problemformuleringen mere operationel nedbrydes denne i følgende arbejdsspørgsmål:

- Hvilke strategiske faktorer har indflydelse på værdien af FLSmidth?
- Hvordan har FLSmidths rentabilitet, vækst og risiko udviklet sig historisk, og hvad driver disse faktorer?
- Hvordan forventes FLSmidths værdidrivere at udvikle sig i fremtiden?
- Hvad er FLSmidth kapitalomkostninger (WACC)?
- Hvad er markedsværdien af FLSmidths egenkapital, og hvad er en fair værdi for aktiekursen?
- Giver vores resultat et retvisende estimat for værdien af FLSmidths aktier, og hvordan er markedets vurdering i forhold til vores estimat?

1.2 Metode og struktur

Til at belyse FLSmidths nuværende situation er det valgt at lave en fundamentalanalyse med udgangspunkt i FLSmidths strategiske og økonomiske forhold, efterfulgt af budgettering og endeligt en estimering af FLSmidths aktiekurs. Opgavens struktur er afbildet i den efterfølgende figur 2.



Figur 2 kilde: Egen tilvirkning

For at danne et overblik over virksomheden FLSmidth er det valgt at indlede opgaven med en detaljeret beskrivelse af hele organisationen. Denne beskrivelse har til formål at skabe en forståelse for FLSmidth som organisation og dække alle områder fra historik og forretningsenheder til ledelse, ejerstruktur o.l.

Strategisk analyse

I den strategiske analyse er det formålet at beskrive, hvilke makro-, meso- mikroøkonomiske faktorer der påvirker FLSmidth, samt hvordan virksomheden er udrustet til at håndtere disse.

Den strategiske analyse indledes med en analyse af de makroøkonomiske faktorer i virksomhedens omverden. Dette gøres ved en PEST-analyse, hvor de uafhængige faktorer *Political*, *Economical*, *Sociocultural* og *Technological* analyseres detaljeret¹.

¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – Jens O. Elling og Ole Sørensen

² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – Jens O. Elling og Ole Sørensen

For at kunne estimere en kvalificeret prognose på FLSmidths fremtidige indtjening er det vigtigt at have et begreb om den makroøkonomiske påvirkning. Derfor har PEST-analysen til formål at beskrive, hvordan de eksterne og upåvirkelige faktorer påvirker FLSmidths forretning nu og i fremtiden.

Herefter vil der følge en analyse af cement- og mineralindustrien. Disse markeder udgør henholdsvis 50 og 49% af FLSmidths samlede omsætning og har derfor en enorm betydning for FLSmidth som virksomhed, hvorfor det er valgt at belyse dem grundigt.

Både cement- og mineralmarkedet er globale markeder med forskellige forudsætninger afhængigt af den geografiske placering. Det er derfor valgt at indlede med en overordnet analyse og redegørelse af industrierne. Jeg vil her komme ind på markedernes struktur og opbygning. Hvilke aktører der dominerer markederne, samt hvordan disse er positioneret i forhold til FLSmidth.

Efterfølgende vil jeg analysere attraktiviteten af de markeder, som FLSmidth opererer på. Dette vil jeg gøre ved hjælp af modellen, Porters Five Forces, der tager fokus i parametrene *kundernes forhandlingsmagt, leverandørernes forhandlingsmagt, substituerende produkter, indgangsbarrierer og konkurrencesituationen i branchen*². Analysen vil give en dybdegående beskrivelse af, hvordan FLSmidth er positioneret i forhold til sin kontekst, samt hvilke styrker og svagheder dette giver virksomheden nu og i fremtiden.

Endeligt vil den strategiske analyse blive afsluttet af en analyse af FLSmidths aktiviteter. Dette gøres ved hjælp af Portes værdikæde, der har til formål at identificere og klassificere FLSmidths interne kompetencer. Først analyseres der på FLSmidths primære aktiviteter, hvorefter der følger en analyse af støtteaktiviteterne.

Hele den strategiske analyse opsummeres til sidst i en SWOT analyse. Denne har til formål at opsamle og operationalisere konklusionerne i analysen, så de til sidst kan anvendes i budgetteringsafsnittet.

² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – Jens O. Elling og Ole Sørensen

Regnskabsanalyse

En virksomheds værdiskabelse kommer fra henholdsvis driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Da det i værdiansættelsen ønskes at beregne FLSmidths værdi ud fra driftsaktivitetens værdiskabende evne, må resultatopgørelsen og balancen opdeles i henholdsvis driftsaktivitet og finansieringsaktivitet³. For at kunne lave en regnskabs- og nøgletalsanalyse indledes regnskabsanalysen derfor med en reklassificering af poster i resultatopgørelsen og balancen, da disse er opgjort efter gældende regnskabsregler og ikke direkte til analyseformål⁴.

Herefter ønskes det at dekomponere FLSmidths regnskabstal. Dette sker for at undersøge, hvad der har drevet FLSmidths historiske indtjening. Ud fra denne analyse vil det være muligt at identificere FLSmidths evne til at forrente den investerede kapital, samt hvilke værdidrivere der har været afgørende for denne udvikling. Herefter vil der følge to afsnit, der vil afdække den finansielle og kommercielle risiko som FLSmidth er eksponeret overfor.

Budgettering

I Budgetteringsafsnittet vil informationen fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen blive anvendt til at estimere værdidrivere for FLSmidths fremtidige indtjening. Forudsætningerne for estimeringen af hver værdidriver vil grundigt blive diskuteret igennem afsnittet.

Værdiansættelse

Værdiansættelsen indledes ved at definere FLSmidths weighted average cost of capital (WACC). Dette gøres for at estimere virksomhedens samlede afkastkrav. Efterfølgende anvendes de budgetterede værdidrivere fra budgetteringsafsnittet til at lave den egentlige værdiansættelse. Det er valgt at værdiansætte FLSmidth via DCF- modellen.

³ Elling (2005) side 121

⁴ Elling (2005) kapitel 5

Følsomhedsanalyse

Afslutningsvist er der lavet en følsomhedsanalyse til at vurdere resultatet fra værdiansættelsen.

Denne vil blive indledt af en analyse af FLSmidths følsomhed over for ændringer i de forskellige værdidrivere, herved vil eventuelle svagheder og usikkerheder i værdiansættelsen kunne estimeres og fortolkes.

Efterfølgende er der lavet en multiple analyse på baggrund af P/E og EV/EBITDA multipler. Denne analyse har til formål at vurdere resultatet fra værdiansættelsen. Herved kan den estimerede værdi sammenlignes med værdien af lignende virksomheder, og det er muligt at give et bud på, hvor realistisk de estimerede værdier er.

1.3 Afgrænsning

Det er i værdiansættelse af FLSmidth valgt at lave en afskæringsdato d. 1. Februar 2012, udgivelsesdagen for deres seneste årsrapport. Det er derfor valgt, så vidt muligt, at se bort fra informationskilder efter denne dato.

Der vil blive taget udgangspunkt i en fundamentalanalyse af virksomhedens værdi ud fra DCF-modellen. Der er, som eksterne analytikere ikke adgang til alle informationer vedrørende virksomheden, hvilket selvfølgelig skaber usikkerheder. Det menes dog at have tilgang til samme informationsmængde som andre investorer, da der tages udgangspunkt i offentliggjort materiale, hvorfor forudsætningerne for værdiansættelsen skulle være identiske med markedets.

I opgaven lægges der hovedvægt på divisionerne Cement og Mineraler, og der ses bort fra Cembrit, da den kun står for 7% af den samlede omsætning. Cembrit antages således implicit at følge udviklingen i de to andre segmenter.

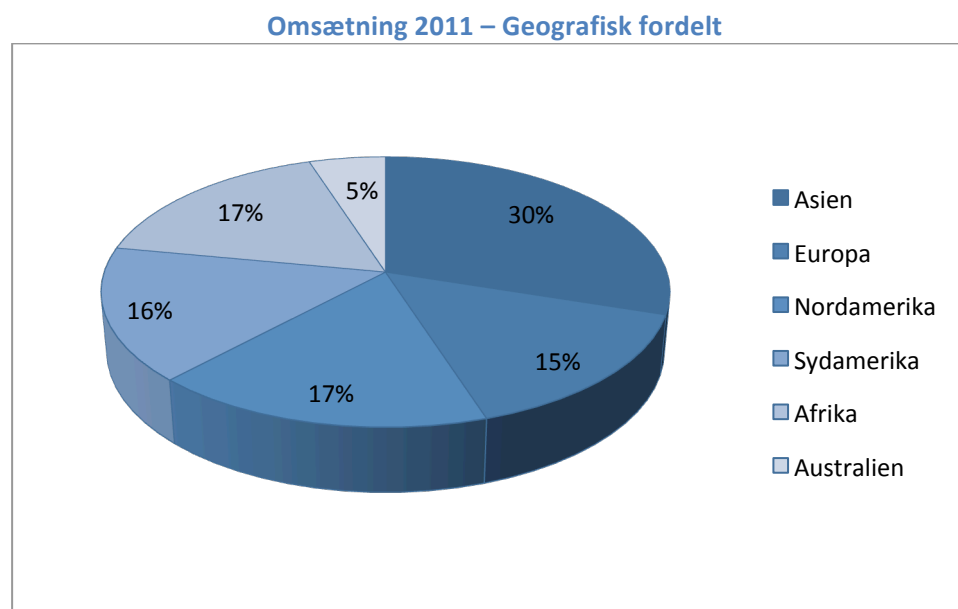
Det er yderligere valgt at begrænse den historiske udvikling til 5 år i regnskabsanalysen. Det vil i mange henseender være mere retvisende at anvende en længere tidsperiode. FLSmidth gennemgik dog i 2005 store restruktureringsomkostninger, hvorfor det ikke giver mening at anvende regnskabstal fra før denne periode.

2. Virksomhedsbeskrivelse

2.1 Virksomheden

Ingeniøren Frederik Læssøe Smidth stiftede i 1882 et lille konsulentfirma. Fem år senere blev Alexander Foss og Poul Larsen partnere, og virksomheden FLSmidth & Co. blev stiftet. Som udgangspunkt fokuserede virksomheden på dampmotorer, men med tilgangen af de nye partnere ændrede man fokus og valgte at centrere forretningen om cementindustrien. Siden da har FLSmidth udviklet sig til at være verdens førende leverandør af produktionsanlæg til både cement- og mineralindustrien⁵.

Ultimo 2011 beskæftigede FLSmidth 13.204 medarbejdere og er repræsenteret i 50 forskellige lande med hovedproduktion i Danmark, USA og Indien. Virksomheden bygger på erfaring, teknologi og knowhow, hvorfor kernekompetencerne er bundet i human kapital. Derfor har FLSmidth valgt at udlicitere produktionsleddet til underleverandører.

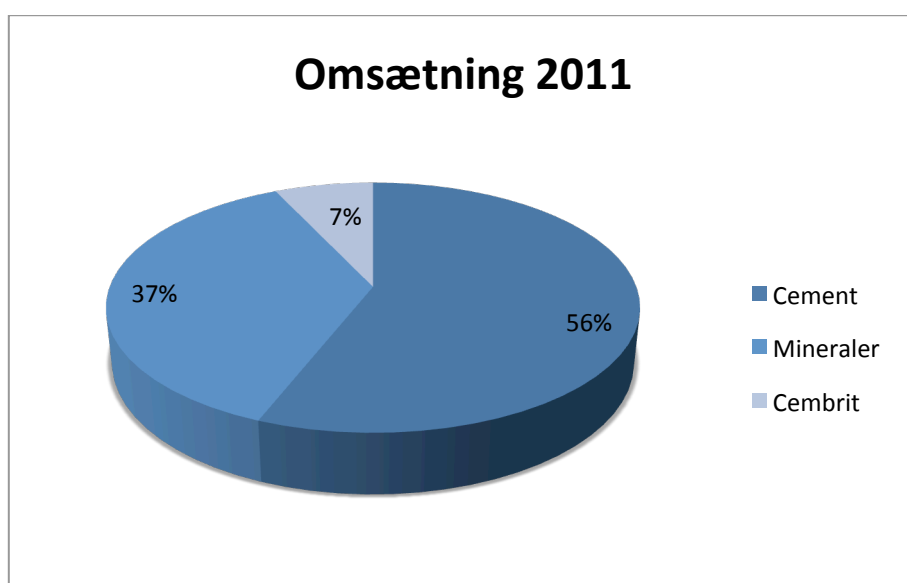


Figur 3 kilde: Årsrapport 2011, s.23

⁵ <http://www.flsmidth.com/en-US/About+FLSmidth/History+of+FLSmidth>

I 2011 omsatte FLSmidth for 21.998 mio. kr. fordelt som vist ovenfor. Asien er det største marked, som står for 30% af omsætningen, mens Øvrige Europa, Nordamerika og Afrika følger tæt efter med henholdsvis 15,, 17 og 16%. Globalt set er omsætningen fordelt jævnt, og den er derudover også spredt ligeligt over udviklede lande (Øvrige Europa, Nordamerika og Australien) og de ikke udviklede lande (Asien, Afrika og Sydamerika)⁶.

FLSmidth har tre primære forretningsområder: Cement, Mineraler og Cembrit.



Figur 4 kilde: Årsrapport 2011, s.23

Cement

FLSmidth er verdens førende leverandør af alt fra enkeltmaskiner til komplette produktionsanlæg til cementbranchen. Under sloganet "One Source" forsøger FLSmidth at dække næsten alle aspekter ved cementproduktion, bl.a.: komplette procesanlæg, produktionsudstyr, design, projektmanagement, service før og efter, uddannelse osv.⁷.

⁶ FLSmidth årsrapport 2011.

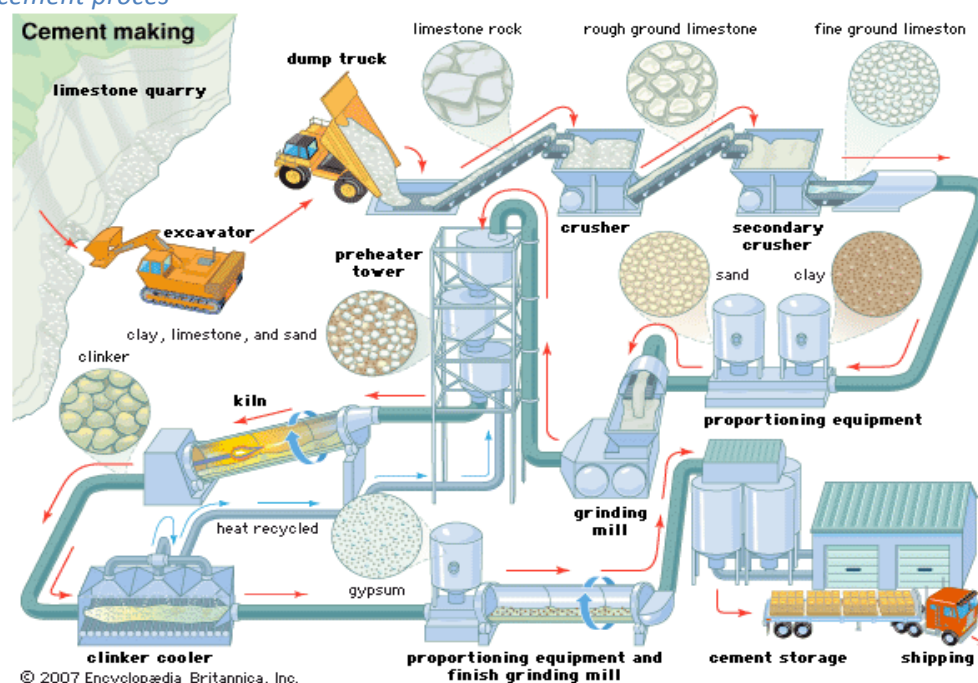
⁷ FLSmidth: <http://www.flsmidth.com/en-US/Products/Cement>

Cementenheden beskæftiger ca. 6.619 medarbejdere og dækker som vist ovenfor 37% af virksomhedens samlede omsætning, hvorfor cementenheden stadig er en af de bærende kræfter i FLSmidths forretningsgrundlag, selvom andelen af den samlede omsætninger er faldet.

Cementprojekter varetages i tre regionale projektdivisioner i henholdsvis Valby (Danmark), Bethlehem (USA), og Chennai (Indien).

Det indiske kontor fungerer som underleverandør og samarbejdspartner for kontorerne i Danmark og USA, mens det er hensigten, at det indiske kontor skal blive mere og mere selvstændigt, sideløbende med at det får opbygget flere og flere kompetencer.

Eksempel – cement proces



Figur 5 kilde: concretefloorfinishes.info

Omsætningen i cementforretningen er i 2011 steget 2% set i forhold til 2010. Den relativt lille ændring skal dog ses i lyset af en faldende ordreindgang på -18% samt et fald i ordrebeholdningen på -2%.

Projekter i cementindustrien er som oftest kontrakter, der strækker sig over flere år. Dette betyder, at fald i salg først rigtigt vil kunne ses på resultatopgørelsen flere perioder efter det reelle fald. Derfor vil ordrebøgerne virke som en god indikator for den fremtidige indtjening. Det markante fald i omsætningen kan derfor godt vejes en smule op af en betydelig stigning i ordrebøgerne⁸.

⁸ FLSmidth årsrapport 2011 s. 46

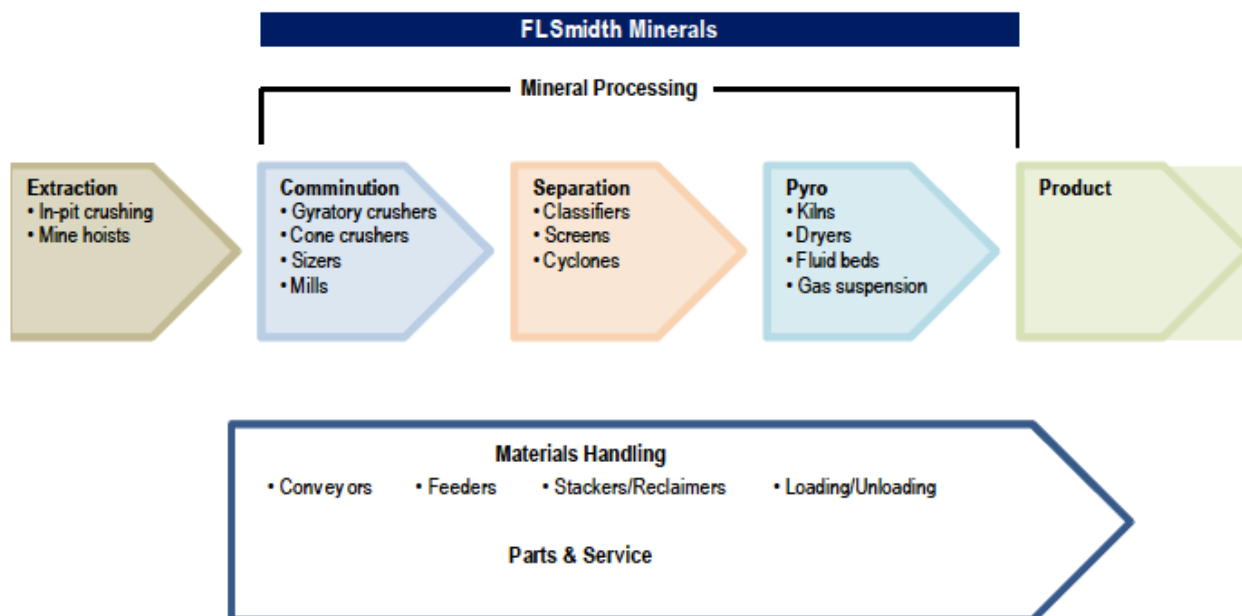
Specielt er ordreindgangen inden for Customer Service faldet med -44% siden 2010. Det markante fald skal dog ses i lyset af et meget flot 2010, hvor ordreindgangen steg med 95% primært pga. 5 nye kontrakter i Angola, Tunesien og Ægypten. Det forventes i fremtiden, at der vil være store fremskridt inden for Customer Service, da det er noget man har satset på længe.

Mineraler

FLSmidths mineralenhed er ligesom cement en af verdens førende leverandører af komplette produktionsanlæg. Mantraet er her ligesom cementenheden "One Source", som dækker over følgende områder: komplette procesanlæg, produktionsudstyr, enkeltmaskiner, reservedele, knowhow, service og vedligeholdelse⁹.

Mineraler beskæftiger omkring 5.525 medarbejdere og dækker over 56% af FLSmidts omsætning.

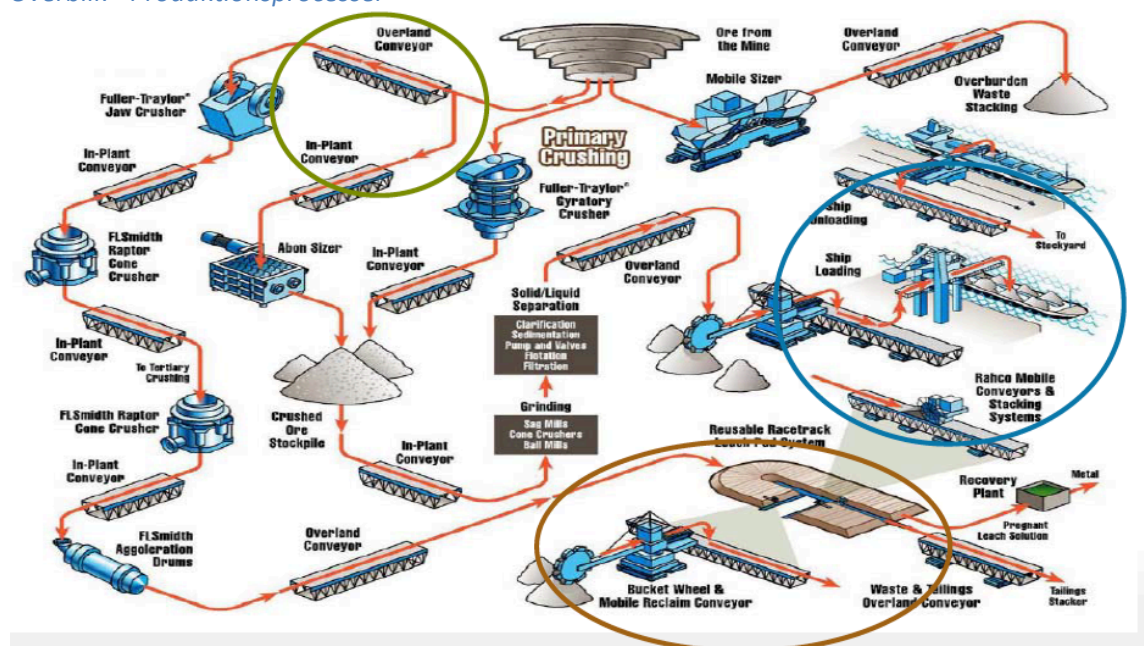
FLSmidth – Mineraler



Figur 6 kilde: J. P. Morgan, Europe equity research – FLSmidth

⁹ FLSmidth årsrapport 2011 s. 34

Overblik - Produktionsprocesser



Figur 7 kilde: FLSmidths – Capital Market Day 2012

Med opkøbet af GL & V i 2007 erhvervede FLSmidth sig en stærk position på Mineralmarkedet. Man kunne nu tilbyde ekspertise og produkter til den fulde proces ved bearbejdning af mineraler. Denne alsidighed er fundamentalt i One Source strategien, der netop sikrer kunden en den kun behøver henvende sig til en leverandør gennem hele processen. FLSmidths produktportefølje og processerne i mineralhåndtering kan ses i figur 6 og figur 7.

Omsætningen i mineralforretningen er steget med 29% i forhold til 2010. Dette er sket samtidig med at ordrebeholdningen og ordreindgangen er steget med henholdsvis 37 og 45%. Det har derfor været et rigtigt godt år for FLSmidths mineralforretning, og i fremtiden forventer man, at denne fremgang vil fortsætte, da man mener, der er et enormt potentiale i dette marked.

Cembrit

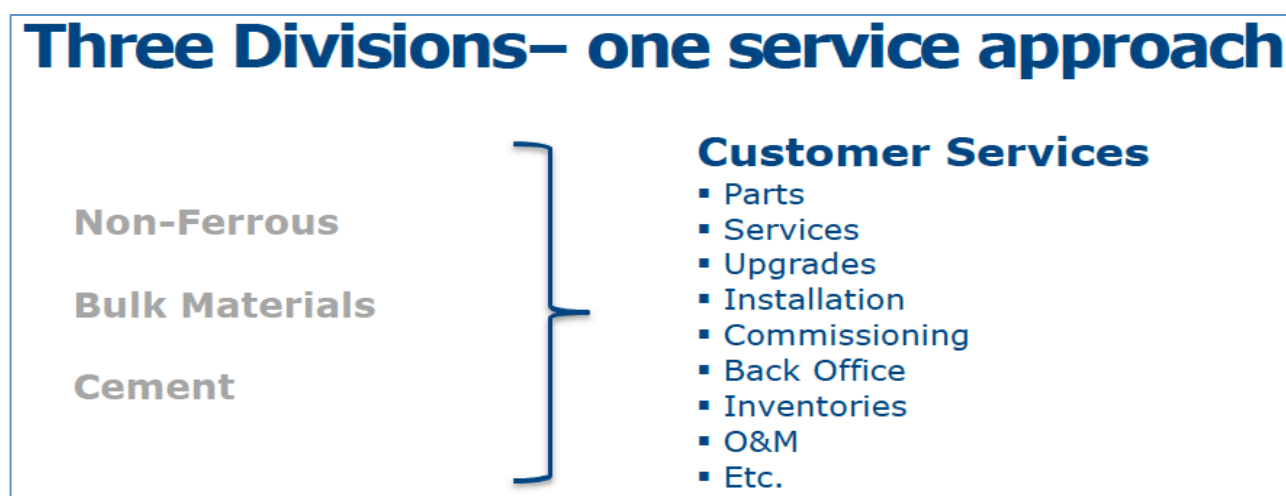
Cembrit er Europas førende distributør af fibercement. Enhedens primære produkter er planplader til indvendig og udvendig beklædning af facader, vægge og lofter samt bølgeplader og skifer, der

anvendes til tagmateriale.¹⁰ Cembrit dækker kun ca. 7% af FLSmidths samlede omsætning. Hvorfor det er valgt at lægge et minimalt fokus på denne forretningsenhed i den strategiske analyse.

Customer Service

Customer services er en relativt ny enhed i FLSmidth koncernen. Gennem den seneste årrække har FLSmidth investeret meget i Customer Services. Dette har betydet at enheden er vokset markant, og er fra 2012 er blevet en selvstændig enhed ligesom Cement, Mineraler og Cembrit.

Ideen bag Customer services er at supportere kunder efter at Cement, mineral eller Cembrit har leveret et produkt. Herved opnår FLSmidth en forøget kontakt med kunderne, også efter et salg er afsluttet. FLSmidth har derfor samlet alt service og efterbehandling af kunder i en serviceorganisation, der kan udnytte de synergieffekter, der opstår segmenterne imellem.



Figur 7 kilde: FLSmidths – Capital Market Day 2012

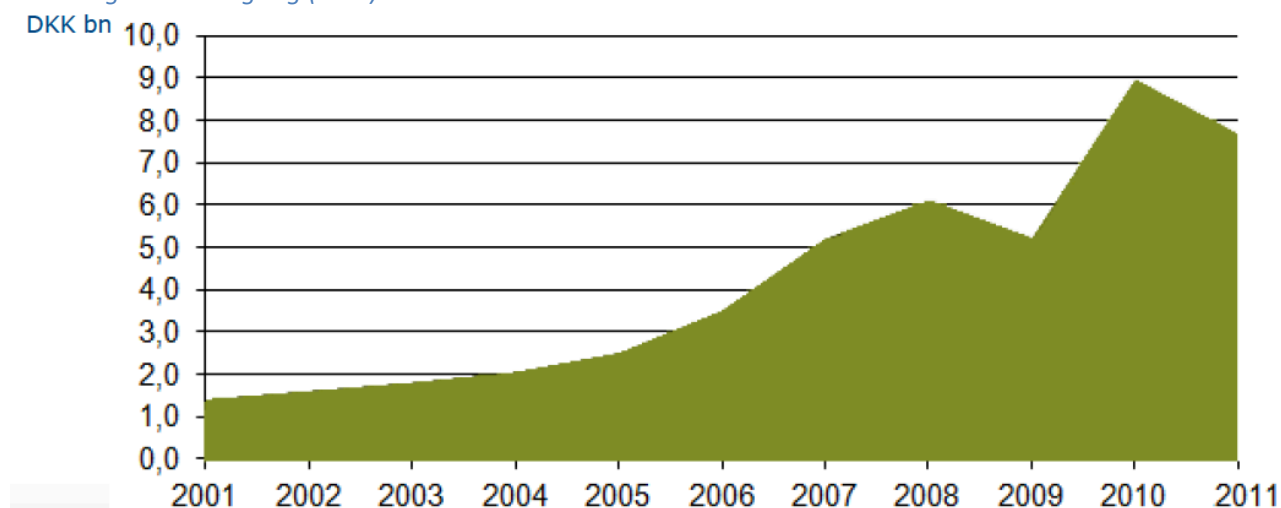
Som beskrevet i figuren ovenfor består Customer Services af alt service efter at salg og leveringsdelene er overstået. Dette omfatter alt fra levering af reservedele og mindre opgraderinger til drift af hele produktionsanlæg.

¹⁰ FLSmidth årsrapport 2010 s. 36

Customer Services bidrager meget til FLSmidths samlede forretning. Udover at yde service til kunder, er enhedens nok vigtigste funktion, at man opretholder en tæt kontakt og samarbejde med kunden efter et afsluttet salg. Herved opnår FLSmidth en interaktion og tillid til kunde, hvorved man skaber et stort incitament, til at vælge virksomheden næste gang de skal starte et nyt projekt op.

Ydermere fungerer servicesegmentet som et mere stabil indtjeningskilde i en forholdsvis konjunkturfølsom portefølje. Stigning i Customer Services fungerer derfor som en form for hedging mod store udsving i generelle økonomiske udvikling.

Udvikling i ordeindgang (mia.)



Figur 8 kilde: FLSmidths – Capital Market Day 2012

Customer Services har udviklet sig kraftigt i gennem en lang periode. Som beskrevet i figuren ovenfor har ordeindgangen været kraftigt stigende siden 2005 og udgør i dag omkring 24,1% af den samlede omsætning, hvorfor denne enhed vil være vigtig for FLSmidth i fremtiden.

Customer Services har gennem den seneste årrække eksisteret som dele af enhederne Cement, Mineraler og Cembrit, og er først i 2012 blevet etableret som en selvstændig enhed. Det er derfor ikke muligt at indsamle samme informationsgrundlag som hos de resterende, hvorfor det igennem afhandlingen er indregnet som en del af Cement og Mineraler.

2.2 Historie

Centrale historiske begivenheder

ÅR	1989	1990	2001	2004	2007
FLSmidth	FLSmidth er et konglomerat med mange forskelligartede aktiviteter: Engineering, Building materials, steel, services, packaging, Aerospace, international Investments.	Opkøb af Fuller Company – øget fokus på Minerals.	Konglomeratstrategien har haft modvind op gennem 90'erne, og Potagua, FLSmidths daværende ejere, fremlægger en holdning, til at koncernen spaltes	FLSmidth Aerospace, Unicon og Aalborg Portland frasælges. FLSmidth er ikke længere hverken beton- eller cementproducent	Densit, en af gruppens sidste ikke-kerne aktiviteter, frasælges, og FLSmidth kan fejre 125-års fødselsdag FLSmidth opkøber GL&V (Minerals) og transformere mineralenheden til at dække alle elementer i produktionen (One Source).

Figur 9 kilde: FLSmidth.com¹¹

Generelt har der ikke inden for den analyserede periode forekommet nogle markante strukturelle eller forretningsmæssige ændringer, der kan give anledning til usikkerhed i regnskabstallene.

Opkøbet af GL&V i 2007 giver dog FLSmidth en forretningsmæssig fordel på mineralmarkedet, men det antages ikke at være noget der vil få direkte indflydelse på analysen.

2.3 Ledelsen

Som det er normal praksis i Danmark, har FLSmidth en klar kompetencefordeling og uafhængighed mellem direktionen og bestyrelsen. Direktionen står for den daglige ledelse, mens bestyrelsen varetager de overordnede strategiske ledelsesopgaver¹².

Bestyrelsen består af 6 medlemmer, der alle har ledelseserfaring i internationalt operative industrivirksomheder. Derudover tilstræbes det, at de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer også har kompetencer inden for køb og salg af virksomheder, finansiering og

¹¹ <http://www.flsmidth.com/en-US/About+FLSmidth/History+of+FLSmidth>

¹² FLSmidth årsrapport 2011 s. 66-67

børsforhold, internationale kontraktforhold og regnskab samt erfaring inden for
entreprenørvirksomhed og teknisk viden inden for cement- og/eller mineralindustri.

Bestyrelsen honoreres med et fast beløb, der fastlægges af generalforsamlingen hvert år. Honoraret er ikke incitamentstyret og fremgår af årsregnskabet.¹³

Dertil består bestyrelsen jævnfør dansk lovgivning af 3 medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer, der vælges for fire år ad gangen.

Direktionsledelsen består af 4 personer, der har det overordnede ansvar for den daglige drift af koncernen. Den administrerende direktør og koncernansvarlige for cementaktiviteterne Jørgen Huno Rasmussen, økonomi- og finansdirektør, Poul Erik Tofte, ansvarlig for mineralaktiviteterne Christian Jepsen, og til sidst ansvarlig for Customer Service og Cembrit Bjarne Moltke Hansen¹⁴.

Direktionshonorar er en afvejning mellem fast aflønning og incitamentsaflønning. Der er af bestyrelsen nedsat et kompensationsudvalg, der har til formål at vurdere direktionens præstation. Størrelsen af incitamentsaflønningen offentliggøres jævnfør gældende regler, og retningslinjerne for ordningen kan ses i årsrapporten¹⁵.

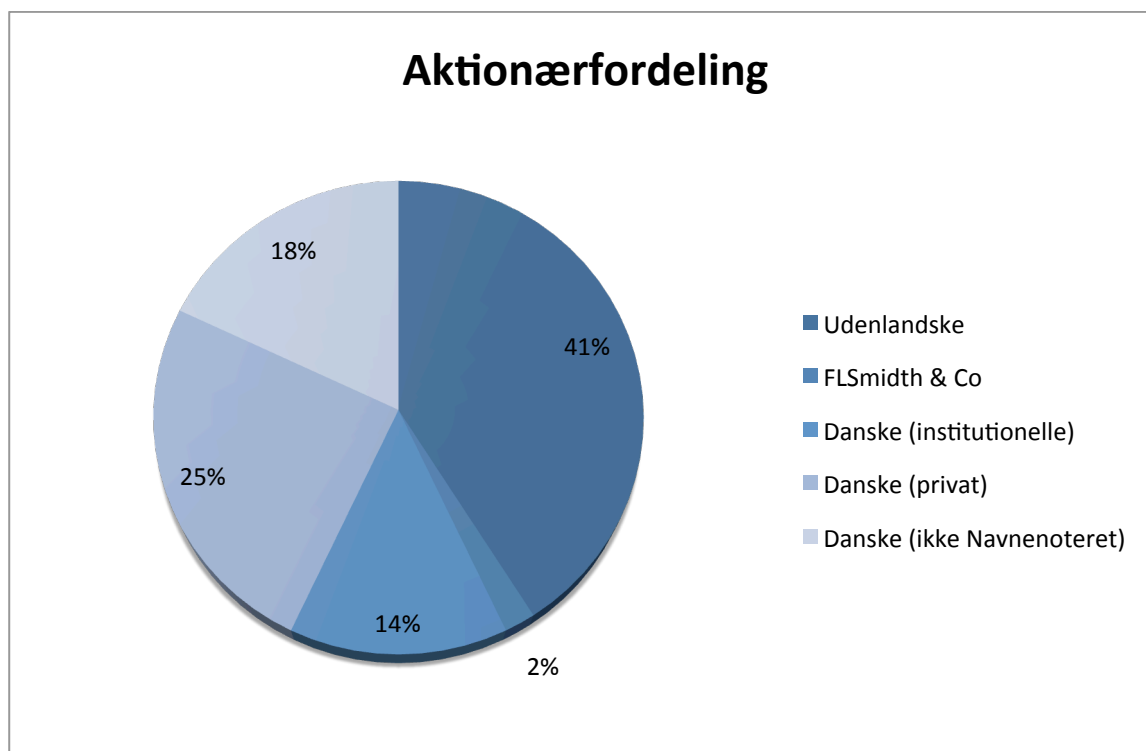
2.4 Aktionærforhold

FLsmidths aktiekapital består af 53.200.000 aktier, der hver giver 20 stemmer i stemmeret. Aktierne er fordelt ud over ca. 46.600 aktionærer, og ingen aktier giver særlige rettigheder.

¹³ FLsmidth årsrapport 2011 s. 66-67

¹⁴ FLsmidth årsrapport 2011 s. 73

¹⁵ FLsmidth årsrapport 2011 s. 66-67



Figur 10 kilde: Årsrapport 2011, s.80

Som det kan ses i figuren ovenfor, er aktionærfordelingen spredt rimeligt over danske og udenlandske aktionærer.

FLSmidth & Co-aktien indgår i en række aktieindeks på NASDAQ OMX Nordic Exchange, herunder OMX Copenhagen C20. Derudover indgår FLSmidth & Co-aktien også i en række nordiske og europæiske aktieindeks, heriblandt "Dow Jones STOXX 600"¹⁶.

FLSmidths aktiekurs har været utrolig volatil gennem de seneste 5 år (se figur 1). Aktien har svunget fra kurs 400 i 2007 op til 570, inden krisen for alvor brød ud medio 2008; for så at falde til 126, da det så værst ud i 2009. Herefter steg kursen betydeligt til 540 primo 2011, hvorefter den igen er faldet til kurs 276 i november 2011 for så derefter at stige til 425,5 den 1. februar 2012.

Udbytte som andel af årets resultat

	2007	2008	2009	2010	2011
Udbytte	29%	0	22%	37%	33%

Figur 11 kilde: Årsrapport 2006-2010,

¹⁶ FLSmidth årsrapport 2010 s. 80

Denne store volatilitet har dog ikke betydet det store for virksomhedens udbyttepolitik. FLSmidth har de seneste 5 år udbetalt et stabilt udbytte. Dog med undtagelse af 2008, hvor ledelsen undlod at betale udbytte grundet den finansielle situation (Se figur 11).¹⁷

2.5 Strategiske fokusområder

Igennem en årrække har FLSmidth fokuseret på Mineralenheden, og denne udvikling har man tænkt sig at fortsætte. Enheden har igennem en periode haft en betydelig vækst, samtidigt med at nyopkøbte virksomheder er blevet indlemmet i virksomheden. Organisationsstrukturen er derfor vokset i omfang og kompleksitet, hvorfor det er valgt at foretage justeringer i mineralforretningens struktur baseret på en mere fokuseret strategi. Hovedfokus i strategitiltagene er en mere strømlinet organisation, der sætter kunderne i højsæde.

Dette vil komme til udtryk via globale teknologi- og produktionscentre med underliggende salgs- og serviceorganisationer. Yderligere har FLSmidths ledelse forsøgt at øge den lokale tilstedeværelse i mineralsektoren ved at opkøbe virksomhederne Roymec (Sydafrika) og Essa (Australien)¹⁸.

Customer service er gennem de seneste år blevet en vigtig del af FLSmidths forretningsmodel inden for både Cement og Mineraler. Kunder efterspørger i stigende grad assistance til ombygning, optimering og udbygning af eksisterende produktionsanlæg. Herudover er dette forretningsområde mindre konjunkturfølsomt, hvorfor FLSmidth mener, at kunne mindske deres eksponering overfor konjunkturer og dermed deres risiko.

Det er derfor FLSmidths intention at øge aktiviteterne inden for dette område for derved at kunne imødekomme kundernes behov. Customer Service udgjorde sammenlagt 24,1% af omsætningen i 2011, og med et skærpet fokus på dette område forventes det at kunne øge omsætningen yderligere 10-15% på længere sigt.

¹⁷ FLSmidth årsrapport 2011 s. 81

¹⁸ FLSmidth årsrapport 2010 s. 34

FLSmidth vil derudover forsøge at optimere koncernens globale forretningsmodel og lokale tilstedeværelse. Dette vil ske ved at øge antallet af underleverandører i lavprislande, øge andelen af ingeniører i indiske ingeniørcentre samt fokusere på den lokale tilstedeværelse specielt i Indien, Kina, Brasilien og Rusland¹⁹.

Derudover er det valgt at dele virksomheden op i fire forretningsenheder: Customer Services, Bulk Materials, Non-ferrous og Cement. Herved bliver Customer Services en enhed for sig selv, hvori man samler alt vedligeholdelse og drift. Derved sikrer man, at stordriftsfordele og synergieffekter bliver implementeret over hele koncernen. Herudover bliver Mineraler delt op i to enheder: Bulk Materials og Non-ferrous, mens Cement fortsætter som én enhed. I opgaven er det valgt ikke at lægge så meget vægt på disse nye enheder, da data omkring disse enheder endnu er meget mangelfuld, ligesom der ikke foreligger nogen historik, hvorfor der er svært konkludere og budgettere på en fremtidig indtjening.

Fremtidige markedsprognoser for Indien og Kina indikerer en stor vækst inden for cement og specielt mineralbranchen. De udgør allerede de to største markeder, men de er samtidig de to markeder, der har de største vækstudsigter. FLSmidth har derfor valgt at øge fokus på disse to regioner, da man mener, de indeholder et enormt indtjeningspotentiale i fremtiden²⁰.

Det kinesiske marked har længe været et svært tilgængeligt marked, men man har i de seneste år haft succes med at sælge udvalgte maskiner og udstyr til kinesiske producenter. På længere sigt vil FLSmidth forsøge at forøge dette salg, samtidigt med at virksomheden fortsat vil forsøge at få et solidt fodfæste på mineral- såvel som cementmarkedet.

¹⁹ FLSmidth årsrapport 2011 s. 17

²⁰ FLSmidth årsrapport 2011 s. 29

3. Strategisk analyse

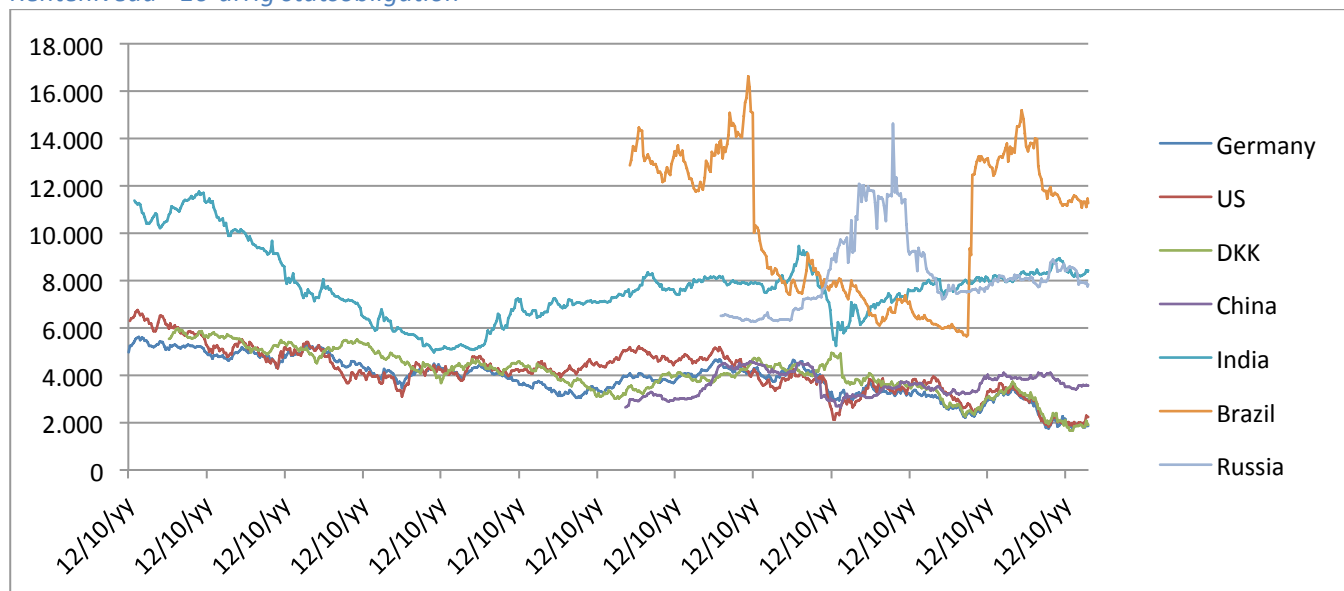
3.1 Pest analyse

Political

Renteniveauet er i høj grad vigtig for investeringslysten og herunder selvfølgelig byggeaktiviteten, hvilken kan spores videre ned til efterspørgslen på FLSmidths produkter. Der kan være politiske incitamenter til at styre renten, da man derved også påvirker aktivitetsniveauet i samfundet, hvilket påvirker FLSmidths afsætningsmuligheder.

Renteniveauet i euroland bliver i høj grad fastsat af den europæiske centralbank²¹, ECB, ligesom FED gør det i USA²², og andre nationalbanker verden over påvirker deres lokale renteniveau. Som beskrevet under "Economical"-afsnittet har den globale økonomi befundet sig i recession, hvilket har skabt incitamenter for at forsøge at øge aktivitetsniveauet. Som indikator for udviklingen i den lange rente bruges typisk renten på 10-årige statsobligationer²³.

Renteniveau - 10-årig statsobligation



Figur 12 kilde: Dataudtræk fra Bloomberg

21 Økonomi- og Selskabsstyrelsen: "Euro -hvem bestemmer hvad?"

22 The Federal Reserve Board: "Purpose & Functions"

23 Danmarks statistikbank: "Penge- og kapitalmarkedet"

På figur 12 ses det, at tendensen er tydelig i de avancerede økonomier, Danmark, Euroland (Tyskland) og USA. Over de seneste tre år er renteniveauet faldet til et historisk lavt niveau. I BRIK-landene²⁴, som ligeledes udgør centrale markeder, er tendens mere uklar og renten har i disse lande været meget volatil over den seneste periode, hvilket hænger sammen med, at disse lande ikke er blevet ramt ligeså hårdt af den globale recession. Den Internationale Valutafond, IMF, anbefaler, at renten holdes lav igennem 2011-12, indtil efterspørgslen for de avancerede økonomier er vendt tilbage. Det forventes at være mindre omkostningsfuldt at have underskud på statsbudgetterne end at lade aktivitetsniveauet falde yderligere²⁵.

Store underskud kan dog forventes at blive efterfulgt af strammere budgetter og lavere statsforbrug i de avancerede økonomier mange år frem²⁶. Økonomier, der kan betegnes som værende "emerging markets", forventes dog ikke på samme måde begrænset i deres statslige forbrug, da blandt andet store infrastrukturelle projekter er nødvendige for at følge med den demografiske udvikling²⁷.

De seneste års fokus på miljø og bæredygtighed kan også vise sig at få stor indflydelse på både mineral- og cementindustrien. Specielt cement er meget påvirket af energipriser og er derfor følsomt overfor tiltag til ændringer i energipriserne. Ydermere er der i mange lande et stort fokus på energiforbruget i industrien. F.eks. forventes det, at den amerikanske regering vil skærpe reglerne for CO₂-udledning på cementanlæg. Dette kan dog vise sig at være en fordel for FLSmidth, der lige nu er en af de førende virksomheder i miljø og bæredygtighed, hvorfor tiltag i den retning kan vise sig at være en fordel for FLSmidth, hvis ikke det får for stor indflydelse på investeringslysten.

Kina udgør det langt største marked for både cement og mineraler med henholdsvis 50% og 30% af verdens samlede forbrug, og er dermed selvfølgelig et interessant marked for FLSmidth. Der er dog visse politiske barrierer. Da den kinesiske regering anser både mineral- og cementområdet for at være af strategisk betydning, er det svært at opnå importtilladelser²⁸.

²⁴ Brasilien, Rusland, Indien, Kina

²⁵ IMF: "New IMF Report Advises on Stimulus Exit Strategies"

²⁶ Oxford Economics: Global Construction 2020 s.6

²⁷ Oxford Economics: Global Construction 2020 s.6

²⁸ FLSmidth: Slideshow i forbindelse med DDF's virksomhedsdag: "FLSmidth & Kina", slide 14

Disse forhold forventes dog at blive forbedret i de kommende år, da Kina er blevet medlem af verdenshandelsorganisationen, WTO, i slutningen af 2003 og i den forbindelse har indvilliget i at nedbryde handelsbarriererne mod udenlandske importører. Dog har implementeringen af WTO-aftalerne været sløv²⁹, og visse forbehold vedrørende specifikke sektorer, herunder mineraler³⁰, er indskrevet i aftalerne. Kina har samtidigt aftalt at indføre WTO's TRIPS-aftale, Trade-related Aspects of Intellectual Property Rights, hvilket imødekommer tidligere problemer, som FLSmidth har haft med opretholdelse af patentrettigheder i Kina³¹. Hertil kommer at Kina bliver beskyldt, især af USA, for at holde deres valutakurs kunstigt lave³² og for at øge deres konkurrenceevne, hvilket yderligere gør det til et meget svært marked at penetrere for udefrakommende³³.

Næstefter Kina er Indien det største marked inden for cement samt en stor spiller på mineralmarkedet, hvorfor det derfor også er et meget interessant marked for FLSmidth. Det er derfor også problematisk, at den indiske regering har sat en bremse på den indiske vækst. Indien har været udsat for et inflationspres den seneste tid, hvorfor regeringen har følt sig nødsaget til at sætte en dæmper på væksten. Dette vil med sikkerhed påvirke FLSmidths indtjeningspotentiale på kort sigt og kan på længere sigt være grund til en del bekymring, da Indien er et utrolig vigtigt marked for FLSmidth³⁴.

Economical

De økonomiske faktorer er særligt vigtige for FLSmidth, da virksomheden er meget konjunkturfølsom. Investeringsgoder er almindeligvis mere konjunkturfølsomme end forbrugsgoder³⁵, hvilket er tilfældet for alle tre af FLSmidths segmenter: Cement, Mineraler og Cembrit. Dog er det mest udpræget ved Mineraler³⁶.

Alle er afhængige af efterspørgslen på byggematerialer, som igen er afhængig af underliggende "drivere" som eksempelvis vækst i BNP/GDP, urbanisering, befolkningsvækst, købekraft og industrialisering³⁷.

²⁹ China Business Review: "WTO: China Enters Year Three"

³⁰ WTO: "WTO successfully concludes negotiations on China's entry"

³¹ FLSmidth: Slideshow i forbindelse med DDF's virksomhedsdag: "FLSmidth & Kina" og WTO: "WTO successfully concludes negotiations on China's entry"

³² Berlingske tidende: "Kina og USA stadig uenige om Yuan" og "Kina slår Tyskland på eksporten"

³³ FLSmidth: Slideshow i forbindelse med DDF's virksomhedsdag: "FLSmidth & Kina", slide 14

³⁴ FLSmidth kvartals rapport Q3 2010 – s.2

³⁵ Elling (2005) s.70

³⁶ FLSmidth Årsrapport 2010, s.5 og 6

³⁷ Alliance business School: "Analysis of the Indian cement industry"

Økonomien har i en lang periode været præget af lav vækst, som har eksisteret siden 2007/2008, hvor den globale aktivitet er faldet hurtigere, end det er set siden sidste verdenskrig³⁸. Specielt landene i Europa og Nordamerika er stærkt påvirkede. Byggesektoren er en af de sektorer, der er blevet ramt først og hårdest af recessionen³⁹. Især de udviklede økonomier er blevet hårdt ramt, mens mange udviklingsøkonomier har præsteret positiv vækst igennem krisen, til trods for at vækstraterne også her er blevet ramt i nogen grad.

Generelt er boligsektoren den primære driver for cementindustrien, mens industrielle og infrastrukturelle sektorer fungerer som sekundære drivere. Dette betyder, at FLSmidths omsætning på cementområdet er meget afhængig af, at der kommer gang i boligmarkederne igen⁴⁰.

FLSmidth beskæftiger sig dog i høj grad med længerevarende projekter og har anselige ordrebøger, hvorfor virksomheden kan anses som værende konjunkturfølsom, men med en "lagging" effekt. Ordrebøgerne skrumpede ind i 2008, men det egentlige fald i omsætningen kom først i 2009 og -10, da man i en periode kunne tære på de kontrakter, man havde erhvervet sig i 2007 og -08.

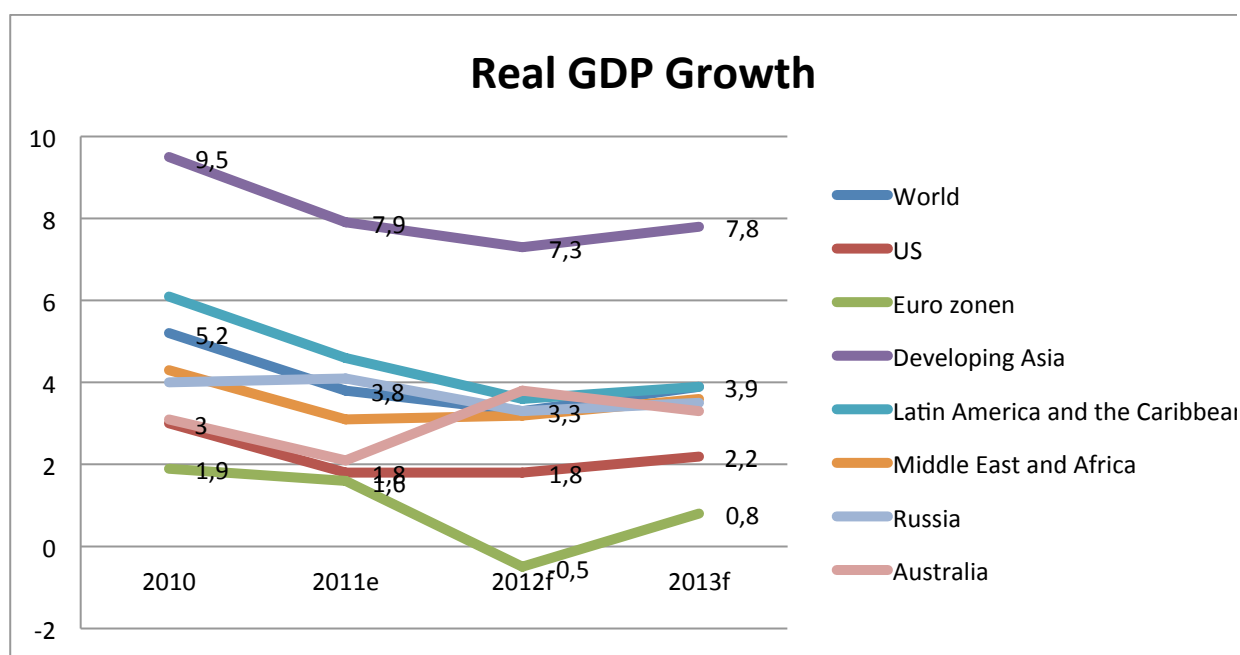
FLSmidth nævner i årsrapporten 2010⁴¹, at de selv benytter BNP-væksten ved prognosticering af fremtidige afsætningsmuligheder. Det er i denne sammenhæng interessant at kigge nærmere på, hvordan udviklingen på de relevante markeder forventes at udspille sig.

³⁸ IMF: "IMF note on global economic policies and prospects"

³⁹ Oxford Economics: Global Construction 2020 s.6

⁴⁰ <http://www.equitymaster.com/research-it/sector-info/cement/>

⁴¹ FLSmidth Årsrapport 2010, s.13



Figur 13 kilde: IMF World economic outlook

Gennem "den finansielle krise" har det været tendensen, at de avancerede økonomier er blevet hårdest ramt, mens udviklingsøkonomierne har været relativt mindre påvirkede. Specielt Eurozonen ser ud til at være rigtig hårdt ramt. Den finansielle uro i det sydlige Europa har tydeligvis skabt en masse usikkerhed om forventningerne til den samlede fremtidige vækst. Forventningerne til, om kriseramte lande som Grækenland, Italien, Portugal og Spanien kan generobre kontrollen over deres økonomi, har en enorm betydning for Eurozonens fremtidige vækstrater og selvfølgelig også resten af verdens.

Brasilien har været noget hårdere ramt, men med de resterende BRIK-lande deler de en forventning om en langt hurtigere "pickup" end de mere avancerede økonomier⁴².

Kina og Indien har sammen med resten af Asien klaret sig fint gennem krisen, men ser ud til at stagnere en smule, indtil de igen forventes at øge væksten i 2013.

Set på den samlede vækst i hele verdenen, kom 2011 til at ligne 2010, mens der forventes en smule lavere vækst i 2012. I 2013 forventes det dog, at de fleste lande er ved at få rystet krisen af sig, og det forventes, at næsten alle lande vil øge deres vækst i forhold til det foregående år.

⁴² IMF: "World Economic Outlook, 2012"

Sociokulturel

Gennem en lang periode har man oplevet voksende middelklasser i mange udviklingslande, specielt Kina og Indien. Dette har afledt et merforbrug, som har ført til øgede globale investeringer i både mineral- og cementindustrien. Fortsætter denne udvikling, vil det have store indflydelse på en virksomhed som FLSmidth, da man derved vil have store muligheder for at opretholde og øge væksten i fremtiden.

Derudover er der øget fokus på det sociale og miljømæssige samfundsansvar, som virksomhederne også forventes at tage del af. CSR er derfor en vigtig del af enhver virksomheds strategi og er noget, som bør tænkes ind i de fremtidige udsigter. For FLSmidth antages det dog ikke at have så stor effekt som hos mange andre virksomheder. FLSmidth er ikke i direkte kontakt med slutbrugeren og er derfor heller ikke direkte påvirket af denne tankegang. Det skal dog tilføjes, at CSR-politikken dog stadig påvirker virksomhedens brand, hvorfor det er noget, som FLSmidth alligevel bruger en del tid og ressourcer på.

Technology and environment

FLSmidth fordeler (ikke nærmere defineret) deres R&D-indsats med henholdsvis 25% på "Research" og 75% "Product Development"⁴³. Førstnævnte bærer mest grundforskningens karakteristika, mens sidstnævnte relaterer sig direkte til udviklingen af specifikke produkter.

FLSmidth besidder verdens største R&D-faciliteter indenfor Cement, lokaliseret i Mariager, samt mindre anlæg i henholdsvis USA og Indien.

Cementproduktion er en meget energitung industri. Både set ud fra producentens synspunkt, da energi udgør en meget stor del af produktionsomkostningerne, og på global skala. Cementindustrien benytter typisk energi udvundet fra fossile brændstoffer (især kul) og står dermed for et anseeligt samlet bidrag på 5% af verdens CO₂-udledning⁴⁴.

⁴³ FLSmidth: "R&D – a vital strategic focus area", 2009. Slide 9

⁴⁴ Environmental Literacy Council: "Cement".

Meget af FLSmidths forskning og udvikling går på at minimere dette energiforbrug⁴⁵, da det selvfølgelig vil være værdiskabende for deres kunder. Samtidig er der også fokus på produkter, der bliver drevet af alternative energikilder samt filtre og lignende til at forhindre udledning af skadelige stoffer. Udover de direkte omkostninger, der er forbundet med energiforbruget, vil der med al sandsynlighed herudover være omkostninger forbundet med køb af ekstra CO₂-kvoter, samt mere abstrakte implicitte omkostninger forbundet med virksomhedens miljømæssige image. Et emne der for tiden får meget fokus fra mange forskellige vinkler, og som stiller krav til producenterne.

Herudover kommer en masse produktspecifikke gennembrud, som vil være for omfattende til at beskrive her, men FLSmidth har en vision om at udvikle "world leading technology", hvilket giver en masse produkter samt spin-off opfindelser, som bliver patenteret. I 2010 blev det til 50 patenterede opfindelser indenfor både cement og mineraler. I et marked med standardiserede produkter, som cement og mineraler, er omkostningsefficiens ikke bare et konkurrenceparameter, men en forudsætning for at være konkurrencedygtig, hvorfor det er kritisk at være på forkant med teknologien⁴⁶.

Delkonklusion

FLSmidths indtjening antages at være ganske konjunkturfølsom, hvorfor den globale udvikling er enormt interessant. Den globale økonomi har befundet sig i en recession, men denne har været mere udtalt i de avancerede økonomier. Med forventninger om en lav vækst i Europa og USA samt en stagnerende vækst i Indien ser udsigterne for 2011–12 ikke alt for positive ud; dog ser det ud til, at de fleste lande vil kunne producere flottere vækstrater i 2013. Meget afhænger dog af, hvordan den igangværende krise i Sydeuropa ender.

FLSmidth anvender mange ressourcer på forskning og udvikling. Dette er dog også meget nødvendigt, da virksomhedens teknologiske og menneskelige knowhow er en af de største styrker. Omkostninger er et utrolig vigtigt parameter i både cement- og mineraldriften. Det er derfor utrolig vigtigt for

⁴⁵ FLSmidth Årsrapport 2010, s.40

⁴⁶ FLSmidth Årsrapport 2010, s.50

FLSmidth, at de er på forkant med den nyeste teknologi for at kunne etablere og drive konkurrencedygtige produktionsanlæg.

3.2 Markedsanalyse

Cementmarkedet

Cement er et relativt ensartet produkt og er derfor hovedsageligt drevet af kvalitet og pris. Derudover er det et meget voluminøst produkt, hvorfor transport er meget omkostningstung. Det er derfor ikke rentabelt at transportere cement over længere afstande, hvorfor cementproduktion i vid udstrækning foregår lokalt og regionalt⁴⁷.

Uden muligheder for at importere cement fra andre regioner er efterspørgslen på yderligere cementkapacitet derfor drevet af den lokale og regionale efterspørgsel på cement.⁴⁸ Efterspørgslen på cement følger oftest den generelle økonomiske udvikling i regionen, da generel økonomisk vækst resulterer i øgede offentlige og private investeringer.

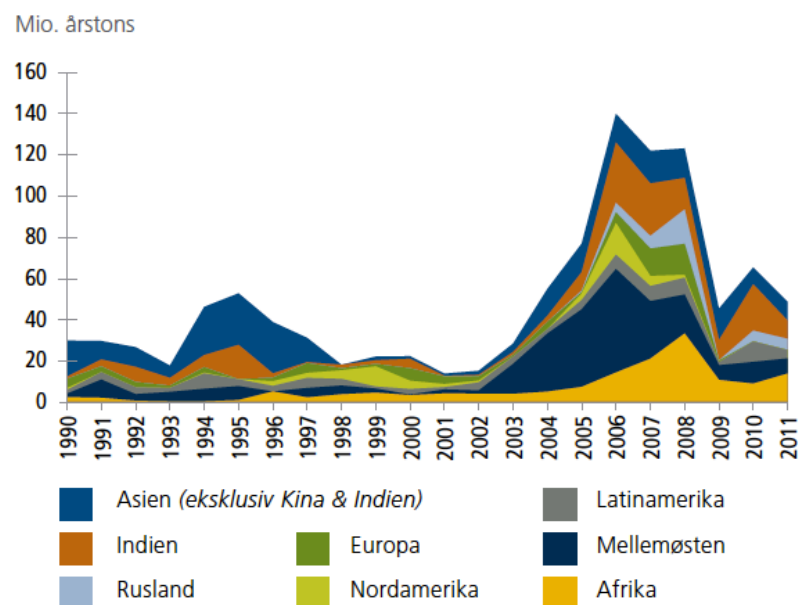
Derfor vil vækst i den regionale GDP fungere som en valid driver for efterspørgslen på cement og cementkapacitet⁴⁹.

⁴⁷ FLSmidth årsrapport 2011 s. 52

⁴⁸ FLSmidth årsrapport 2011 s. 52

⁴⁹ J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

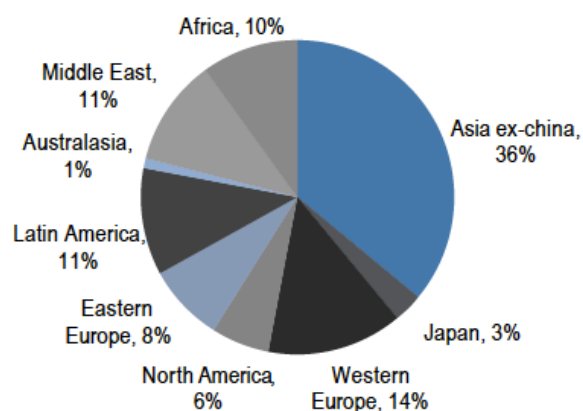
Historisk nykontraheret ovnkapacitet (eksklusive Kina)



Figur 13 kilde: Årsrapport 2011, s.48

Globalt set har den historiske efterspørgsel på Cement være faldende siden finanskrisen i 2008. Specielt har faldet i Indien, Afrika og resten af Asien haft stor indflydelse på det globale efterspørgsel (Se figur 13). Generelt konsumeres langt størstedelen af alt cement i udviklingslande, hvorfor FLsmidth er meget afhængig af, at disse økonomier opretholder en rimelig vækst⁵⁰. I figur 14 kan det ses, hvorledes den generelle nykontraherede ovnkapacitet fordeler sig.

Global cement Consumption



⁵⁰ J. P. Morgan, Europe equity research - FLsmidth

Figur 14 kilde: J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

Det forventes, at den kortsigtede globale vækst vil være forholdsvis svag den næste årrække, mens væksten på længere sigt, særligt nykontraheret ovenkapacitet forventes at stige signifikant. Det forventes yderligere, at udviklingslandene Indien, Rusland og Brasilien vil kunne opnå en vækst på mellem 7-12% p.a. over de næste 3-4 år. Dette begrundes med, at høje "fixed asset" investeringer samtidigt med solide byggeriudgifter driver efterspørgslen op⁵¹.

Følgende markeder har givet anledning til yderligere diskussion:

Indien

Det indiske marked har i 2011 været præget af overkapacitet og begrænset investeringslysten på grund af høje renter og lave offentlige investeringer. Dette har betydet, at efterspørgslen på cement i 2011 har været lavere end forventet. Der er gennem en årrække blevet investeret betydeligt i kapacitetsudvidelse, hvorfor den manglende efterspørgsel forsinker fremtidige kapacitetsinvesteringer markant⁵².

I 2012 forventes der derfor en afdæmpet cementefterspørgsel på det indiske marked. Der forventes dog en generel stigning i "fixed assets" over den næste årrække, hvilket forventes at øge cementefterspørgslen på længere sigt. Derved vil der også ske en betydelig reduktion i den overskudskapacitet, der er opstået på markedet efter krisen⁵³.

Kina

Det kinesiske marked er med over 50% af det samlede cementforbrug det største marked i verden. Det har dog vist sig at være et utrolig svært marked at komme ind på. Konkurrenten Sinoma sidder solidt på over 50% af markedsandelene mod FLSmidths 2%, mens regulatoriske barrierer står i vejen for enhver form for penetration af markedet. Generelt er Kina et marked med enormt potentiale, men det ser ikke ud til, at FLSmidth for alvor kan erobre signifikant større markedsandele i den nærmeste fremtid.

⁵¹ J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

⁵² FLSmidth årsrapport 2011 s. 50

⁵³ J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

Nordamerika

Ligesom flere andre regioner har Nordamerika også været præget af lav vækst efter finanskrisen. Stor overkapacitet betyder, at investeringer har været faldende. Boligmarkedet i USA, Canada og Mexico har været stillestående, samtidigt med at de offentlige underskud har præget investeringslysten negativt⁵⁴.

Den amerikanske (US) cementindustri ser dog ud til at skulle gennemgå en seriøs opstramning af produktionsreglerne. Træder denne opstramning i kraft (2013), vil det betyde et enormt indtjeningspotentiale for FLSmidth, der af flere spås til at stå bedst på det amerikanske marked i forhold til levering af løbende udstyr⁵⁵.

Der er derfor blandede forventninger til det nordamerikanske marked. Umiddelbart ser markedet ikke ud til at levere nogen særlig vækst i den nærmeste fremtid, men gennemføres de førnævnte opstramninger, kan det dog meget vel tænkes, at det nordamerikanske marked pludselig kan blive meget attraktivt for FLSmidth.

Sydamerika

Til forskel for de ovenstående regioner har den sydamerikanske cementindustri klaret sig fint gennem krisen. Specielt Brasilien, Argentina og Chile har klaret sig rigtig godt med store offentlige investeringer og derved attraktive fremtidsudsigter. Det forventes derfor, at det sydamerikanske marked vil byde på gode muligheder for at vækst hos FLSmidth.

Afrika og Mellemøsten

Den nordafrikanske og mellemøstlige cementindustri er blevet hårdt ramt af politiske uro, der har resulteret i lave investeringer. Specielt nye investeringer har set en drastisk nedgang.

Generelt er der dog alligevel forventninger til vækstpotentiale i flere afrikanske lande, heriblandt Ægypten, Algeriet og Nigeria. Landene i Mellemøsten ser derimod ikke så attraktive ud. Regionen har

⁵⁴ FLSmidth årsrapport 2011 s. 50

⁵⁵ J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

gennem krisen opbygget en stor overskudskapacitet, hvorfor der ikke er forventninger om nogen betydelig vækst i de kommende år.

Mineralmarkedet

Gennem de seneste år har mineralmarkedet oplevet massiv vækst som et resultat af en voksende middelklasse i udviklingslandene. Dette har skabt en stigende efterspørgsel på infrastruktur og forbrugsgoder, der er baseret på mineraler og metaller. Vækst i købekraft og antallet af globale forbrugere er derfor de primære drivkræfter til den stigende efterspørgsel.

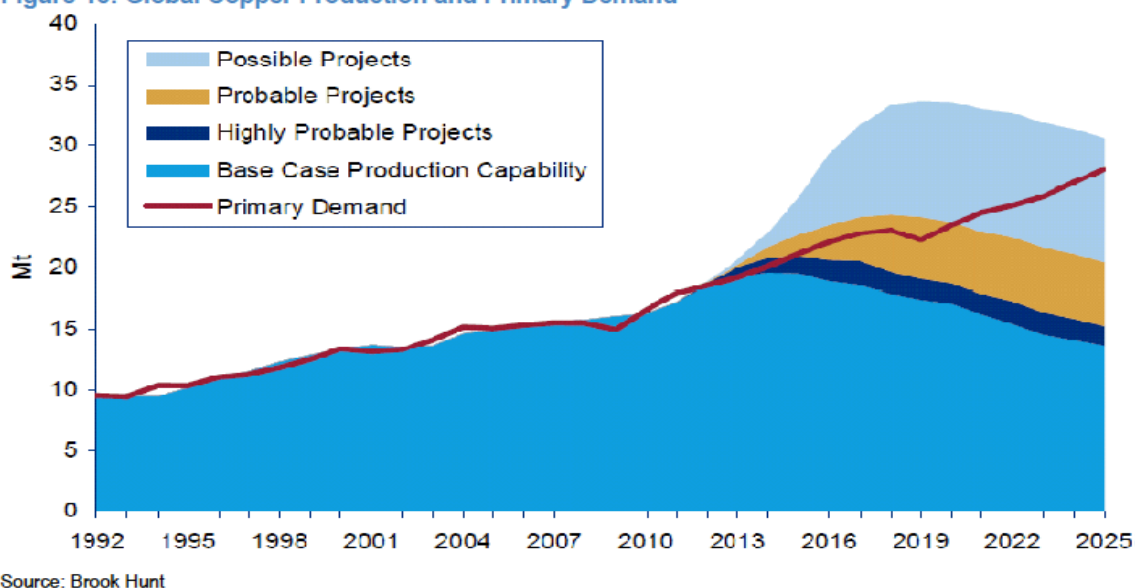
Mineralmarkedet er kendetegnet ved en global prissætning, hvor udbud og efterspørgsel fastsættes globalt til forskel fra cementmarkedet. I en årrække har der været underinvesteringer i branchen, men nu synes denne tendens at vende, og man har i år oplevet en vækst i investeringer, der overstiger efterspørgslen på mineraler.⁵⁶

Forventningerne til den fremtidige vækst på mineralmarkedet er høje. For tiden oplever virksomheder i mineindustrien sunde indtjeneringer med stærke balancer samt likvide midler til rådighed til nye investeringer⁵⁷. Dette understøttes yderligere af gunstige mineralpriser, der lige nu ligger et stykke under produktionsomkostningerne.

⁵⁶ FLSmidth årsrapport 2011 s. 38

⁵⁷ FLSmidth årsrapport 2011 s. 38

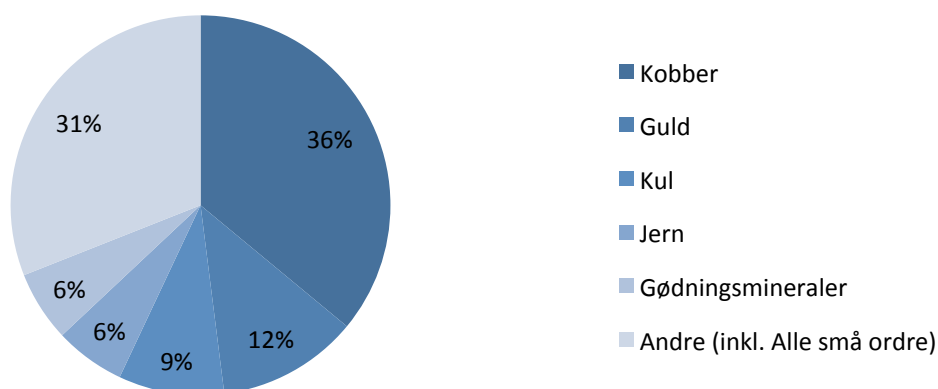
Figure 18: Global Copper Production and Primary Demand



Figur 15 kilde: J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

Det forventes, at den nuværende efterspørgsel vil overstige udbuddet inden 2017, hvorfor der forventes store investeringer i branchen over den næste årrække. Dette sker som et resultat af, at der er relativt få miner under produktion, samtidig med at et stort antal miner går ud af produktion, efter at være blevet udtømt⁵⁸ (se figur 15).

Mineralomsætning 2011



Figur 16 kilde: Årsrapport 2011, s.36

⁵⁸ J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

Som det kan ses i ovenstående diagram, er kobber med en omsætning på 36% det største mineralsegment, mens guld 12% og jern 9% også er vigtige segmenter for FLSmidth. Med en samlet markedsandel på 57% har FLSmidth derfor en forholdsvis høj eksponering mod disse tre markeder. Resten af omsætningen er fordelt jævnt ud over resten af porteføljen, hvorfor risikoen derfor også må forventes at være spredt ud mange forskellige produkter⁵⁹.

Med en stor eksponering mod kobbersegmentet er FLSmidth meget afhængig af udviklingen i denne branche. Generelt er forventningerne til minedrift af kobber høje. Som beskrevet før, er udbuddet faldende over den kommende årrække, da flere miner synes at være ved at være udtømte. Denne udvikling giver FLSmidth store muligheder for at erobre nye kunder og markedsandele, eftersom dette forventes at resultere i øgede investeringer i kobbersegmentet. Derudover går trenden også mod en mere automatiseret minedrift, hvilket må antages at være en fordel for FLSmidth, da FLSmidth med fokus på RD og knowhow er langt fremme på dette punkt. Konkurrenten Outotec menes dog også at drage fordel af denne trend.⁶⁰

Konkurrenter

Det er valgt at supplere markedsanalysen med en analyse af FLSmidths nærmeste konkurrenter. Afsnittet har til formål at kortlægge de største udbydere af produktionsudstyr til mineral- og cementindustrien, således at FLSmidths historiske og fremtidige markedsdefinition er identificeret til brug i budgetteringen.

Da FLSmidth er den eneste konkurrent, der agerer både på cement- og mineralmarkedet, har det været nødvendigt at dele afsnittet op i cement- og mineralkonkurrenter.

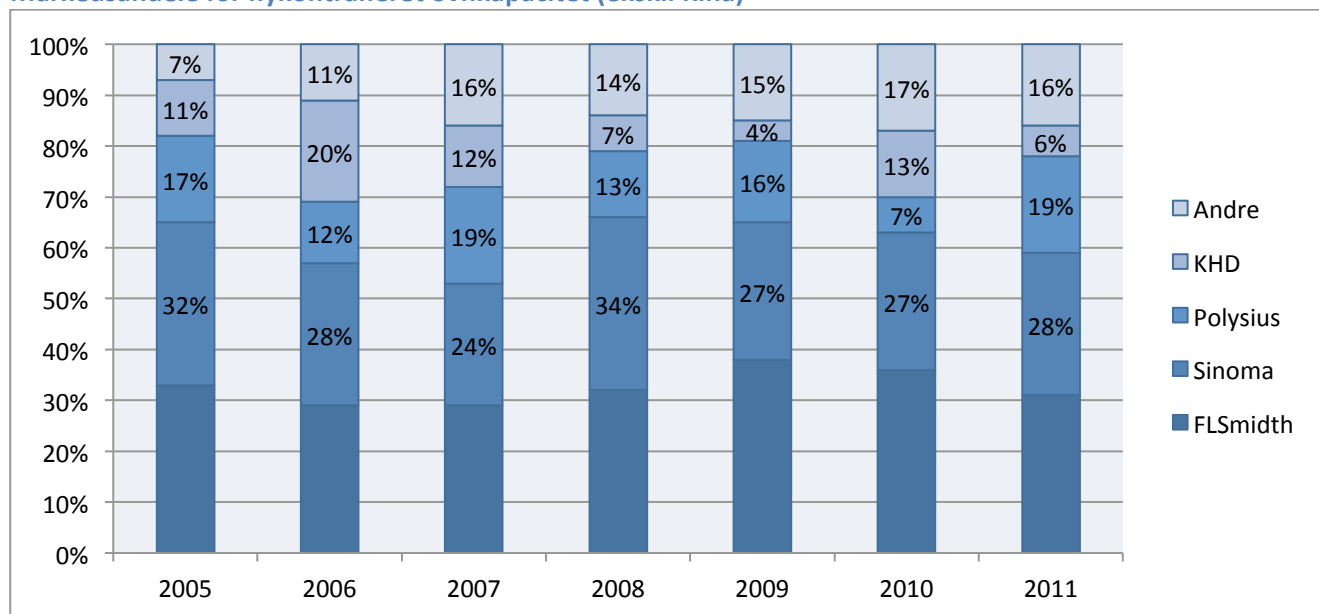
Konkurrenter i cementindustrien er udvalgt ud fra størrelsen af markedsandele. Mineralmarkedet er dog et mere komplekst marked med en meget bred produktportefølje. Det har derfor ikke været muligt at udvælge på markedsandele, hvorfor konkurrenterne er valgt ud fra størrelse af omsætning samt porteføljesammensætning.

⁵⁹ FLSmidth årsrapport 2011 s. 38

⁶⁰ J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

Konkurrenter - cement

Markedsandele for nykontraheret ovnkapacitet (ekskl. Kina)



Figur 17 kilde: Egen tilvirkning ud fra J. P. Morgan, Europe equity research – FLSmidth og FLSmidths årsrapport.

Konkurrenterne er udvalgt ud fra markedsandele indenfor nykontraheret ovnkapacitet.

Ovnkapaciteten udgør dog kun en andel af den samlede produktionslinje. Det er derfor ikke et helt præcist estimat for udviklingen i den samlede omsætning men fungerer som en rimelig indikator for nye kapitale investeringer i branchen.

Med udgangspunkt i figur 17 kan det konkluderes, at FLSmidths tre største konkurrenter er Simona, Polysius og KHD. Over den seneste årrække har markedsandelene forholdt sig relativt stabilt mellem selskaberne. Specielt FLSmidth og Sinoma, de to største aktører, har opretholdt meget stabile markedsandele. Hvorimod Polysius, KHD og de resterende virksomheder svinger en smule mere i markedsandele.

Sinoma

Sinoma er et statsejet kinesisk selskab, der ligesom FLSmidth udbyder produktionsudstyr og produktionsanlæg til cementindustrien. Virksomheden er absolut den største aktør på det kinesiske marked og har gennem de seneste årti udviklet sig til at være den næststørste aktør i verdenen.

Sinomas vigtigste konkurrenceparameter er lave omkostninger. De leverer ingeniørarbejde og produktion af hele cementanlæg, der teknologisk er væsentligt lavere end FLSmidth og KHD. Dette betyder til gengæld, at de kan holde deres omkostninger på et lavt niveau. Specielt havde Sinoma i starten af det nye årtusind haft stor succes med at udnytte deres lave omkostninger til at vinde store markedsandele uden for Kina. Dette er dog aftaget lidt de seneste år, som FLSmidth er blevet mere konkurrencedygtig på omkostninger.

Specielt har Sinoma haft stor succes i Mellemøsten, hvor virksomheden selv medbringer lavtlønnet arbejdskraft fra Kina, og derved kan de fastholde lave omkostninger. Mellemøsten står for en meget stor del af Sinomas succes uden for Kina, da virksomheden har haft svært ved at implementere samme strategier i andre lande. Mange andre nationer vil ikke give arbejdstilladelse til så stort et volumen af midlertidig udenlandsk arbejdskraft på en gang. Uden at kunne importere lavtlønnet arbejdskraft fra Kina har Sinoma derfor svært ved at konkurrere på omkostninger, da de som tidligere nævnt ikke har den samme teknologi og knowhow, som nogen af de andre konkurrenter⁶¹.

Polysius

Polysius er en tysk virksomhed ejet af Thyssenkrupp, der har specialiseret sig i produktionsudstyr til mineral- og cementindustrien. Virksomheden er 150 år gammel og har derfor ligesom FLSmidth mange års kendskab til branchen.

Polysius her gennem den seneste årrække ligget stabilt på en markedsandel på mellem 12-19%. I 2010 faldt markedsandelen dog helt ned til 7%. Dette historiske fald i markedsandele blev dog hurtigt vendt, da man allerede i 2011 opnåede markedsandele på hele 19%. Den høje vækst skyldes primært opførelse af 4 komplette cementproduktionsanlæg i slutningen af året⁶².

⁶¹ J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

⁶² http://www.polysius.com/fileadmin/user_upload/zement_report/2012/ZR_0212_WEB_-_gb.pdf

KHD

KHD har ligesom Polysius eksisteret i over 150 år. Virksomheden udbyder komplet produktportefølje af udstyr til cementfabrikker og driver en global forretning med enheder placeret over hele verdenen⁶³.

Over den seneste årrække er der forretningsmæssigt valgt at outsource store dele af produktionen.

Ligesom man er i gang med at bygge servicecentre i Indien, Rusland og Amerika til at servicere anlæggene efter opførelse. En strategi som FLSmidth også satser på.

Som det kan ses i figur XXX, har KHD haft en meget volatil markedsandel gennem den seneste årrække med andele på mellem 4 – 19%. I 2011 sluttede KHD med en markedsandel på 6%, hvilket er relativt lavt set over perioden.

Med Sinomas fokus på lave omkostninger og FLSmidths, Polysius og KHD fokus på teknologi og knowhow, er markedet delt op i to lejre, hvor de effektive omkostninger pr. produceret cementenhed er et enormt vigtigt parameter.

Det forventes at Sinoma, KHD og Polysius fortsat vil være FLSmidths største konkurrenter, da alle virksomheder har de økonomiske og organisatoriske egenskaber der skal til for at kunne konkurrere med FLSmidth.

Konkurrenter – mineraler

Som tidligere beskrevet er mineralmarkedet et komplekst marked og er derfor svært at dele op i markedsandel ligesom cementmarkedet. Det er valgt at fokusere på FLSmidths to største konkurrenter Metso og Outotec, der på forretning og produktportefølje minder meget om FLSmidth.

På grund af den lidt mere komplekse branchestruktur i mineralindustrien har det ikke været muligt at indsamle det samme informationsgrundlag på konkurrenterne som på cementindustrien. Dette kan få

⁶³ <http://www.khd.com/company-profile.html>

indflydelse på informationsgrundlaget i budgetteringen, men forventes dog ikke at have nogen signifikant effekt.

Metso

Metso er en international virksomhed, der opererer indenfor flere forskellige brancher bl.a. mineindustri (30%), byggeri, el produktion, olie & gas, genbrug, papirmasse og papir. Med 30% omsætning i mineraler konkurrerer Metso kun med FLSmidth i en del af deres forretning.

Metsos mineralforretning udgør ligesom FLSmidth alt fra levering af produktionsudstyr til komplette produktionsanlæg, men har også kerneområder inden for slibemaskiner og knusere. Virksomheden er repræsenteret globalt og havde en mineralomsætning i 2011 på omkring 14.794 mio., hvorfor den må betragtes som værende en stor aktør på markedet⁶⁴.

Outotec

Outotec er et finsk selskab, der udvikler og udbyder teknologiske løsninger til mineralindustrien. Virksomheden havde en omsætning på 10.281. mio. kr. i 2011, og er en af de største aktører inden for behandling af mineraler og metaller. Specielt har de ligesom FLSmidth udmærket sig inden for opførelse af komplette produktionsanlæg.

⁶⁴ http://www.metso.com/corporation/about_eng.nsf/WebWID/WTB-041026-2256F-55957?OpenDocument

3.3 Porters Five Forces

Denne del af den strategiske analyse har til formål at skabe et overblik over branchens konkurrenceintensitet, samt hvor attraktivt det er at være aktør i branchen.

Dette gøres ved at analysere fem parametre i dybden (*kundernes forhandlingsmagt, leverandørernes forhandlingsmagt, substituerende produkter, indgangsbarriere og rivalisering i branchen*).

Situationen i hvert parameter influerer på den samlede attraktivitet af branchen og fungerer derfor også som strategidrivere til senere anvendelse i budgetteringen.

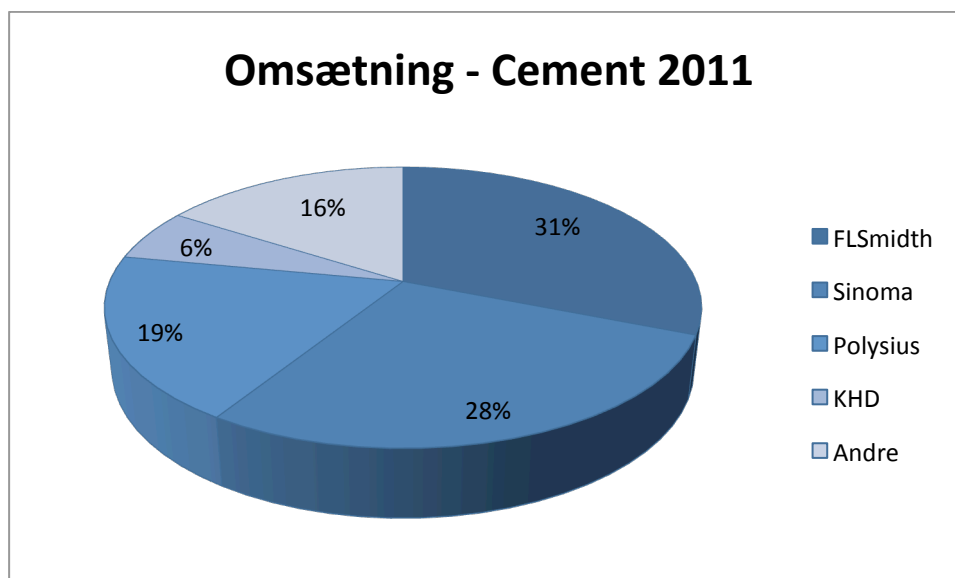
Konkurrenceintensiteten i branchen

Cement og mineraler er generelt meget homogene produkter. Derfor er de vigtigste salgsparametre i brancherne pris og kvalitet. Evnen til at minimere sine marginalomkostninger er derfor kritisk ved opførelse af et nyt produktionsanlæg⁶⁵.

Denne udvikling betyder, at for at agere på markedet er virksomhederne nødt til at være i besiddelse af den nyeste teknologi. Virksomhederne i branchen bruger derfor mange ressourcer på at forske og udvikle samt at opkøbe virksomheder, da de rigtige patenter og rettigheder kan være afgørende for at vinde en kontrakt⁶⁶.

⁶⁵ FLsmidth årsrapport 2010 s. 18

⁶⁶ FLsmidth årsrapport 2010 s. 27



Figur 18 kilde: Årsrapport 2011, s.49

På det globale cementmarked er FLSmidth den største aktør med en markedsandel på 31%. De nærmeste konkurrenter er Sinoma og Polysius med markedsandele på henholdsvis 28% og 19%. Det betyder, at tre virksomheder sidder på 78% af det samlede marked for leverance af produktionsanlæg (udenfor Kina), hvorfor det må antages at have oligopolistiske tilstande⁶⁷, hvilket må anses som værende attraktivt.

Dette underbygges også af den historiske udvikling, som cementindustrien har haft de seneste 5 år (se figur 17 markedsanalysen). De fire store virksomheder dominerer markedet, og de eneste markante udvekslinger i markedsandele foregår mellem disse, mens de resterende aktører opretholder en stabil markedsandel på 16%.

På mineralmarkedet er FLSmidth også en af de største aktører og har primært to store konkurrenter Outotec og Metso (to finske børsnoterede selskaber). Markedet er meget fragmenteret (mange forskellige mineraler,) og det er derfor svært at bestemme egentlige markedsandele. Specielt er der mange nichevirksomheder, der satser på at udvinde enkeltmineraler. Men da det antages, ligesom cementmarkedet, at bære træk fra oligopolistisk konkurrence, dominerer de rigtigt store aktører stadig markedet og drager fordele af deres stordriftsfordele.

⁶⁷ FLSmidth årsrapport 2010 s. 22 samt FLSmidth - Investor Q1 2010 Investor Roadshow

Generelt karakteriseres de to markeder ved at fokusere på kundernes marginalomkostninger ved drift, samt at der kun er få udbydere. FLsmidth leverer totalløsninger under mantraet "One Source"⁶⁸. En sådan strategi giver flere muligheder for at differentiere sig, hvilket typisk understøtter højere marginer. Ydermere er specielt mineralmarkedet et marked med forventninger om vækst over den næste årrække, hvilket vil dæmpe konkurrenceintensiteten en smule samt øge potentialet for fremtidig vækst og profit.

Markedet må derfor karakteriseres som forholdsvis attraktivt, idet det lave antal af leverandører betyder, at der er forholdsvis gode muligheder for profit.

Kundernes forhandlingsmagt

Generelt betyder et lavt antal af udbydere i cementindustrien, at kunderne vil have en relativt lav forhandlingsstyrke. Samtidigt vil det være vanskeligt for kunden at skifte samarbejdspartner ved eventuel utilfredshed.

Cementprodukter er karakteriserede ved at være tunge i forhold til deres værdi, hvorfor transportpriser bliver nøglefaktor for, hvordan markedet ser ud. Det er ikke rentabelt at have et produktionsanlæg, der ligger mere end få hundrede kilometer væk fra slutbrugeren⁶⁹, hvilket nødvendiggør mange og geografisk spredte cementproducenter. Virksomheder, der gerne vil ekspandere, er derfor nødt til at etablere flere produktionsanlæg, der er lokaliseret i forhold til slutbrugernes geografiske placering. Kundens forhandlingsstyrke bliver derved yderligere forværret, da han ikke kan etablere et stort centralt produktionsanlæg, i forhold til hvor det er rentabelt at producere, men er nødt til at etablere flere, geografisk spredte produktionsanlæg.

Ved etablering af produktionsanlæg arbejder kunder og leverandører ofte meget tæt sammen for at skabe den mest optimale løsning for kunden, hvorfor et skifte af leverandør kan være omkostningsfuldt, da nye relationer og arbejdsmetoder skal opbygges. Dette bliver yderligere forstærket af FLsmidths strategi om "One Source", der øger kundernes afhængighed af FLsmidth.

⁶⁸ FLsmidth Årsrapport 2011.

⁶⁹ FLsmidth Årsrapport 2011 s. 50

Mineralindustrien er en langsigtet og meget investeringstung industri og er derfor præget af relativt få store kunder⁷⁰. FLSmidth vil derfor have dårlige forhandlingsmuligheder overfor kunderne, da de er få i antal og samtidigt forhandler store kontrakter.

Dog er FLSmidth en af få store udbydere af totalløsninger inden for mineralindustrien, hvilket betyder højere forhandlingsmuligheder overfor kunderne⁷¹.

Ligesom i cementindustrien har mineralindustrien oplevet store fald i efterspørgslen under finanskrisen, hvilket medfører, at FLSmidths nuværende forhandlingsstyrke overfor kunderne vil være lavere end under "normale" tilstande.

Leverandørernes forhandlingsmagt

På grund af sin størrelse har FLSmidth stor indflydelse på størstedelen af leverandørernes økonomi, samtidig med at de enkelte leverandører ikke udgør betydelige omkostninger i FLSmidths økonomi. Dette betyder, at forhandlingsstyrken i forhold til leverandørerne er forholdsvis høj, da de enkelte leverandører er mere afhængige af FLSmidth end omvendt.

Ydermere har den globale økonomiske krise resulteret i et fald i efterspørgslen, hvilket har forringet leverandørernes nuværende forhandlingsstyrke yderligere. Op til finanskrisen var der én væsentlig større efterspørgsel på både mineral- og cementprodukter, og leverandørernes forhandlingsstyrker har derfor været større, da knapheden i denne periode lå på udbudssiden. Efter flere år med overkapacitet, som resultat af den faldende efterspørgsel under finanskrisen, er forhandlingsstyrken dog faldet igen hos underleverandørerne. Dette kan dog ændre sig igen, hvis efterspørgslen overstiger produktionskapaciteten, hvilket noget tyder på, at mineralindustrien vil opleve inden for den næste årrække.

Det må derfor konkluderes, at styrkeforholdet mellem FLSmidth og deres leverandører er i FLSmidths favør, og de vil derfor have gode muligheder for at påvirke fremtidige kontrakter til deres fordel.

⁷⁰ FLSmidth - Capital market day, [FFE Minerals Facts & Figures](#)

⁷¹ FLSmidth Årsrapport 2011 s. 38

Substituerende produkter

Det gælder for både cement- og mineralenheden, at begge udliciterer størsteparten af produktionen. Dette betyder alt andet lige, at kunderne har mulighed for selv at finde producenter og derved skære FLSmidth væk som mellemlid. FLSmidth har dog mange patenter og rettigheder, der vil gøre det svært at opnå samme teknologiske effektivitet. Desuden vil det være vanskeligt at konstruere de samme fordelagtige kontrakter, som FLSmidth via sin størrelse, er i stand til. Endeligt har FLSmidth opbygget knowhow og erfaringer, hvilket vil være omkostningsfuldt og tidskrævende selv at erhverve⁷².

En anden trussel kunne være byggeprodukter, der kunne konkurrere med cement. Kunder i cementindustrien kan f.eks. vælge et andet byggemateriale end cement. Pt. eksisterer der dog ikke noget andet produkt, der ser ud til at skulle kunne overtage cements position på markedet, hvorfor dette virker usandsynligt.

Selvom der investeres meget i forskning og udvikling i cementbranchen, virker det ikke muligt at udvikle et produkt, der helt erstatter cement. Hovedparten af forskningen og udviklingen resulterer nærmere i mindre modifikationer og effektivisering af produktionsprocesserne⁷³.

I mineralindustrien har kunderne ligeledes ikke store muligheder for at anvende substituerende produkter. Skulle der dog ske ændringer i efterspørgslen på enkelte produkter, vil det ikke have store konsekvenser for FLSmidth, da de opererer inden for en stor varietet af mineraler og derfor kun i mindre grad er afhængig af enkelte mineraler⁷⁴.

Indgangsbarrierer

FLSmidth er den største aktør på markedet inden for både cement- og mineralindustrien. Virksomheden har gennem en årrække opbygget et solidt brand samt værdifuldt knowhow. Virksomhedens knowhow inkluderer alt fra erfaring med opbygning af anlæg til opbygning af netværk med kunder og leverandører.

Derudover har FLSmidth fra 2006 til 2010 øget sine immaterielle aktiver via opkøb fra 309 til 6.148 mio. kr., hvori hovedparten består af goodwill, patenter/rettigheder og kunderelationer⁷⁵.

⁷² FLSmidth årsrapport

⁷³ FLSmidth - Capital market day, R & D – a vital strategic focus area

⁷⁴ FLSmidth - Capital market day, R & D – a vital strategic focus area

⁷⁵ FLSmidth årsrapport 2011 s. 64

Specielt patenter og rettigheder er fundamentale i virksomhedens strategi, da de betyder, at FLSmidths produkter kan være på forkant med teknologien, og derved er de meget konkurrencedygtige.

Dette kan virke afskrækkende for virksomheder, der ønsker at penetrere disse markeder, da der vil være forbundet store omkostninger ved at skabe sig en tilsvarende markedsposition.

FLSmidth har valgt at udlicitere størstedelen af deres produktion til underleverandører. Dette betyder, at der er relativt få faste omkostninger bundet i produktionsanlæg o. lign. Udefrakommende virksomheder vil ligeledes have lettere ved at etablere en produktionsportefølje uden brug af store kapitalbindinger, der ellers kendetegner produktionsbrancher. Dog skal det tilføjes, at nytilkommende hverken har rettigheder eller patenter, hvorfor de vil have svært ved at konkurrere, da de risikerer at være teknologisk bagud fra start.

Virksomhedsstrukturen betyder også, at exitbarriererne i branchen er forholdsvis små. Hvis lande eller geografiske områder er urentable, kan virksomheden relativt billigt trække sig og fokusere mere på mere rentable områder, da de ikke har store kapitalbindinger.

FLSmidths brand og knowhow er kritisk for virksomhedens konkurrenceevne, hvilket resulterer i højere indgangsbarrierer for andre virksomheder. Selvom der ikke er store kapitalbindinger i forbindelse med produktionen, må branchen stadig kategoriseres som havende væsentlige indgangsbarrierer, da omkostningerne ved at skabe et brand og akkumulere knowhow må betegnes som ekstremt høje.

Delkonklusion

Generelt er konkurrenceintensiteten forholdsvis lav for både Cement og Mineraler, hvorfor branchen må betegnes som attraktiv, og der vil derfor være mulighed for at erobre markedsandele.

Forhandlingsstyrken overfor kunderne er relativt høj, da der er få udbydere på markedet og derfor mindre valgmuligheder for kunderne. Styrkeforholdet mellem leverandører og kunder er derfor også attraktivt for leverandørerne og vil betyde muligheder for højere marginer.

FLSmidth er en stor virksomhed med mange mindre underleverandører. Forhandlingsstyrken mellem leverandører og virksomhed er derfor i FLSmidths favør, da leverandørerne i højere grad er afhængige af FLSmidth end omvendt. Dette giver på længere sigt større mulighed for at mindske omkostningerne og derved skabe en højere overskudsgrad.

Truslen fra substituerende produkter er ikke særlig høj hverken i cement- eller mineralindustrien. Der findes umiddelbart ikke noget rentabelt alternativ til de totalløsninger, der bliver udbudt på markedet, og substituerende produkter udgør derfor ikke en umiddelbar trussel.

Virksomhederne i branchen er baseret på knowhow samt patenter og rettigheder, hvorfor det er vanskeligt for nye konkurrenter at trænge ind på markedet. Truslen fra nye konkurrenter er altså ikke særlig stor, da indgangsbarriererne i branchen er forholdsvis høje⁷⁶.

⁷⁶ Elling (2005) s. 67

3.4 Værdikædeanalyse

For at vurdere FLSmidths interne kompetencer er det valgt at lave en værdikædeanalyse. Til dette er det valgt at anvende Porters værdikæde, hvor virksomhedens aktiviteter bliver inddelt i en sekventiel kæde af primære aktiviteter efterfulgt af en række støtteaktiviteter.

Denne analyse har til formål at afdække, hvordan ressourcer og funktioner skaber konkurrencemæssige fordele for FLSmidth. Ud fra den interne analyse vil det være muligt at identificere eventuelle synergieffekter mellem de eksterne muligheder/trusler fra makroøkonomiske analyser og virksomhedens interne kompetencer.

Primære aktiviteter

FLSmidth har flere værdiskabende aktiviteter. Det er i denne analyse valgt at lægge fokus på produktion, marketing & salg, og service, da disse enheder har stor værdi for FLSmidths forretning.

Produktion

Som beskrevet tidligere udliciteres størstedelen af FLSmidths produktion til underleverandører. FLSmidth har valgt kun at beholde den del af produktionen, der enten kræver en masse knowhow og patienter, eller er strategisk vigtig for virksomhedens forretning. Dette betyder, at FLSmidths produktionskapacitet er meget fleksibel i forhold til uventede konjunkturudsving. Det er dermed let for virksomheden at styre max. kapaciteten i forhold til efterspørgslen og undgå tab på overkapacitet.

FLSmidth kan derfor koncentrere sig om deres kernekompetencer, der er opførelse af komplette produktionsanlæg samt udvikling af produkter og knowhow til mineral- og cementindustrien. Netop erfaring med at opføre/producere et komplette produktionsanlæg er en af FLSmidths vigtigste aktiver. Den organisatoriske og logistiske knowhow, der er nødvendig for at kunne fuldføre så store projekter, er meget værdifuld og svær for konkurrenter at kopiere⁷⁷.

⁷⁷ FLSmidth årsrapport 2011 s. 22

Som udgangspunkt er FLSmidths produktion ikke særlig svær at kopiere for andre virksomheder. De 80-90%, der bliver outsourcet, kan relativt nemt kopieres, hvorfor virksomheder som Outotec, KHD og Metso allerede anvender samme strategi. De resterende 10-20%, der omfatter meget knowhow og patenterede produkter samt de logistiske og organisatoriske erfaringer gennem mange år i branchen kan være meget svære at genskabe, hvorfor FLSmidths produktionsapparat giver en konkurrencemæssig fordel; specielt i forhold til nye aktører på markedet.

Marketing & salg

Marketing og salg er et vigtigt parameter i FLSmidths forretning. FLSmidth har over 120 år opbygget et meget velrenommeret og anderkendt brand. Det er derfor meget nødvendigt for marketing og salg at opretholde og viderebygge værdien af brandet FLSmidth.

Derudover er det den direkte kontakt med kunden og virksomhedens ansigt udadtil, hvorfor det er vigtigt at skabe et godt indtryk for dermed at øge mulighederne for fremtidig forretning med kunden.

FLSmidth har yderligere fokuseret meget på at være repræsenteret lokalt i forhold til kunderne. Det betyder, at FLSmidth er repræsenteret i over 50 lande, og derved har gjort det nemt for kunden at skabe kontakt med virksomheden.

Gennem en årrække har FLSmidth forsøgt at øge deres brandværdi ved fokusere på CSR (Corporate Social Responsibility). Specielt har man fokuseret på bæredygtighed i form af nedbragt CO₂. Dette gælder både FLSmidths eget forbrug såvel som de komplette produktionsanlæg, der sælges til deres kunder. Værdien i at nedbringe energiforbruget kommer både brandet til gode i form af bedre miljøprofil, samtidigt med at de langsigtede driftsomkostninger mindskes i produktionsanlæggene. Specielt cementindustrien har en interesse i dette, da omkostninger til energi udgør en meget stor del af de samlede omkostninger ved cementproduktion⁷⁸.

⁷⁸ FLSmidth årsrapport 2011 s. 76

Service

Aktiviteterne i Customer Service i både mineral- og cementaktiviteterne indeholder al service før-, under og efter installering af et nyt produktionsanlæg. Det er ideen, at Customer Service deltager fra det første rentabilitetsstudie, montering, personaledrift og opstart til efterfølgende drift. Ved at gøre Customer Service til en selvstændig enhed har man øget synergieffekten ved "One Source" strategien, hvis hovedformål er, at kunden kun skal henvende sig et sted ved installering og implementering af et nyt anlæg⁷⁹.

Ydermere har FLSmidth valgt at etablere to nye "Super Centre" i Peru og Australien med det hovedformål at servicere cement- og mineralkunder i regionen med kritiske reservedele og maskinreparation. Det er hensigten at etablere 2-3 flere centre på strategisk vigtige lokationer i de kommende år⁸⁰.

Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteterne, der har til formål er at underbygge de primære aktiviteter, strækker sig ofte over alle primæraktiviteterne. I moderne virksomheder kan støtteaktiviteterne være lige så værdiskabende som de primære aktiviteter, hvorfor det er vigtigt at analysere disse.

Som FLSmidth er overgået fra at være en produktionstung virksomhed til at være en mere vidensintensiv organisation, er medarbejderne blevet et af virksomhedens største aktiver. HR-afdelingen er derfor blevet en vigtig institution i virksomheden. Hvert år allokerer FLSmidth ressourcer til udviklingsprogrammer til medarbejderne. Ydermere anvendes der meget tid og ressourcer på en god rekruttering af medarbejdere. F.eks. har man udarbejdet et talentprogram, som 50 medarbejdere indtil videre har gennemført.

Endnu en støtteaktivitet er forskning og udvikling, der er en vigtig enhed i FLSmidths forretningsstrategi. For at FLSmidth skal kunne holde sig i front som førende indenfor teknologi og knowhow, er det vigtigt, at forskning og udvikling fortsætter med at udvikle nye produkter og løsninger hele tiden.

⁷⁹ FLSmidth årsrapport 2010 s. 12

⁸⁰ FLSmidth årsrapport 2010 s. 13

3.5 SWOT

Styrker	Svagheder
• Fleksibel kapacitet (produktionsapparat). • Anderkendt brand gennem mange år i branchen. • Meget "knowhow" i både mineral- og cementindustrien. • Stor geografisk spredning. • Fokus på netop to markeder (cement og mineral), hvori der eksisterer synergi og stordriftsfordele. • Kompetencer indenfor hele kundens værdikæde. • Kompetencer indenfor opkøb. • Blandt de største aktører på markedet; både cement- og mineralmarkedet. • Førende indenfor teknologi og dertilhørende patenter og rettigheder. • Få udbydere af totalløsninger på markedet. • Høj forhandlingsstyrke i forhold til deres leverandører og kunder. • Ikke store muligheder for substituerende produkter. • Høje indgangsbarrierer i branchen. • Lokal tilstedeværelse over hele verden. • Voksende Customer Service, der sikrer en mere jævn indtjening. • Foregangsvirksomhed indenfor miljørigtig produktion.	• Ujævn indtjening grundet konjunkturer og stor projektstørrelse • Store bindinger i likvide midler som følge af ovenstående. • Politiske indtrængningsbarrierer på det kinesiske marked • Cementproduktion er meget energitungt • Outsourcing af produktionsled giver usikkerhed i egne leveringstider. • Lav diversificering. • Højere omkostninger end nogen af konkurrenterne

Muligheder	Trusler
• Udviklingsøkonomier, herunder især Indien og Kina, udgør vækstmarkeder • Customer service og dermed mere jævne cash flows • Indtrængningsbarrierer på det kinesiske marked • Høje forventninger til vækst på mineralmarkedet • Generelt voksende middelklasser i mange udviklingslande • Større fokus på miljørigtig produktion. • Forventede øgede krav til den amerikanske cementindustri. •	• Da Mineraler og Cement er stærkt korrelerede, er FLSmidth meget eksponeret overfor konjunkturændringer. • Virksomhedsgrundlaget er i høj grad human kapital, der kan være forholdsvis tilgængelig for evt. konkurrenter. • Stor politisk opmærksomhed i relation til energipolitik. • Opererer i lande med politiske usikkerheder.

Figur 19 kilde: Egen tilvirkning

Herunder vil FLSmidths strategiske dispositioner i forhold til virksomhedens egenskaber blive diskuteret, som beskrevet i SWOT-modellen.

Som beskrevet i figuren ovenfor har FLSmidth mange interne styrker. En af de største styrker er FLSmidths "One Source" strategi. Ved at opbygge kompetencer indenfor hele kundens værdikæde har FLSmidth opbygget en vigtig fordel i forhold til sine konkurrenter, hvor kun få har etableret lignende kompetencer.

Ud fra hvor FLSmidth befinder sig i dag, virker det som en fornuftig strategi at øge aktivitetsniveauet indenfor Customer Service, da dette vil imødekomme flere af virksomhedens svagheder. Mest af alt vil det gøre indtjeningen mindre konjunkturfølsom og mere jævn, da her ikke er tale om store engangsprojekter.

Ydermere er FLSmidths forsknings- og udviklingsafdeling en vigtig enhed. Modernisering af produktionen i form af omkostningsminimering og miljøoptimering er i højere grad et vigtigt parameter for kunderne, hvorfor det er vigtigt for FLSmidths fremtidige indtjeningspotentiale, at de fortsat er førende på dette punkt.

FLSmidth har gennem en årrække bevæget sig mere over mod mineraldelen for at diversificere sig set i forhold til eksponeringen mod cementmarkedet. Derudover har mineralmarkedet væsentligt bedre kortsigtede udsigter. De to markeder er dog begge i høj grad konjunkturfølsomme, hvorfor der må forventes en høj grad af samvariation, ligesom de begge er drevet af samme underliggende demografiske drivere i samfundet. Det kan derfor være svært at se et egentligt diversifikationspotentiale i denne produktportefølje.

Brancherne, som FLSmidth opererer i, virker til at være relativt attraktive. Forhandlingsstyrken i forhold til leverandører og konkurrenter er høj, trusler fra nye virksomheder er lave på grund af høje indgangsbarrierer, og trusler fra substituerende produkter er meget lav. Herudover er der oligopolistiske tilstande på markederne, hvorfor muligheder for at drive profitable forretninger bestemt vurderes at være til stede.

På trods af de mange beskrevne styrker har FLSmidth også nogle svagheder. FLSmidth er meget eksponeret overfor den generelle makroøkonomiske udvikling. Både cement- og mineralindustrien er meget følsomme overfor ændringer i den globale investeringslyst. Dette kunne tydeligt ses under finanskrisen, som betød et stort fald i FLSmidths omsætning og ordrebøger.

En generel forventning om høj vækst i udviklingslandene giver FLSmidth store muligheder for ekspandere virksomhedens omsætning. Specielt har lande som Indien, Brasilien og Rusland et rigtig stort vækstpotentiale. Ydermere forventes investeringerne i mineralmarkedet at stige over den næste periode, hvilket også udgør en stor mulighed for FLSmidth.

FLSmidth ser store muligheder i Kina, da det er verdens største cementmarked, hvilket muligvis konflikter med deres nuværende "One Source"-strategi. Indtil videre har FLSmidth kun været i stand til at penetrere det kinesiske marked med specielle enkeltmaskiner. "One Source"-strategien aspirerer til gengæld mod at blive involveret i alle processer i kundens værdikæde, typisk for at opnå højere marginer. Det kinesiske marked er derimod domineret af hård konkurrence, lave marginer og prisfølsomhed. Herudover forsøger den kinesiske regering at modarbejde udenlandske importører på disse markeder, hvilket yderligere kan besværliggøre processen. Et strategiskifte indenfor et enkelt marked kan være problemfyldt i en ellers strømlinet virksomhed.

Den absolut største trussel for FLSmidth er endnu en global krise. FLSmidth er meget afhængig af, at investeringslysten ikke forsvinder, hvorfor gældskrisen i Sydeuropa og de politiske uroligheder i de arabiske lande følges tæt. Det begynder dog at se ud til at være faldet lidt ro på disse markeder, hvorfor det ikke forventes at påvirke FLSmidth negativt over den næste periode.

FLSmidths strategi lader til at stemme godt overens med SWOT-modellen på de fleste punkter. Specielt "One Source"-strategien samt et stort vækstpotentiale indenfor mineralindustrien synes at være vigtige parametre for FLSmidths fremtidige indtjeningspotentiale.

4. Regnskabsanalyse

En virksomheds værdiskabelse kommer fra henholdsvis driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Da det i værdiansættelsen ønskes at beregne FLSmidt's værdi ud fra driftsaktivitetens værdiskabende evne, må resultatopgørelsen og balancen opdeles i henholdsvis driftsaktivitet og finansieringsaktivitet⁸¹. For at kunne lave en regnskabs- og nøgletalsanalyse må der således først reklassificeres poster i resultatopgørelsen og balancen, da disse er opgjort efter gældende regnskabsregler og ikke direkte til analyseformål⁸².

Ud over at analysere, hvad der historisk har drevet værdiskabelsen hos FLSmidt, ønskes resultaterne opdelt i permanente poster, som kan forventes at forekomme i fremtiden og transitoriske poster, som ikke forventes at forekomme i fremtiden, eller hvor deres størrelse ikke kan estimeres pålideligt. Dette gøres for senere i opgaven at kunne opstille budgetregnskaber, hvor usædvanlige poster ikke medtages. Den reformulerede resultatopgørelse samt ændringer og begrundelser herfor ses i bilag 4. I bilag 5 findes ligeledes den reformulerede balance samt ændringer og kommentarer hertil.

Ud fra de reformulerede regnskaber ønskes det at lave en analyse af FLSmidt's evne til forrente virksomhedens egenkapital målt ved egenkapitalforrentningen (ROE). Dette gøres ved at dekomponere ROE i forskellige niveauer for at analysere de enkelte finansielle værdidrivere. Efter denne analyse af FLSmidt's evne til at forrente den investerede kapital og egenkapitalen ønskes en analyse af den risiko, som afkastet medfører. I dette afsnit analyseres den finansielle- og den kommercielle risiko.

⁸¹ Elling (2005) side 121

⁸² Elling (2005) kapitel 5

4.1 Regnskabskvalitet og korrektioner

Virksomheders regnskaber kan variere meget i kvalitet og kan ændre sig betydeligt fra år til år. Dette kan være årsag til støj i nøgletalsberigningerne, og det er derfor nødvendigt at forholde sig til kvaliteten af regnskab, før man begynder at konkludere noget ud fra det.

FLSmidth skiftede i 2005 regnskabspraksis til IFRS og har anvendt denne lige siden. De historiske regnskabstal bliver dog ikke ført længere tilbage end 2006, så det bør ikke have nogen indflydelse på kvaliteten af regnskabsanalysen, og det er derfor ikke noget, der skal korrigeres for.

Derudover har FLSmidth også haft Deloitte som revisorer igennem hele regnskabsperioden, hvilket også må medføre en vis form for kontinuitet og kvalitet.

Balancen

Alle balanceposterne er blevet reformuleret, så balancen nu er delt op i driftsaktiver og finansielle forpligtelser (jævnfør bilag 5). Dette sker, fordi driftsaktiviteterne udgør den primære kilde til fremtidig værdiskabelse og derfor er nødvendig at klassificere for at kunne lave en grundig og retvisende nøgletalsanalyse⁸³.

Driftsaktiver	2011	2010	2009	2008	2007
Anlægskapital	9.712	8.431	7.641	7.417	6.971
Arbejdskapital	-1.049	-1.717	-2.301	-1.815	-1.308
Nettodriftsaktiver	8.663	6.714	5.340	5.602	5.663

Figur 20 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

Finansielle forpligtelser	2011	2010	2009	2008	2007
Egenkapital	8.907	8.139	6.627	5.035	4.214
Nettorentebærende gæld	-244	-1.425	-1.287	567	1.449
Netto finansielle forpligtelser	8.663	6.714	5.340	5.602	5.663

Figur 21 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

⁸³ Elling (2005) kapitel 5

De korrektioner, der er lavet i den reformulerede balance, er sket med henblik på at skabe et retvisende billede af FLSmidths historiske regnskabstal. Hele den reformulerede balance kan findes i bilag 5

Følgende regnskabsposter har givet anledning til diskussion:

Likvide beholdning:

FLSmidth har gennem en lang periode haft en relativt høj likvid beholdning. Fra 2007-11 har beholdningen ligget på mellem 0,8 og 2,5 mia. Det har derfor givet anledning til spekulation om, hvorvidt noget af den likvide beholdning kan antages at være driftslikviditet.

Der er dog ikke noget i årsrapporten eller andet materiale, der indikerer, at det i FLSmidths forretningsmodel er nødvendigt at have en ekstraordinært høj likvid beholdning. Det antages derfor, at FLSmidths likvide beholdninger er placeret på rentebærende konti og derfor må klassificeres som et finansielt aktiv.

Dog er det i årsrapporten 2008 og 2007 beskrevet, at dele af den likvide beholdning består af bankindestående kontantbeholdninger, hvor råderetten er begrænset af kontraktmæssige årsager, hvorfor man godt kunne argumentere for, at dele af den likvide beholdning bør klassificeres som driftslikviditet/driftsaktiv.

Der er dog ikke noget i 2009, -10 eller -11 der antyder dette, og der er derfor valgt at klassificere hele den likvide beholdning som finansielt aktiv. Dette er valgt for alle årene for at skabe kontinuitet.

Resultatopgørelsen

Ligesom balancen er resultatopgørelsen blevet korrigeret til analyseformål. Primære driftsaktiviteter er blevet skilt fra driftsaktiviteter af sekundær karakter, mens finansielle aktiviteter også er blevet adskilt (Se figur 22).

Analytisk resultatopgørelse	2011	2010	2009	2008	2007
Nettoomsætning	21.998	20.186	23.134	25.285	19.967
Bruttoresultat	5.734	5.207	5.406	5.621	4.272
NOPAT	1.487	1.335	1.823	1.702	1.233
Resultat af fortsættende aktiviteter	1.417	1.255	1.699	1.506	1.270
Årets resultat	1.448	1.276	1.668	1.515	1.294

Figur 22 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

I NOPAT er alle de poster, der menes at have direkte indflydelse på driften, indregnet, og som ikke betegnes som transitoriske. Herunder menes poster, der historisk set har været kontinuerlige og også forventes at være det i fremtiden. Denne opdeling er særdeles vigtig, da det er valgt senere at anvende en kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel, og det derfor er overskudsgraden, der budgetteres på.

Herudover er posten også korrigeret for skattefordelen ved de finansielle omkostninger samt skat på sekundærer/transitoriske poster (yderligere specifikationer kan ses i Bilag 4).

Posten er steget frem til 2009, hvorefter den er faldet markant i 2010, for så til sidst at stige til 1.487 i 2011.

Resultat af fortsættende aktiviteter indeholder periodens samlede finansielle indtægter og udgifter korrigeret for den skattefordel, der blev tillagt tidligere. Denne post udgør en særligt lille del af FLSmidths regnskab, da virksomheden har en meget lav finansiell gearing.

I årets resultat er alle de transitoriske poster medregnet.

4.2 Rentabilitetsanalyse

Formålet med nøgletalsanalysen er at beskrive FLSmidths evne til at skabe værdi. Denne måles ved egenkapitalens forrentning (ROE). Virksomheden skaber værdi for deres aktionærer, hvis ROE er højere end egenkapitalens afkastkrav. ROE er drevet af forskellige værdidrivere, som kan analyseres ved at dekomponere ROE. Den udvidede DuPont-model⁸⁴ vil benyttes til denne dekomponering.

⁸⁴Elling (2005) 173

Her ses der på FLSmidt's evne til at forrente den investerede kapital, ROIC, ud fra overskudsgraden og omsætningshastigheden samt evnen til at skabe værdi gennem finansiel gearing. Dette skal bruges til at vurdere FLSmidt's historiske evne til at skabe værdi.

	2011	2010	2009	2008	2007
ROE	17,0%	17,3%	28,6%	32,8%	34,9%

Figur 23 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidt's årsregnskaber

Return on Equity (ROE) har været faldende gennem de seneste 5 år. Dette ses som et resultat af et stagnerende årligt resultat, mens den investerede kapital i samme periode næsten er fordoblet.

Niveau 1

For at finde forklaringen på dette dekomponeres ROE til FGEAR og SPREAD samt ROIC.

	2011	2010	2009	2008	2007
FGEAR	-0,10	-0,18	-0,06	0,22	-0,20
SPREAD	0,28	0,28	0,68	0,11	0,36

Figur 24 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidt's årsregnskaber

FLSmidt's langfristede forpligtelser har gennem de seneste fem år været let faldende, mens den likvide beholdning er blevet forøget markant. Det har betydet, at virksomheden har en negativ nettorentebærende gæld i 2009, -10 og -11.

Dette påvirker også spread'et mellem ROIC og nettolånerenten (NLR). Når NRBG svinger lige omkring 0, kan værdierne variere meget og antage urealistiske niveauer.

Gennem det meste af perioden er FGEAR negativ som et resultat af den negative NRBG. I og med at SPREAD er positivt, kan det konkluderes, at det finansielle gearingsbidrag til egenkapitalens forrentning er positiv igennem hele perioden. Samtidig har man dog haft en beholdning af værdipapirer og andre likvider, hvilket giver en negativ nettorentebærende gæld.

Niveau 2

På grund af FLSmidt's relativt lave gearing er det valgt at fokusere på mere nedbrydning af ROIC og virksomhedens profitabilitet.

	2011	2010	2009	2008	2007
ROIC	19,3%	22,2%	33,3%	30,2%	41,4%
OG	6,8%	6,6%	7,9%	6,7%	6,2%
AOH	2,86	3,35	4,23	4,49	6,70

Figur 25 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

Return on invested capital (ROIC) har i perioden været faldende fra 41,4% i 2007 til 19,3% i 2011.

Denne trend må vække bekymring hos FLSmidth, og det er værd at undersøge, hvad der ligger til grund for dette.

FLSmidths overskudsgrad har gennem de seneste år være relativt stabil og har på trods af 2008 ligget mellem 6,2 og 6,8%. Det må derfor antages, at faldet i ROIC ikke skyldes ændring i overskudsgraden, men i højere grad må forklares ved en ændring i omsætningshastigheden. Det er dog alligevel valgt at dekomponere overskudsgraden yderligere, da der stadig kan være faktorer, der har indflydelse på såvel det historiske som det fremtidige regnskab.

Dekomponering af OG	2011	2010	2009	2008	2007
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produktionsomkostninger	-73,9%	-74,2%	-76,6%	-77,8%	-78,6%
Bruttoresultat	26,1%	25,8%	23,4%	22,2%	21,4%
Salgs- og distributionsomkostninger	-6,8%	-6,7%	-5,2%	-5,0%	-5,1%
Administrationsomkostninger	-7,6%	-7,7%	-7,1%	-6,2%	-6,1%
Andre driftsindtægter og -omkostninger	0,4%	0,4%	0,7%	0,4%	0,2%
EBITDA	12,0%	11,8%	11,8%	11,4%	10,4%
Af- og nedskrivninger på materielle aktiver	-1,2%	-1,2%	-1,0%	-0,9%	-0,8%
Af- og nedskrivninger på immaterielle aktiver	-1,1%	-0,9%	-1,0%	-0,7%	-0,6%
EBIT	9,8%	9,7%	9,7%	9,8%	9,0%
Skat på EBIT	-3,0%	-3,0%	-1,9%	-3,1%	-2,8%
NOPAT	6,8%	6,6%	7,9%	6,7%	6,2%

Figur 26 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

FLSmidth har gennem perioden formået at mindske de relative produktionsomkostninger fra 78,8% af omsætningen til 73,9%. Til gengæld er distributions- og administrationsomkostningerne steget en smule gennem tiden, hvorfor effekten på EBITDA ikke er så tydelig. Derudover har FLSmidth haft nogle skattefordele fra opkøb af virksomheder 07 og 09, hvilket har betydet, at NOPAT fra disse år ser mere rentabel ud, end den i virkeligheden er.

Omsætningshastigheden er faldet markant gennem hele perioden fra 6,7 i 2007 til 2,86 i 2011. Det er derfor valgt at dekomponere denne for at se nærmere på årsagen til dette.

Invers AOH	2011	2010	2009	2008	2007
AOH, materielle driftsaktiver	0,11	0,10	0,08	0,07	0,07
AOH, immaterielle aktiver	0,30	0,29	0,24	0,22	0,14
AOH, finansielle aktiver	0,04	0,04	0,03	0,03	0,04
AOH, varebeholdninger	0,10	0,09	0,08	0,06	0,06
AOH, tilgodehavender	0,45	0,45	0,41	0,37	0,38
AOH, driftsforpligtelser	-0,65	-0,68	-0,61	-0,53	-0,54
1/AOH	0,35	0,30	0,24	0,22	0,15

Figur 27 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

Den inverse omsætningshastighed har større analyseværdi, da den også indeholder en vægtning, hvorved forstås, at de enkelte elementer summer op til den samlede inverse omsætningshastighed, $1/AOH$. Den inverse omsætningshastighed udtrykker hvor meget kapital, der er bundet i aktivgruppen for at genere én krones salg. Dvs. at en højere værdi vil betyde en lavere normal omsætningshastighed.

Der har været en markant stigning i bindingen i immaterielle aktiver. Dette skyldes virksomhedsopkøb og aktivering af den dertilhørende goodwill. I perioden fra 2007-2011 har FLSmidth foretaget en del opkøb af virksomheder, hvorfor de immaterielle poster er steget markant⁸⁵.

Generelt har der også været en stigning i alle de andre aktivposter. Materielle driftsaktiver, finansielle aktiver, varebeholdningen, tilgodehavender og driftsforpligtelser har alle været stigende gennem hele perioden set i forhold til omsætningen, dog ikke i samme grad som de immaterielle aktiver.

FLSmidth har altså gennemgået markant forøgelse af deres driftsaktiver, mens nettoomsætningen kun er steget marginalt i samme periode. Virksomheden har derved bundet mere kapital i aktivgrupperne, uden at dette har kunnet generere en højere omsætning.

Denne udvikling, specielt i de immaterielle aktiver, må antages at være hovedårsagen til den faldende ROIC.

⁸⁵ FLSmidth årsrapport 2007 side 75

4.3 Kommerciel risiko

FLSmidths forretning beror på ordrer med en anseelig afviklingstid, som typisk er 2-3 år for store projekter⁸⁶. FLSmidths ordreindgang er meget konjunkturfølsom, men da de har relativt store ordrebøger, bliver omsætningen ikke påvirket i samme grad. Dette betyder, at FLSmidth kommer ud af 2011 med en stigning i omsætningen på 9%, samtidigt med at ordrebøgerne steg med 16%⁸⁷.

Ordrebøgerne samt projektafviklingstiden fungerer som en "buffer"⁸⁸, der giver virksomheden tid og fleksibilitet i forhold til at tilpasse deres kapacitet til efterspørgslen. Således har FLSmidth opjusteret antallet af ansatte med hele 18% gennem 2011, hvilket vil være med til at svare på den stigende efterspørgsel. Dette vidner om stor tilpasningsvillighed, men kan muligvis have negative konsekvenser.

Kapitalbindinger i form af produktionsanlæg o. lign er holdt på et minimum, idet hovedparten outsources; dog har opkøb af virksomheder øget disse poster, specielt hvad angår immaterielle aktiver.

Den driftsmæssige gearing/risiko (faste omkostninger/variable omkostninger) er altså holdt på et minimum, hvilket bidrager til FLSmidths fleksibilitet og mindsker den forretningsmæssige risiko. Omvendt kan der også opstå problemer her, da FLSmidth derfor har mindre kontrol over leverandørernes kapacitet og dermed også over deres egne leveringstider.

Ydermere har den øgede aktivitet i Customer Services også indflydelse på FLSmidths eksponering overfor makroøkonomiske konjunkturudsving. FLSmidth forventer at øge denne aktivitet i fremtiden, hvorfor det vil være en rimelig antagelse, at den fremtidige eksponering overfor konjunkturudsving er en smule mindre, end den historisk har været.

FLSmidth er i nogen grad eksponeret overfor prisudviklingen på råvarer, herunder især kobber og stål⁸⁹, hvilket så vidt muligt overføres til kunderne ved udformningen af salgskontrakter.

⁸⁶ FLSmidth årsrapport 2011 side 40

⁸⁷ FLSmidth årsrapport 2011 side 8

⁸⁸ FLSmidth årsrapport 2011 side 9

⁸⁹ FLSmidth årsrapport 2011 side 40

Geografisk set er salget så diversificeret, som det kan være. FLSmidths afsætning er forholdsvis ligeligt fordelt mellem Asien, Europa, Afrika, Nordamerika og Sydamerika og endda med en mindre omsætning i Australien. Herudover er det også spredt blandt udviklingsøkonomier samt de avancerede økonomier, hvilket ligeledes er med til at sænke den forretningsmæssige risiko. Til gengæld kan der være en politisk risiko forbundet herved.

Hvad angår store tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser har FLSmidth ingen kunder, der udgør mere end 5%, hvorfor tab på sådanne kreditter må antages at være så minimal som muligt.

4.4 Finansiell risiko

FLSmidth benytter terminskontrakter og optioner til at afdække deres valutakursrisiko. Der vil dog stadig være en translationsrisiko, når regnskaberne fra datterselskaber skal opgøres i DKK ved balancedagen.

FLSmidth har valgt udelukkende at have variabelt forrentede lån, men på grund af negativ nettorentebærende gæld (nettorentebærende aktiver) forventer FLSmidth en mindre stigning i de nettofinansielle renteindtægter ved mindre renteændringer.

Koncernen har en langsigtet målsætning, om at kapitalstrukturen skal have en soliditetsgrad på kun ca. 30% egenkapital⁹⁰ (bogført værdi), hvilket også er, hvor den befinder sig nu. Til gengæld har FLSmidth et stort kapitalberedskab i form af likvider og kreditfaciliteter, der skal imødekomme periodeforskydninger i pengestrømmene⁹¹.

Hvis man skal kigge på FLSmidths finansielle risiko, i forhold til hvordan de har valgt at finansiere sig, og hvor høj finansiell "gearing" de benytter, er det mest relevant at kigge dels på markedsværdier, og dels på hvordan de er positioneret i forhold til en peer gruppe. Det antages, at gælden er indregnet til markedsværdi, mens markedsværdien er brugt for egenkapitalen.

⁹⁰ FLSmidth årsrapport 2011 side 24

⁹¹ FLSmidth årsrapport 2011 side 42

Column1	FLSmidth	Metso	Outotec	Sinoma	KHD
Gæld/EK(markedsværdi)	7%	29%	2%	7%	N/A

Figur 27 kilde: Egen tilvirkning ud Data fra Bloomberg

Listet i figuren ovenfor er alle konkurrenter til FLSmidth på enten Cement eller Mineraler. Det ses, at de alle bortset fra Metso, har en relativt lav gæld i forhold til markedsværdien af deres egenkapital. Metso har en produktportefølje, der spreder videre end FLSmidth, hvilket muligvis kan forklare rationalet i den højere gearing. Uanset lader det til, at FLSmidth befinder sig på et niveau, der forekommer som konsensus indenfor branchen og altså ikke er forbundet med ekstraordinær risiko. Gældsniveauet i figur 27 vil ikke kunne genkendes fra egne estimater, men er fastholdt fra Bloomberg for at opretholde kontinuitet i tallene.

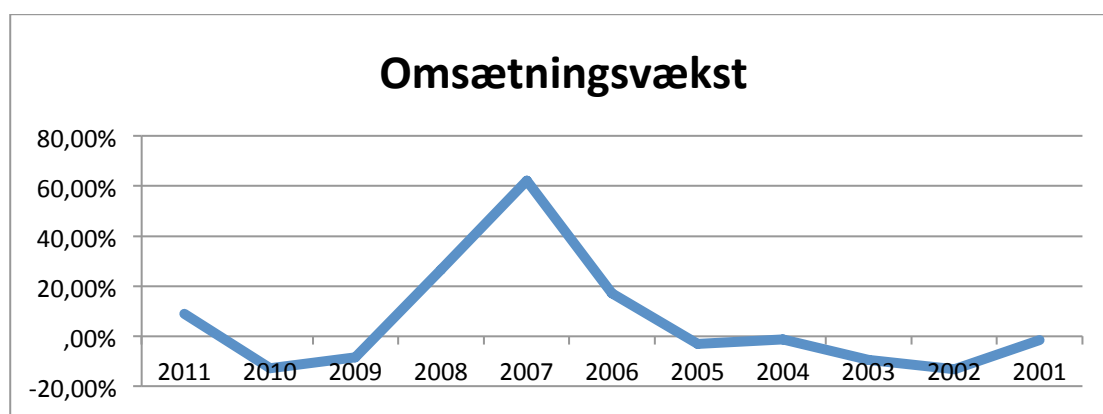
5. Budgettering

De informationer og estimater, der er indsamlet i den strategiske analyse og regnskabsanalysen, skal nu bruges til at estimere værdidriverne i budget- og terminalperioden.

I valget af budgetperiodens længde skal man budgettere så langt frem, at værdidriverne har nået et "steady state" niveau, så vidt det er muligt. FLSmidth er dog en konjunkturfølsom virksomhed, hvorfor de forskellige værdidrivere aldrig vil nå et stabilt niveau, men altid vil fluktuere i nogen grad. Normalt bruges en budgetperiode på 3-10 år⁹².

Den økonomiske situation er meget speciel lige nu; så for at kunne nå et stabilt niveau er det valgt at benytte en budgetperiode på 5 år, hvilket burde være en tilstrækkelig tidshorisont til at budgettere udover krisens omfang. I terminalperioden vil FLSmidth stadig blive påvirket af konjunkturernes udvikling, men vi vil forsøge at estimere den generelle trend for branchen og virksomheden.

Omsætningsvæksten

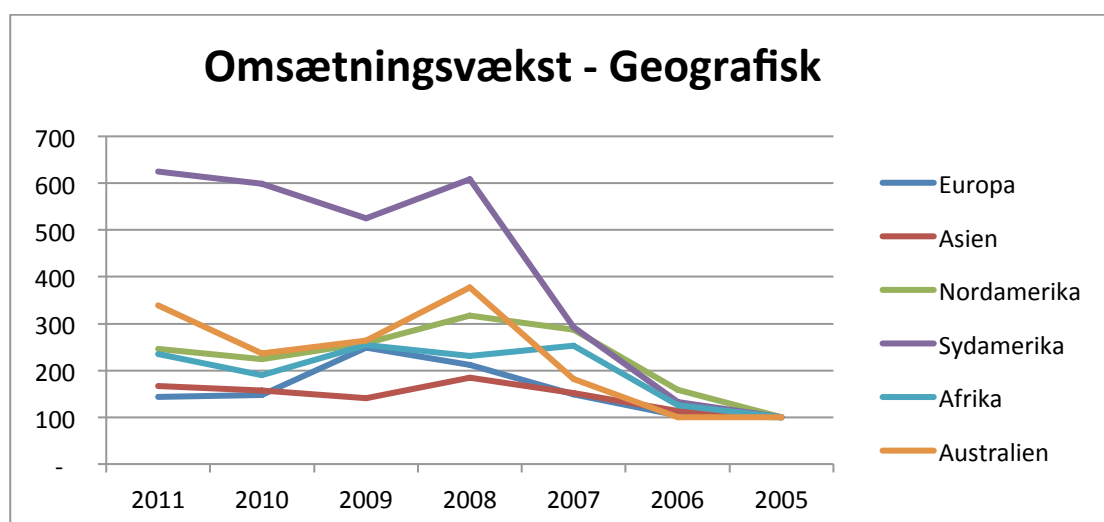


Figur 28 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

⁹² Elling (2005) s.35

Omsætningen for FLSmidth har varieret meget siden 2001. I samme periode har der indtruffet to finansielle kriser; Dot.com boblen i 2000-2001, forstærket af 9/11⁹³, og finanskrisen i 2007-2008. Hvis FLSmidths omsætning sammenlignes med de fald, der forekom under kriserne, kan det ses, at faldet i FLSmidths omsætning først indtræffer et eller to år senere. Dot.com krisen fører først til egentlig negativ vækst i 2002 og 2003, mens virksomheden under finanskrisen i 2007-2008 har haft en vækst på henholdsvis 62,2% og 26,5%, og først i 2009 opleves negativ vækst.

I 2012 forventer FLSmidth en stigning i omsætningen til 24-26 mio., hvilket svarer til en stigning på omkring 13,5%. Omsætningen i 2011 har oplevet en vækst på 9%⁹⁴, hvorfor FLSmidths forventninger til 2010 ser ud til at være forholdsvis realistiske omend en smule høje.



Figur 29 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

Figur 29. illustrerer udviklingen i omsætningen fordelt på forskellige regioner. Som det kan ses, er der stor variation i væksten på de forskellige regioner, hvorfor det er valgt at budgettere for omsætningen selvstændigt i hver region, hvilket kan findes i bilag 3.

I budgetteringen er det valgt ikke at lave en opdeling af Cement- og Mineralenheden, da de to enheder er afhængige af de samme underliggende demografiske og økonomiske drivere, og de er derfor stærkt korrelerede. Derudover er der ikke fundet nok historisk materiale på den geografiske fordeling i hvert segment, og det vil derfor ikke være muligt at give et retvisende billede af den fremtidige vækst.

⁹³ Mapsoftheworld.com: "Stock Market Crash"

⁹⁴ FLSmidth årsrapport 2011

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Samlet						
Ordreindgang	24.148	21.018	13.457	30.451	24.332	18.534
Ordrebeholdning	27.136	23.708	21.280	31.171	26.042	18.264
Cement						
Ordreindgang	8.248	10.036	7.163	15.721	15.789	12.649
Ordrebeholdning	13.838	14.146	12.568	18.565	17.265	13.531
Mineraler						
Ordreindgang	15.900	10.982	6.294	14.730	8.543	5.885
Ordrebeholdning	13.408	9.752	8.712	12.606	8.777	4.733

Figur 30 kilde: Egen tilvirkning ud fra FLSmidths årsregnskaber

Grunden til, at FLSmidth reagerer med en "lagging" effekt overfor makroøkonomiske konjunkturudsving, er deres store ordrebøger. Ordrebøgerne betyder, at FLSmidth i 2007 og 2008 fortsat har en høj omsætning, da man har indgået kontrakter, der går flere år ud i fremtiden. Virksomheden vil derfor først føle krisens omfang, når ordrebøgerne er ved at slippe op (jævnfør – kommerciel risiko).

Som det kan ses i figur 30, sker der et stort fald i ordreindgangen fra 2008 til 2009, mens der forekommer stigninger i både 2010 og 2011. FLSmidth er derved ved at have en ordrebeholdning, der er på niveau med årene, inden krisen indtraf.

FLSmidths ordreindgang har ligesom ordrebeholdningen også oplevet stigninger i 2010 og 2011. Med en ordreindgang og en ordrebeholdning i vækst må det derfor forventes, at FLSmidth er ved at have rystet krisen af sig.

Det skal dog tilføjes, at specielt mineralsegmentet ser rigtig godt ud med en ordreindgang og ordrebeholdning, der er på det højeste niveau set over de seneste 5 år.

Cementsegmentet ser ud til at være en smule hårdere ramt. Specielt ordreindgangen har ikke klaret sig godt i 2011. Dette er derfor noget, der skal have særlig opmærksomhed under budgetteringen af de forskellige regioner.

Real GDP Growth	2010	2011e	2012f	2013f	Gns.
World	5,2	3,8	3,3	3,9	
US	3	1,8	1,8	2,2	3,2
Euro zonen	1,9	1,6	-0,5	0,8	3,1
Developing Asia	9,5	7,9	7,3	7,8	6,6
Latin America and the Caribbean	6,1	4,6	3,6	3,9	2,9
Middle East and Africa	4,3	3,1	3,2	3,6	3,2
Russia	4	4,1	3,3	3,5	3,2
Australia	3,1	2,1	3,8	3,3	3,6

Figur 31 kilde: World Economic Outlook

I PEST- analysen klassificeres FLSmidth som en meget konjunkturfølsom virksomhed.

Cementindustrien er meget følsom overfor den generelle regionale og lokal økonomisk udvikling, da cement på grund af sin meget voluminøse størrelse har enormt høje transportudgifter, hvorfor udbud og efterspørgsel bliver regionalt og lokalt.

Mineralindustrien er ligesom cementindustrien også meget konjunkturfølsom, men til forskel fra cementindustrien er mineraler globalt prisfastsat, hvorfor denne branche er mere påvirket af den globale økonomiske udvikling end regionalt og lokalt.

GDP- udviklingen regionalt og globalt vil derfor danne et godt udgangspunkt for diskussion af omsætningsvæksten i de forskellige regioner, specielt for cement. Det er derfor valgt at anvende GDP- vækst som en vigtig driver for diskussionen af den fremtidige omsætningsvækst.

I figuren ovenfor ses en prognose på udviklingen i GDP i forskellige geografiske regioner. Dataene er hentet fra verdensbankens hjemmeside og er forsøgt tilpasset de regioner, som FLSmidth opererer i. I sidste kolonne forekommer et tiårigt gennemsnit af GDP fra 1995 til 2005, der har til formål at give en indikator for, hvordan konjunkturerne bevæger sig, når den globale verden nærmer sig "normale" tilstande.

FLSmidths nuværende konkurrencesituation kan også have en indflydelse på den fremtidige omsætning. Som beskrevet i Porters Five Forces er FLSmidths branche præget af få udbydere og derfor lav konkurrenceintensitet.

Som største aktør i branchen er der derfor gode muligheder for at erobre større markedsandele. Derudover er der relativt store indgangsbarrierer, så sandsynligheden for, at FLSmidth mister markedsandele til udefrakommende, er lav. Konkurrencesituationen i branchen vil derfor skabe mulighed, for at FLSmidth kan opnå yderligere vækst i omsætningen.

Column1	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal
Omsætningsvækst	5,6%	7,2%	6,8%	6,3%	5,3%	4,0%

Figur 32 kilde: Egen tilvirkning

I figur 32 ses budgetteringen for den samlede omsætning i årene 2012 til 2016 samt terminalperioden. Tabellen er primært konstrueret ud fra de konklusioner, der er foretaget indtil videre i budgetteringsafsnittet samt den strategiske analyse, hvilket er omsat til en omsætningsvækst for hvert enkelt land (Bilag 3).

I budgetteringen af de forskellige regioner er det valgt både cement og mineraler for hver region. Alle de ovenstående faktorer har haft en indflydelse på niveauet i budgetteringen på omsætningsvækst. Det er valgt at uddybe følgende faktorer der har haft en stor indflydelse ved budgetteringen af regionerne:

Europa

Næsten hele den Europæiske forretning udgøres stort set af cementsegmentet, hvor den generelle økonomiske udvikling i region vil have stor indflydelse på den fremtidige indtjening. Kombination af lave forventninger til den fremtidige vækst, samt et sydeuropæisk boligmarked der har været hårdt ramt af krisen, betyder derfor at der forventes en lav vækst gennem det meste af perioden.

Asien

Både FLSmidths cement- og mineralenheder er meget aktive i den asiatiske region. Cementsegmentet lider stadig af en dæmpet efterspørgsel, der har betydet overkapacitet på markedet. Hvorfor det ikke forventes at cementsegmentet vækster betydeligt. Derimod er der meget høje forventninger til mineralmarkedet, hvor der forventes mange nye investeringer de kommende år. Dette betyder at der er budgetteret med en relativt høj vækst de næste par år, hvorefter det forventes at væksten falde til et mere stabilt niveau. Men generelt forventes det at det asiatiske marked vil have en højere vækst end de resterende markeder.

Nordamerika

Det Nordamerikanske marked er på cementsegmentet lige så hårdt ramt som Europa, hvorfor forventningerne ikke burde være høje. Der er stor overkapacitet og forventningerne til nye investeringer er derfor lave. Udsigten til regulatoriske opstramninger betyder dog at forventningerne til segment er steget en del (se markedsanalysen). Mineralsegmentet i Nordamerika ser ligesom i resten af regionerne fornuftigt ud med et solidt vækstpotentiale. Det er derfor valgt at budgettere med en forholdsvis høj omsætningsvækst, da det konkluderes, at der foreligger et forholdsvis stort potentiale i regionen. Det er dog også klart at usikkerheden til estimerne er højere i denne region, da der stadig ikke er endelig afgjort noget omkring opstramning af cementproduktion.

Afrika, Sydamerika og Australien

Det afrikanske, sydamerikanske og australske marked er alle præget af rimelige gode udsigter til vækst i den kommende årrække. Både cement- og mineralmarkederne ser ud til at være kommet helskindet gennem krisen, hvorfor der på alle markeder er budgetteret med en rimelig vækst gennem den første del af budgetperioden, hvorefter det er budgetteret til at falde lidt mod terminalperioden. Australien er dog på et niveau under to andre markeder, da udsigterne specielt på cement markedet ikke virker helt så gode som i Sydamerika og Afrika.

Overskudsgraden

Grundet en antagelse om konstant fremtidig effektiv skattesats (se Skatteprocent) vælges der at blive budgetteret direkte på overskudsgraden efter skat.

FLSmidths overskudsgrad har ligget forholdsvis stabilt; gennem de seneste 5 år på et niveau der er væsentligt over niveauet mellem 6,2 og 6,8%. Dog havde FLSmidth i 2009 en overskudsgrad på 7,9%. Dette skyldtes dog hovedsagligt skatteaktiver fra opkøb af virksomheder, hvorfor det må antages ikke at være repræsentativt for en fremtidig overskudsgrad.

Hvis der ses nærmere på denne udvikling, i den dekomponerede overskudsgrad (Bilag 4), kan det ses, at der over perioden har været et fald i produktionsomkostningerne. FLSmidth har længe haft fokus på omkostningsminimering. Bl.a. har man implementeret LEAN gennem den seneste årrække. Grunden

til at dette fald ikke kan ses i overskudsgraden, skyldes hovedsageligt, at der ligeledes har været en stigning i administrationsomkostningerne.

Hovedårsagen til, at overskudsgraden ikke er blevet påvirket af finanskrisen, er virksomhedens høje fleksibilitet i produktionsapparatet (se Kommerciel risiko). Fleksibiliteten betyder, at FLSmidth ved konjunkturedgange vil kunne tilpasse kapaciteten til en lavere efterspørgsel. Denne fleksibilitet betyder, at FLSmidth med stor sandsynlighed vil have meget stabile marginer, da virksomheden i mindre grad risikerer overskudskapacitet.

Ydermere opererer FLSmidth i en branche med relativt attraktive kunde- og leverandørforhold (se Porters Five Forces). En høj forhandlingsmagt hos både kunder og leverandører betyder, at virksomheden vil have gode muligheder for at opretholde deres marginer.

Column1	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal
Overskudsgrad	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%

Figur 33 kilde: Egen tilvirkning

Det antages i budgetteringen af overskudsgraden, at FLSmidth vil kunne holde det niveau, de har haft gennem de seneste år. Dette er hovedsageligt på grund af et meget fleksibelt produktionsapparat, der relativt let kan justeres i forhold til ordreindgangen, samt attraktiv forhandlingsmagt i virksomhedens kunde- og leverandørforhold.

Anlægskapital

De materielle og immaterielle aktiver er budgetteret i forhold til udviklingen i deres respektive omsætningshastigheder. Dvs. hvor meget likviditet der er bundet i aktiverne for at genererer en krones salg.

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal
1/AOH, Materielle driftsaktiver	0,11	0,10	0,10	0,09	0,09	0,09
1/AOH, Immaterielle aktiver	0,30	0,29	0,28	0,28	0,28	0,28

Figur 34 kilde: Egen tilvirkning

Som beskrevet i de strategiske analyser er FLSmidth en virksomhed, der gennem lang tid har satset på viden og knowhow frem for genetlig produktion. De materielle aktiver udgør derfor ikke så stor en del af anlægsaktiverne, og det forventes således heller ikke at gøre det i fremtiden. Tværtimod forventes det i budgetteringen, at de materielle aktiver falder en smule over de næste 5 år, i takt med at omsætningen stiger.

Der er bundet væsentlig mere likviditet i immaterielle aktiver end materielle aktiver. Dette skyldes hovedsageligt goodwill, som er et resultat af opkøb af mange virksomheder siden 2007, hvilket ikke forventes at blive betydeligt mindre i fremtiden.

Det forventes, at FLSmidth vil have en forholdsvis høj omsætningsvækst over de næste par år, mens opkøb af virksomheder ikke antages at være større end tidligere år. Det må antages, at likvider bundet i immaterielle aktiver, i forhold til omsætningen, vil falde en smule. Der er derfor budgetteret med let faldende immaterielle omkostninger i forhold til omsætning. Dog forventes det at stabilisere sig, som omsætningsvæksten langsomt falder.

Arbejdskapital

Generelt har alle posterne i arbejdskapitalen været relativt stabile igennem de seneste år set i forhold til omsætningen. Det er derfor valgt, at ændringer i omsætningen skal være den primære driver bag ændringer i posternes omsætningshastighed.

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal
1/AOH, finansielle aktiver	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
1/AOH, varebeholdninger	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	0,09
1/AOH, tilgodehavender	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
1/AOH, driftsforpligtelser	-0,65	-0,64	-0,64	-0,63	-0,63	-0,63

Figur 35 kilde: Egen tilvirkning

Som beskrevet har de historiske omsætningshastigheder på arbejdskapitalen fulgt omsætningen meget stabilt gennem den analyserede periode. Det er derfor også valgt at holde dem stabilt i budgetperioden.

Arbejdskapitalens korrelation med omsætningen hænger også sammen med FLSmidths meget fleksible produktionsapparat, hvor lange ordrebøger fungerer som en indikator for den fremtidige indtjening, hvorved man relativt let kan styre varelager, tilgodehavende og driftsforpligtelser, således at virksomheden ikke binder unødvendig arbejdskapital.

Som FLSmidth forretningsmodel ser ud nu, er det de niveauer i arbejdskapital, det forventes at se i fremtiden også. Hverken i den strategiske analyse eller regnskabsanalysen er der fundet nogle tiltag eller anledninger til, at denne udvikling ændrer sig i den nærmeste fremtid, hvorfor de er holdt meget stabilt i forhold til den historiske udvikling.

Skatteprocent

I budgettet er det antaget, at den effektive skattesats er konstant på 30% gennem hele budgetteringsperioden. Dette skøn bygger på en historisk skattesats på omkring de 30%, samtidigt med at FLSmidth selv forventer en effektiv skattesats på 31% næste år.

FLSmidths omsætning er spredt over mange lande med forskellige skattesatser. I denne antagelse ligger implicit, at der dels forventes konstante skattesatser i de enkelte lande, og at der samtidig forventes konstante omsætningsandele i de respektive lande.

Afskrivninger

Af- og nedskrivninger	E2012	E2013	2014E	2015E	2016E	Terminal
Materielle aktiver	-11%	-11%	-11%	-11%	-11%	-11%
Immaterielle aktiver	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%

Figur 35 kilde: Egen tilvirkning

Gennem den seneste periode har afskrivningerne været meget stabile set i forhold til anlægsaktiverne. Det er derfor valgt at budgettere afskrivningerne, som værende en konstant del af anlægsaktiverne, da det antages, at virksomheden ikke har i sinde at ændre den måde, der afskrives på.

6. Værdiansættelse

6.1 Fastlæggelse af diskonteringsrenten (WACC)

FLSmidths vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC, benyttes i værdiansættelsen til at tilbagediskontere FLSmidths fremtidige cash flows til en nutidsværdi. WACC er det vejede afkast, som investorer og långivere kræver i kompensation for at investere i eller låne til FLSmidth.

Set fra virksomhedens synsvinkel er det samtidigt prisen på kapital. FLSmidth skaber således først aktionærværdi, når deres afkast på den investerede kapital overstiger de gennemsnitlige kapitalomkostninger⁹⁵. FLSmidths WACC kan også ses som risikoen på virksomhedens cash flow⁹⁶, hvilket er det egentlige formål med modellen, nemlig at omsætte aktivets risiko til et forventet afkast. Formlen for de gennemsnitlige kapitalomkostninger efter skat er:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \cdot k_e + \frac{D}{E + D} \cdot k_d \cdot (1 - T)$$

Det ses altså af ovenstående formel, at for at fastlægge WACC kræver det, at ejerafkastkravet, afkastkravet på fremmedkapitalen, FLSmidths kapitalstruktur samt FLSmidths marginale skattesats alle er estimeret.

Fastsættelse af ejerafkastkravet

Ejerafkastkravet kan bestemmes ud fra forskellige modeller, hvoraf CAPM, Farma-Frenchs Three-factor Model og Arbitrage Pricing Theory udgør de mest kendte. I denne sammenhæng benyttes CAPM-modellen, da denne er mest udbredt.

CAPM-modellen:

⁹⁵ Elling (2005)

⁹⁶ Koller (2005) s. 292

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

Formålet med modellen er at omsætte aktivets risiko til et forventet afkast⁹⁷. Jo højere risiko, des højere afkast forventes der på et effektivt marked. For at fastlægge ejerafkastkravet må de enkelte delelementer først estimeres.

Risikofri rente

Teoretisk set indebærer den korrekte metode forskellige diskonteringsrenter for hvert år. I praksis benyttes dog oftest ikke en dynamisk diskonteringsrente, men en statisk approksimation, som benyttes på alle de fremtidige cash flows.

Hermed antages en konstant kapitalstruktur samt en flad rentestruktur⁹⁸. Der benyttes derfor også kun én risikofri rente, hvilken typisk approksimeres til den effektive rente på en relevant 10-årig statsobligation⁹⁹, da disse anses for at være stort set risikofrie.

Den effektive rente fra den 27. januar 2011 er 1,858%¹⁰⁰. Som beskrevet i PEST-analysen er renteniveauet særligt lavt for tiden, hvorfor der kunne spekuleres i at benytte en højere rente til de senere liggende cash flows, men her vælges kun at gøre brug af én diskonteringsrente, nemlig den nuværende.

Det er valgt at bruge den europæiske rente, hvilket almindeligvis udtrykkes ved den tyske statsobligation. FLSmidth er en international virksomhed med aktiviteter over hele verden, hvorfor der kan være tvivl om benyttelsen af en europæisk rente som estimat på et risikofrit afkast, da flere andre markeder også kunne anvendes.

Det største marked fordelt på omsætning er Asien (30%), der er næsten dobbelt så stort som både Europa (15%) og Nordamerika (17%), hvorfor der godt kunne argumenteres for, at de kinesiske eller de indiske 10-årige statsobligationer bør give et retvisende billede af FLSmidths risikofrie rente.

⁹⁷ Koller (2005) s. 299

⁹⁸ Koller (2005) side 302 og 323

⁹⁹ Deloitte, KPMG, CBS, Ernest & Young og PWC: "Gennemførsel af nedskrivningstest", 2008

¹⁰⁰ Reuters: "EU10yt=RR"

Det nordamerikanske, det afrikanske og det sydamerikanske marked udgør også alle sammen en markedsandel på over 15%, hvilket i den forstand også gør disse markeder anvendelige som estimater for det risikofrie afkast.

Med en så diversificeret afsætning er det svært at identificere, hvilke statsobligationer der udtrykker det risikofrie afkast bedst. Resultaterne bliver dog konsolideret i danske kroner, hvorfor det kan anskues som værende et DKK cash flow, som (indenfor et interval) er låst til euroen, hvilket forsvarer brugen af en tysk statsobligation. Herudover består hovedparten af FLSmidths låneoptagelse¹⁰¹ af Euro-lån, hvilket også underbygger brugen af netop denne rente.

Ydermere er hovedvaluta for cement Euro, mens hovedvalutaen for mineraler er Dollars, hvilket yderligere bekræfter den tyske statsobligation som det bedste valg.

Beta

Betaværdien for et aktiv udtrykker aktivets systematiske risiko i forhold til den systematiske risiko ved et gennemsnitligt aktiv eller for markedsporteføljen (indeholdende alle aktiver på markedet)¹⁰². Den systematiske risiko er den del af et aktivs risiko, der ikke kan diversificeres væk, og er altså den del af et aktivs risiko, som en investor skal belønnes for at påtage sig. Pr. definition har markedsporteføljen en betaværdi på 1, og en betaværdi herover betyder altså, at det specifikke aktiv har en systematisk risiko, der er højere end den for det generelle marked. Betakoefficienten er altså et udtryk for samvariationen af afkastet mellem markedsporteføljen og aktivet (aktien). Den aktuelle betaværdi for et aktiv kan dog hverken observeres eller beregnes, da den er fremadrettet, hvorfor denne altså i stedet må estimeres¹⁰³. Dette kan enten gøres på baggrund af historiske afkast for aktivet og markedsporteføljen eller ved en mere kvalitativ fremgangsmåde, hvor en analyse af aktivets systematiske risiko omsættes til en betakoefficient.

Det ønskes for FLSmidth at beregne en betaværdi på baggrund af historiske tal og benytte denne historiske betaværdi, som en prognose for den fremtidige betaværdi. Denne betaværdi, baseret på historiske tal, kan dog være misvisende, hvis virksomhedens risikoprofil har ændret sig. Det er derfor

¹⁰¹ FLSmidth årsrapport 2011, note 30.

¹⁰² "Corporate Finance Fundamentals" Ross, Westerfield, Jordan side 410

¹⁰³ Tim Koller (2005) side 312

vigtigt at vælge en relevant tidshorisont. Den historiske betaværdi kan findes på flere måder, men typisk benyttes en regressionsanalyse på aktivets afkast som funktion af afkastet på markedet.

Udgangspunktet i denne afhandling er at estimere værdien af FLSmidth, samt at vurdere hvorvidt FLSmidths aktiekurs er over- eller undervurderet. At anvende historiske aktieafkast til at estimere beta kan derfor være misvisende overfor analysens hovedformål, da det jo netop accepterer, at FLSmidths aktiekurs har været historisk korrekt prisfastsat.

Man kan dog argumentere, for at regressionen mellem de historiske afkast i højere grad afspejler volatiliteten mellem aktivet og markedet end selve værdien af aktiekursen, hvorfor anvendelse af denne metode alligevel godt kan accepteres. Denne argumentation forudsætter dog, at aktien er blevet værdiansat ved hjælp af samme metode og kriterier af markedet gennem perioden, og at volatiliteten i aktiekursen i nogen grad afspejler ændringer i den forventede værdi af aktiekursen.

Teoretisk set benyttes afkastet på markedsporteføljen indeholdende en værdivægtet andel af alle aktiver på markedet¹⁰⁴, som "markedet". Dette er dog ikke muligt, da markedsporteføljen ikke eksisterer, hvorfor det er valgt at benytte henholdsvis C20-indekset og MSCI World-indekset¹⁰⁵ som approksimation for markedsporteføljen. Det anbefales fra McKinsey & Company's side at benytte månedlige observationer over en femårig periode¹⁰⁶ samt mindst 60 observationer, hvilket stemmer godt overens med FLSmidths strategiske frasalg af aktiviteter. Disse anbefalinger følges således ved beregning af betakoefficienten. Betaregressionerne findes i bilag 8 og 9.

Beta	
C20	1,48
MSCI	2,06

Figur 36 Betaregression

Betaestimerne for regression mod henholdsvis OMXC20 og MSCI World kommer frem til noget forskellige resultater, hvor der hældes mest mod MSCI-indekset til trods for den lavere forklaringsgrad,

¹⁰⁴ Koller (2005) s. 316

¹⁰⁵ Et anerkendt globalt diversificeret indeks udgivet af Morgan Stanley Capital International

¹⁰⁶ Koller (2005) s. 314

R^2 , som egentligt betyder, at C20-indekset er en bedre indikator. Grunden hertil er, at nationale indeks ofte kan være domineret af kun nogle få industrier (eller virksomheder) og desuden er C20-indekset så småt, at det muligvis kan påvirkes af FLSmidth-aktien (hvorved højere samvariation selvfølgelig forekommer).

Der kan være store usikkerheder ved at estimere et enkelt aktivs betaværdi, hvorfor det kan være ønskværdigt at benytte et branchegennemsnit i stedet. Det kan i visse tilfælde give et bedre estimat af virksomhedens volatilitet overfor markedet, da udsving i enkelte aktiekurser også kan være påvirket af mange andre faktorer.

I figuren nedenfor er der udregnet en betaværdi ud fra FLSmidths nærmeste konkurrenter. Betaværdierne for peer-gruppen er først blevet afgearet med konkurrentens respektive kapitalstruktur (aktivbeta) for derefter at blive "gearearet" med FLSmidths "Market debt to equity ratio".

Navn	Raw Beta	Debt/Equity	Asset beta
Sinoma	0,88	6,0%	0,80
KHD	1,89	-	-
Outotec	1,99	1,9%	1,87
FLSmidth	2,06	0,0%	2,06
Metso	1,99	30,1%	1,46
Total average			1,48

Figur 37 kilde: Egen tilvirkning ud Data fra Bloomberg

Ved at geare denne asset beta med FLSmidths "market debt equity ratio" fås et beta på 1,48. Normalt vil man geare branchens aktivbeta med gearingen i virksomheden, men da FLSmidth ikke har nogen nettorentebærende gæld, må aktivbeta være lige med virksomhedens beta.

Umiddelbart har flere af peer-gruppevirksomhederne en risikoprofil, der til dels minder om FLSmidths, hvorfor det godt kan antages at være et relativt godt estimat for FLSmidths risiko i forhold til markedet. Kun METSO har en væsentlig større debt/equity ratio, men på trods af det en betaværdi, der minder om de resterende virksomheder. Sinoma er den eneste virksomhed, der har et beta, der ligger betydeligt under de andre virksomheder.

Det er valgt at arbejde videre med en betaværdi på 2,06, regressionen mod MSCI World Index, da denne undersøgelse menes at være mest korrekt udført. Der er noget uklarhed om, hvordan Bloomberg har estimeret market debt equity ratioet. Derudover har FLSmidths nærmeste konkurrenter ikke et forretningskoncept, der er identisk med FLSmidths. De konkurrerer alle kun enten på cement- eller mineralmarkedet, og flere af dem driver derudover andre forretninger, der ikke deles med FLSmidth. Dette kan alt sammen skabe usikkerhed, når risikoen overfor markedet sammenlignes.

Derudover kan man argumentere for, om Betaværdien måske bør nedjusteres. FLSmidth har gennem de seneste år satset meget på Customer Service, der i 2011 er steget til 24,1% af den samlede omsætning. Customer Service nedbringer som beskrevet i afsnittet Kommerciel risiko eksponeringen overfor konjunkturudsving, som FLSmidth er meget følsom overfor. Hvis betaværdien derfor skal beskrive den fremtidige systematiske risiko overfor markedet, kan det derfor godt argumenteres for, at investeringer i Customer service bør resultere i en nedjustering af beta. Det er dog valgt ikke at lave denne nedjustering.

Resultatet betyder altså, at en investering i FLSmidth aktier, med et beta på 2,06, er væsentligt mere (systematisk) risikofyldt end en investering i et gennemsnitligt aktiv, hvilket stemmer godt overens med, at FLSmidth i høj grad er en konjunkturfølsom virksomhed. Det er dog værd at tilføje, at dette afsnit er præget af en del usikkerhed, og der kunne med andre antagelser have været estimeret et beta med et resultat, der ligger forholdsvis lang fra dette. Det er dog den opfattelse, at det estimerede beta er det, der beskriver virksomhedens systematiske risiko overfor markedet bedst.

Markedets risikopræmie

Markedsrisikopræmien er den belønning, som en investor kræver for at påtage sig risiko. I CAPM-modellen stiger et aktivs forventede afkast med risikopræmien, når risikoen, udtrykt ved betakoefficienten, stiger én. Dette skyldes, at investorer er risikoaverse og derfor kræver en belønning for at påtage sig risiko. Størrelsen på markedsrisikopræmien afhænger derfor af investorernes risikoaversion.

Risikopræmien kan enten findes ud fra en historisk analyse eller ud fra en fremtidig prognose, hvor et ofte stort antal økonomer spørges til deres forventninger til den fremtidige risikopræmie.

Hvis investorers risikoaversion ikke har ændret sig, kan en historisk analyse ekstrapoleres og bruges som estimat for den fremtidige risikopræmie¹⁰⁷. Samtidig antages, at den historisk opnåede risikopræmie er lig med den risikopræmie, som var forventet af investorerne. Begrebet risikopræmie er baseret på investorernes forventede afkast, mens en historisk analyse bedst lader sig gøre ved brug af realiserede afkast¹⁰⁸.

Hvis investorernes risikoaversion har ændret sig således, at den nuværende og fremtidige risikopræmie forventes at afvige fra den historiske, vil resultatet af en rundspørge være mere retvisende. Der lader til at være konsensus om, at den faktiske risikopræmie er højere end den lange historiske.

Den historiske risikopræmie i Danmark er i 2001 blevet estimeret til ca. 3%¹⁰⁹. Denne risikopræmie er beregnet på baggrund af historiske tal i perioden 1925-1997, hvilket er meget lavt i forhold til andre lande¹¹⁰. Dimson, Marsh og Staunton (2002), ved London Business School, har udarbejdet dybdegående redegørelse af forskellige journals, der har forsøgt at estimere risikopræmien¹¹¹. Deres redegørelse munder ud i et forsøg på at estimere en verdensomspændende risikopræmie. De tager udgangspunkt i både historiske analyser og prognoser og kommer frem til en værdi mellem 3,5% og 5,25%. I dette interval menes det amerikanske marked at trække gennemsnittet op og verdens gennemsnit at ligge noget lavere.

PriceWaterhouseCoopers (PWC) fører opdaterede undersøgelser af den risikopræmie, der bliver brugt i erhvervslivet. Baseret på en rundspørge blandt institutionelle investorer og analytikere estimerer PWC, at risikopræmien lå på 5,0% i 2010.¹¹²

Det må antages, at den nuværende risikopræmie ligger relativt højt på grund af den "krise", som specielt den vestlige verden befinder sig i. Det menes derfor, at det er mest retvisende at benytte en risikopræmie, der ligger over de forskellige historiske estimater, der er omtalt ovenfor og langt over den historiske danske risikopræmie, som den er estimeret af Parum. På baggrund af ovenstående

¹⁰⁷ Tim Koller (2005) s. 204

¹⁰⁸ <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/assets/tema-nedskrivning-aarl-dec-2010.pdf>

¹⁰⁹ Claus Parum "Corporate Finance"

¹¹⁰ W.N.Goetzmann, R.G. Ibbotson (2005) "History and the Equity Risk Premium"

¹¹¹ Dimson, Marsh, Staunton (2003): "Global evidence on the equity risk premium"

¹¹² <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/assets/tema-nedskrivning-aarl-dec-2010.pdf>,

diskussion vurderes markedets risikopræmie at være 5%, ligesom PWC, da denne undersøgelse vurderes at have størst relevans for FLSmidth.

$$K_e = r_f + \beta(E(r_m) + r_f) = 1,858\% + 2,06 * 5\% = 12,158$$

Ejernes afkastkrav

Efter at alle elementerne i CAPM-modellen er identificerede, kan ejernes afkastkrav beregnes som følger:

Kapitalstruktur

Til fastlæggelse af kapitalstrukturen skal markedsværdierne af henholdsvis egenkapitalen og den nettorentebærende gæld (netto finansielle forpligtelser) benyttes. I denne sammenhæng opstår der et problem, da disse er opgjort til bogførte værdier i balancen. En løsning på problemet med egenkapitalen er at beregne denne ud fra [aktiekurs*antal aktier].

$$MV(EK) = \text{udestående aktier} * \text{kurs}(d. 01.02.2012) = 53.200.000 * 424,5 = 22,6 \text{ mia.}$$

Markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser sættes i praksis oftest som værende den bogførte værdi. Dette gøres ud fra en betragtning om, at de fleste virksomheder benytter sig af relativt kortsigtede lån, og at den bogførte værdi og markedsværdien derfor er tæt på hinanden. Korte lån er i mindre grad eksponeret overfor markedsrenten (renterisiko), hvorfor ændringer i kapitalværdien vil være mindre. Det er et omfattende arbejde at beregne markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser, da dette vil kræve informationer om hvert enkelt lån i virksomheden og en værdiansættelse af disse.

Da der fastlægges et estimat for de gennemsnitlige kapitalomkostninger for alle fremtidige cash flows, antages det samtidigt, at kapitalstrukturen er konstant for alle årene.

FLSmidth har en negativ NRBG i både 2009, -10 og -11, samtidigt med at virksomheden ikke har udstedt nogen obligationer og derfor ikke har nogen rating. Dette gør estimering af markedsværdien af FLSmidths forpligtelser yderligere kompliceret.

Flere analytikere benytter sig derfor af en såkaldt "target"-kapitalstruktur¹¹³. Altså en kapitalstruktur der er optimal for virksomheden, og som den derfor vil søge hen mod gennem tiden. FLSmidth oplyser i deres årsrapport, at de ønsker, at egenkapitalen udgør 30% af de samlede aktiver, bogført værdi, hvilket er, hvad FLSmidth mener, de har nu. Altså antages det, at FLSmidths kapitalstruktur ikke vil ændre sig i fremtiden. Grundet forskelle i brugte termer vil niveauet ikke kunne genkendes i denne estimering. Dette ligger også meget langt fra det estimat der fundet i analysen, hvorfor den tilgang ikke anvendes

Regnskabsanalysen kommer som tidligere nævnt frem til en negativ nettorentebærende gæld 2009, -10 og -11, (-244 mio. i 2011), hvorfor det antages, at FLSmidth heller ikke inden for den næste årrække vil have nogen særlige gældsposter. Som udviklingen har været de seneste år, antages det derfor, at FLSmidth fortsat vil have en stor likvid beholdning.

Det er derfor antaget, at markedsværdien af FLSmidths forpligtelser er 0, da det ikke tilføjer analysen værdi at udregne afkastkrav på en beholdning på 244 mio.

(En alternativ løsning på dette vil blive diskuteret i det næste afsnit).

Således kan andelen af egenkapital og fremmedkapital i forhold til virksomhedens værdi bestemmes:

$$\frac{EK}{EV} = \frac{22,6}{22,6} = 100\%$$

$$\frac{D}{EV} = \frac{0}{22,6} = 0\%$$

¹¹³ PriceWaterhouseCoopers "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet" januar 2005

Diskussion af fremmedkapitalens/likviditetsbeholdningens afkastkrav

Hovedårsagen til, at FLSmidths nettorentebærende gæld har været negativ gennem de seneste år, er fordi man har haft en meget stor likvid beholdning. Det er derfor ikke helt korrekt at undlade fremmedkapitalens afkastkrav i WACC'en.

En metode, hvorpå man kunne have undgået dette, er ved at opdele WACC yderligere, så afkastkravet på den likvide beholdning (finansielle aktiver) også var medregnet.

$$WACC = \frac{EK}{EV} k_e + \frac{L}{EV} k_l + \frac{D}{EV} k_d (1 - T)$$

Herved ville afkastkravet på både gæld og likviditet være repræsenteret, og det ville have været muligt at udregne en endnu mere præcis WACC.

FLSmidth har ikke selv udstedt nogen obligationer og har heller ingen rating fra noget ratingbureau. Det ville derfor have været kompliceret at bestemme afkastkravet på gælden.

En mulighed ville have været selv at lave en rating af virksomheden og ud fra denne rating bestemme afkastkravet. En anden mulighed ville have været at se på konkurrenterne i branchen. F.eks. har Metso udstedt ratede obligationer. Med en risikoprofil, der minder om FLSmidths, ville det godt kunne antages, at kapitalomkostningerne for virksomhederne derfor også måtte minde om hinanden. Dette kunne så holdes op mod branchespreads fra databaser som Bloomberg, Reuters eller Damodaran, for at sikre validiteten.

Afkastkravet på den likvide beholdning vil kunne bestemmes ud fra en vurdering af hvad indestående kan indbringe. Det må formodes likviditeten har en vis funktion i driften af virksomheden, hvorfor kun meget kortsigtede investeringer vil kunne medregnes i afkastkravet. Der er dog den udfordring at der foreligger stor usikkerhed i tilgængeligheden af den likvide beholdning, hvorfor det kan være svært at estimere et egentligt afkastkrav.

Da FLSmidth ikke selv har udstedt nogle obligationer og en decideret rating analyse af FLSmidth er vurderet at være for ressourcekrævende i forhold til værdiskabelsen, forekommer der stor usikkerhed omkring estimeringen af afkastkravet på gælden.

Sammenholdes dette med usikkerheden ved estimeringen af afkastkravet på den likvide beholdning, er det derfor valgt ikke at inkludere denne beregning. Det er konkluderet, at det vil være for omstændeligt og ressourcekrævende, samt forbundet med for meget usikkerhed, til at estimeringen vil kun tilføje analysen egentlig værdi. Det individuelle afkastkrav på den likvide beholdning og gælden vil kun kunne påvirke den samlede WACC marginalt. Og med den usikkerhed der er forbundet med estimeringerne, betragtes det ikke som værdiskabende i forhold til analysens validitet.

Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Efter at have beregnet ejernes afkastkrav, prisen på fremmedkapital efter skat samt kapitalstrukturen kan WACC'en således beregnes til 12,185%, svarende til ejernes afkastkrav¹¹⁴:

¹¹⁴ Ross (2007) s. 477

6.2 Værdiansættelse

	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal
NOPAT	1.556	1.667	1.780	1.891	1.991	2.071
+Afskrivninger	503	517	548	538	570	593
Cash Flow fra driften	2.058	2.184	2.328	2.429	2.561	2.664
 ΔArbejdskapital	344	349	118	-166	90	71
ΔAnlægskapital	192	-185	-390	-350	-553	-440
Frit Cash Flow	2.594	2.349	2.056	1.913	2.098	2.295
Terminalværdi, $FCF_{Term}/(WACC - \text{vækst})$						28.134
 Diskonteringsfaktor, $(1+WACC)^{-t}$	0,892	0,795	0,709	0,632	0,563	
 Nutidsværdi af Frie Cash Flows	2.313	1.867	1.457	1.209	1.182	
 Akkumuleret	8.028					
Nutidsværdi af terminalperiode	15.852					
Samlet værdi af Cash Flows	23.880					
Netto rentebærende gæld, ultimo 2011	-244					
Egenkapitalens samlede værdi	24.124					
 Aktiekurs	453					

Figur 38 kilde: Egen tilvirkning.

Ud fra det udarbejdede budget er det prognosticerede frie cash flow for budget- og terminalperioden beregnet. Det frie cash flow er beregnet ved det frie cash flow fra driften (NOPAT+afskrivninger) fratrasket nettoinvesteringer i driften (ΔNDA).

Værdien af terminalperioden beregnes ved Gordons vækstmodel¹¹⁵. Både terminalværdien og cash flows fra budgetperioden tilbagediskonteres ved WACC'en til nutidsværdier for at finde virksomhedens samlede værdi. Herfra fratrækkes markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser for at finde værdien af egenkapitalen.

Aktiekursen kan nu beregnes som markedsværdien af egenkapitalen delt med antallet af aktier. En fair aktiekurs estimeres til DKK 453 mod markedets vurdering på DKK 424,5.

¹¹⁵ Koller (2005) s.62

7. Følsomhedsanalyse

7.1 Følsomhed overfor ændringer i værdidrivere

For at vurdere robustheden af modellen/estimerne er aktiekursen blevet simuleret for ændringer i de underliggende estimerede drivere. Det er valgt at teste et parameter af gangen. Der fås et overblik over, hvilke drivere der er særligt følsomme overfor ændringer og derfor kan anses som risikofyldte i forhold til analysens validitet.

Ændring	-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%
Omsætningsvækst	431	438	446	461	469	478
Procent	-5%	-3%	-2%	2%	4%	6%
Overskudsgrad	337	376	415	492	531	570
Procent	-26%	-17%	-8%	9%	17%	26%
1/AOH	512	493	473	434	414	395
Procent	13%	9%	4%	-4%	-9%	-13%
Terminalvækst	424	433	443	465	478	493
Procent	-6%	-4%	-2%	3%	6%	9%
WACC	805	638	530	397	353	319
Procent	78%	41%	17%	-12%	-22%	-30%
Risikofri rente	485	475	464	444	434	426
Procent	7%	5%	2%	-2%	-4%	-6%
Beta	719	600	516	405	366	334
Procent	59%	32%	14%	-11%	-19%	-26%
Risikopræmie	719	600	516	405	366	334
Procent	59%	32%	14%	-11%	-19%	-26%

Figur 39 kilde: Egen tilvirkning.

Aktiekursen er utrolig robust overfor ændringer i henholdsvis terminal- og især omsætningsvæksten, indenfor hvad der må vurderes som en rimelig fejlmargen. Ligeledes viser kursen sig nogenlunde resistent overfor rimelige ændringer i aktivernes (inverse) omsætningshastighed.

Kursen er forholdsvis påvirkelig af overskudsgradens udvikling. På baggrund af den stabile historik er det dog usandsynligt, at denne skulle være fejlestimeret mere end 10%, hvorfor der igen vil være tale om et mindre fejlskøn i kursen.

Prisen på kapital, WACC, viser sig at have en stor betydning for aktiekursens estimat, hvorfor det er valgt at nedbryde denne og se på ændringen i de underliggende drivere.

Afkastkravet fra fremmedkapitalen er ikke betydningsfuldt for modellen, grundet den negative nettorentebærende gæld, hvorfor der kigges nærmere på ejernes afkastkrav.

Den risikofrie rente har en relativt lille påvirkning og menes at være sværere at fejlestimere end de resterende estimater. Hvilken rente, der vælges at bruge som indikator, har dog selvfølgelig en betydning, hvor de fleste landes renteniveauer vil ligge over niveauet for EU-renten¹¹⁶. Ændringen kan derfor være større, hvis man vælger at anvende et renteniveau som eksempelvis det indiske eller kinesiske, der er mere end dobbelt så højt som den europæiske.

Dette efterlader betaværdien samt markedets risikopræmie, som begge er karakteriseret ved at være af (lige)høj betydning for resultatet. Estimatet af risikopræmien er baseret en relevant og opdateret undersøgelse, hvorfor kvaliteten af estimatet vurderes at være høj.

I samme grad som risikopræmien er kursen også stærkt afhængig af betaestimatet. Kombinationen af, at estimatet viser stor indflydelse på aktiekursen, samt at estimatet er forbundet med væsentlige usikkerheder, gør netop betaværdien til modellens største usikkerhed. Som diskuteret i betaafsnittet er der mange måder at identificere beta på, der hver giver meget forskellige resultater, hvorfor antagelserne, der bliver taget i netop det afsnit, er meget afgørende for den afsluttende aktiekurs.

Grundlæggende vurderes modellen til at være robust overfor rimelige fejlestimeringer, muligvis med undtagelse af betaværdien. For fejl i enkelte parametre vil kursen sandsynligvis stadig ligge væsentligt over markedets vurdering på DKK 425,5, mens der ikke er simuleret på scenarier, hvori flere parametre ændres.

¹¹⁶ Reuters: "xx10y=RR", hvor "xx" erstattes med den relevante landekode.

7.2 Multipel analyse

Som supplement til DCF-modellen er det valgt at lave en multipelanalyse. Analysen har til formål at vurdere rimeligheden i resultatet i DCF-modellen, samt at diskutere eventuelle årsager til afvigelse fra FLSmidt's peergruppe.

Som beskrevet i markedsanalysen er sammenligningsgrundlaget mellem FLSmidt og den udvalgte peergruppe ikke optimalt. Ingen af de nærmeste konkurrenter opererer i samme grad både på cement, og mineralmarkedet, ligesom at flere af konkurrenterne har store omsætninger uden for cement og mineralindustrien. Der er dog også mange ligheder mellem virksomhederne, såsom kapitalstruktur og markedsrisiko, hvorfor det alligevel antages at være relevant at sammenligne virksomhedernes multipler.

En yderligere årsag til et dårligt sammenligningsgrundlag kan være forskelle i regnskabsgrundlag. Alle de udvalgte virksomheder kan have forskelligt regnskabspraksis, risiko, fremtidig indtjening osv.. Formålet med analysen er dog at ikke at værdiansætte ud fra multiplen, men blot at vurderer resultatet fra DCF-modellen, hvorfor det antages dog at sammenligningsgrundlaget er rimeligt.

Det er i multipelanalysen valgt at anvende de samme konkurrenter som der er anvendt tidligere i afhandlingen (markedsanalysen og betaafsnittet). Dette fordi de menes at være de meste sammenlignelige virksomheder og nærmeste konkurrenter.

Det er ydermere valgt at anvende multiplerne P/E og EV/EBITDA. P/E-multiplen afspejler prisen for at få del i en indtjeningskrone, og kan derfor tydeliggøre hvor stor virksomhedernes indtjeningsevne er i forhold til virksomhedens prisfastsættelse. EV/EBITDA-multiplen er valgt for at undgå eventuelle effekter ved forskelle i gearing. Derudover kan EV/EBITDA også være fordelagtig når man sammenligner virksomheder i forskellige lande, da der ofte vil være forskellige regnskabspraksis, hvorfor det giver et mere retvisende billede at inkludere afskrivninger på goodwill og materielle aktiver¹¹⁷.

¹¹⁷ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomhedsandele, 2002

Multipler	P	E	Market cap	EV	EBITDA	P/E	EV/EBITDA
Sinoma	15,9	130	1.445	11.610	2.764	11,1	4,2
KHD	40,9	114	2.035	-	-	17,9	-
Metso	251,5	3.140	37.807	35.913	5.755	12,0	6,2
Outotec	300,5	660	13.757	9.847	996	20,8	9,9
FLSmidth	453,0	1.448	24.100	24.100	2.647	16,6	9,1

Figur 40 kilde: Egen tilvirkning, samt data fra bloomberg

Sammenlignet med FLSmidths nærmeste konkurrenter ligger de approksimativt på samme niveau. Med en P/E-multiplier på 16,6 ligger de ca. midt mellem de resterende fire. Dette niveau stemmer meget godt overens med de lidt højere forventninger til FLSmidths mineralenhed i forhold til cementsegmentet.

På cementmarkedet handles KHD og Sinomas multipler på henholdsvis 11,1 og 17,9. Med et cementmarked uden det store kortsigtede vækstpotentiale er det forventeligt at Sinoma handles til en relativt lav kurs, hvorfor den også ligger et stykke under FLSmidth. Derudover har den politiske uro i Mellemøsten og Nordafrika påvirket markedet negativt, hvilket er et marked Sinoma har satset meget på. KHD handles til en relativt høj kurs i forhold til indtjeningen, hvilket hovedsageligt skyldes et stort fald i indtjeningen.

Metso og Outotec har multipler på henholdsvis 12,0 og 20,8. Outotec der på mineralsegmentet minder meget om FLSmidth handles til en forholdsvis høj multipler, hvilket primært skyldes et solidt vækstpotentiale indenfor mineralindustrien. Uden en cementsegment til at trække lidt ned er det derfor forståeligt, at Outotec handles til en lidt højere multipler end FLSmidth.

Metso derimod handles til en lavere multipler end FLSmidth, hvilket skyldes at mineralforretningen kun udgør 30 % af Metsos samlede omsætning, hvorfor andre segmenter også har indflydelse på virksomhedens multipler.

Ses der på EV/EBITDA multiplen genkendes samme mønster. Sinoma handles til en lidt lavere multipler end de resterende virksomheder og Outotec handles til den højeste multipler. Det har ikke været muligt at data til KHD, hvorfor denne multipler ikke er medregnet.

Generelt ser de estimerede multipler ud til at være på det niveau, som man kunne forvente inden analysen, og det må derfor antages at den estimerede kurs i DCF-modellen ligger på et fornuftigt niveau.

8. Perspektivering

Den 1. februar værdiansætter markedet FLSmidth-aktien til DKK 425,5, mens der er i denne analyses estimeret en fair værdi på DKK 453, der derved ligger et niveau over markedets estimering.

FLSmidths aktiekurs har været utrolig volatil gennem de seneste 5 år. Den finansielle krise efterfulgt af en Europæisk gældskrise samt uro i Nordafrika og Mellemøsten har påvirket FLSmidths aktiekurs kraftigt. Aktiekursen synes dog nu at have nået rimeligt niveau, og med forventninger om mere ro på de globale markeder forventes FLSmidth også at klare sig godt over de næste par år.

En af de største usikkerheder ved resultatet i afhandlingen ligger netop i den globale økonomiske udvikling, ligesom at estimeringen af virksomhedens WACC også viste sig meget følsom over for ændringer. Afhandlingens validitet afhænger derfor meget af disse estimater, hvorfor ændringer underliggende driver til disse estimater kan påvirke resultatet meget.

Jeg har dog gennem afhandlingen forholdt mig relativt konservativt til netop disse estimater og mener derfor at niveauet for den estimerede aktiekurs solidt og retvisende.

9. Konklusion

Formålet med opgaven var at bestemme en fair kurs for FLSmidths aktie ved hjælp af DCF-modellen og herefter at forholde sig til rimeligheden i estimatet.

Strategiske faktorer

For at kunne opstille troværdige proforma regnskaber er FLSmidths strategiske position samt fremtidsudsigter afdækket igennem den strategiske analyse.

FLSmidth er den største aktør på et voksende globalt marked, og er geografisk diversificeret over hele verdenen, hvilket giver en fleksibilitet i forhold til at have erfaring med alle regioner.

Ligeledes udmærker FLSmidth sig ved at have opretholdt høje marginer gennem hele den nuværende globale krise, idet de har været gode og villige til at tilpasse deres kapitalapparat, samt at de har haft fulde ordrebøger at tære på.

Det fleksible kapitalapparat er primært baseret på et valg om at outsource langt størstedelen af deres produktion, hvilket også er en stor styrke for FLSmidths forretning.

FLSmidth opererer primært indenfor to segmenter, Cement og Mineraler, som har det tilfælles, at de i høj grad er konjunkturfølsomme og er drevet af basale demografiske og makroøkonomiske drivere, som befolknings- og GDP-vækst.

Der er udsigt til store markedsvækstrater i BRIK-landene, især Indien og Kina, hvilket også udgør et strategisk fokusområde for FLSmidth. Dette gælder specielt mineralmarkedet, hvor der på grund af forventning om knapkapacitet inden for de næste par år, derfor også forventes en markant vækst i investeringslysten. Specielt synes kobbermarkedet, som udgør 36% af FLSmidths mineralomsætning, at være meget attraktivt.

Cementmarkedet ser derimod ud til at være en smule hårdere ramt af finanskrisen. Indien, Afrika og resten af Asien har haft faldende cementinvesteringer på grund af overkapacitet, hvorfor

forventningerne til dette marked er en smule lavere på kort sigt. På længere sigt regnes der dog stadig med, at markedet bliver attraktivt igen.

Cement- og mineralbranchen er begge relativt attraktive med få store konkurrenter, hvilket giver en vis forhandlingsstyrke overfor både leverandører og kunder og derved også mulighed for at opnå gode marginer. Ydermere gør krav om store kapitalapparater og meget knowhow det svært for nye konkurrenter at komme ind på markedet.

Ved analysen af de interne og mikroøkonomiske blev det klart, at FLSmidths organisatoriske og logistiske knowhow i forbindelse med opførelse af komplette produktionsanlæg er et af virksomhedens største aktiver. Derudover sørger en velfungerende salgs- og marketingafdeling for, at brand og kundepleje hele tiden er i top. Ydermere er de interne støtteaktiviteter forskning og udvikling samt HR også utrolig vigtige og velfungerende.

Rentabilitet og risiko

FLSmidth har gennem de seneste 5 år haft en faldende rentabilitet i forhold til den investerede kapital. Både ROE og ROIC har været faldende i perioden, hvorfor det var valgt at dekomponere ROIC. Her var det tydeligt, at mens overskudsgraden har været meget stabil, så var omsætningshastigheden faldet betydeligt over de seneste 5 år.

Gennem perioden har omsætningen været relativt stabilt, faldet lidt i 2009 og -10, men kom tilbage på et rimeligt niveau i 2011. Mens omsætningen er faldet en smule, er der fortsat blevet foretaget opkøb af virksomheder, hvorfor anlægsaktiverne har haft en væsentligt højere vækst end omsætning.

Risikomæssigt er FLSmidth generelt meget eksponeret overfor generelle konjunkturudsving, men ikke i lige så høj grad på kort sigt. Ordrebøgerne agerer som en buffer, hvorved FLSmidth kan anvende sit meget fleksible produktionsapparat og justere kapaciteten i forhold efterspørgslen. Dette betyder, at FLSmidth kan opretholde rimelige marginer (overskudsgrad) gennem krisetider. På længere sigt er FLSmidth dog stadig udsat, da specielt omsætningsagtigheden vil påvirke rentabiliteten negativt.

Finansielt har FLSmidth ikke særlig stor risiko. Gearingen har igennem hele den analyserede periode været meget lav og virksomheden har så høje likvide beholdninger, at den netto rentebærende gæld har været negativ de seneste 3 år. Derudover garderer FLSmidth sig mod valutatab, hvorfor den generelle finansielle risiko betragtes som minimal.

Fremtidige værdidrivere

Den globale økonomi ser ud til at være på den anden side af krisen; kun i Europa forventes negativ vækst i 2012. FLSmidths ordrebøger er derfor også ved at være på samme niveau som før krisen. Derudover forventes der stor vækst i mineralbranchen og Customer Services, hvorfor det også forventes, at FLSmidth vil se stigende omsætning gennem hele budgetperioden. Specielt forventes en rimelig vækst de næste tre år, hvorefter væksten forventes at falde lidt, for så til sidst at ende med en terminalvækst på 4%.

Kapitalomkostninger

FLSmidth er i en forholdsvis risikofyldt branche, hvilket også viser sig i deres kapitalomkostninger, der estimeres til $WACC=12,158\%$. Kapitalomkostningerne udgør samtidig modellens mest usikre element, idet den dels er af høj betydning for kursestimatet, og der dels er nogen usikkerhed forbundet med især betaestimatet.

Værdiansættelse

Det endelige kursestimat ender på DKK 453, hvilket er 7,8% over markedets prisfastsættelse på DKK 425,5. Det er derfor ud fra denne afhandling min vurdering at FLSmidths aktiekurs er en smule undervurderet.

Perspektivering

Gennem følsomhedsanalysen bekræfter det som en rimelig i estimatet, med førnævnte forbehold for betaestimatet, samt makroøkonomiske ændringer, som synes robust overfor mindre fejlestimeringer i de enkelte parametre, men alligevel synes at være estimeret til et rimeligt niveau.

10. Litteraturliste

Bøger

- Koller, Tim & Marc Goedhart & David Wessels (2005). Valuation: measuring and managing the value of companies.
- McKinsey & Company.
- Plenborg, Thomas & Christian V. Petersen (2008). Regnskabsanalyse for beslutningstagere. Forlaget Thomson.
- Elling, Jens O. & Ole Sørensen (2005). Regnskabsanalyse og værdiansættelse: En praktisk tilgang. Gjellerup
- Brealey, Richard A. & Stewart C. Myers & Franklin Allen. (2008). Principles of corporate finance. McGraw-Hill.
- Ross, Stephen A. & Randolph W. Westerfield & Bradford D. Jordan (2006). Fundamentals of corporate finance. McGraw-Hill
- David A. Aaker (2007). Strategic Market Management
- Foreningen for statsautoriserede revisorer (2002). Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele.

Artikler

- IMF. "World Economic Outlook 2012"

- J. P. Morgan, Europe equity research – FLsmidth
- J. P. Morgan, Europe equity research – FLsmidth, strong outlook triggers upgrade to estimates.
- J. P. Morgan, Europe equity research – FLsmidth, Initiating with an overweight: Compelling risk-reward.
- Environ Chem Lett. Cement industry: sustainability, challenges and perspectives
- IMF. "New IMF Report Advises on Stimulus Exit Strategies" februar 2010
- W.N.Goetzmann, R.G. Ibbotson "History and the Equity Risk Premium". 2005.
- Dimson, Marsh, Staunton. "Global evidence on the equity risk premium". 2003
- The World Bank. "Russian Economic Report No.17". November 2009
- WTO: "WTO successfully concludes negotiations on China's entry"
- Oxford Economics. "Global Construction 2020"
- China Business Review: "WTO: China Enters Year Three"
- Alliance business School. "Analysis of the indian cement industry", feb. 2009
- Federal Reserve Board. "Purpose & Functions". juni 2005
- PriceWaterhouseCoopers. "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet." januar 2005
- Bernstein research. Building materials 2011

Hjemmesider

- www.FLSmidth.com - Alle årsrapporter samt investor præsentationer er hentet fra FLSmidths egen hjemmeside
- <http://www.imf.org/external/index.htm>
- www.globalconstruction2020.com
- www.wto.org
- <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440>
- www.bloomberg.com

Databaser

- Bloomberg
- Euroinvestor.dk
- Reuters
- Danmarks statistik
- Damodaran

Bilag

Bilag 1 – GDP vækst over 10 årig periode

GDP vækst	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	GNS
Øvrige Europa												
European Union 15	2,6	1,8	2,7	3,0	2,9	4,1	1,9	1,1	1,1	2,1	1,7	
A12	6,0	4,0	2,7	2,5	2,6	4,0	2,9	2,8	4,0	5,6	4,6	
Russia	-4,1	-3,6	1,4	-5,3	6,4	10,0	5,1	4,7	7,3	7,1	6,4	3,2
40% EU-15, 40% A12, 20% Russia	2,6	1,6	2,5	1,1	3,5	5,2	2,9	2,5	3,5	4,5	3,8	3,1
Asien												
South East Asia	8,1	7,4	4,4	-7,4	3,9	6,4	1,6	4,4	4,9	6,5	5,7	
China	10,9	10,0	9,3	7,8	7,6	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	
India	7,6	7,4	4,5	6,0	7,1	3,9	5,2	4,1	8,6	6,9	8,4	
Equal weights	8,9	8,2	6,1	2,1	6,2	6,2	5,0	5,9	7,8	7,8	8,2	6,6
Nordamerika												
North America	2,5	3,5	4,5	4,2	4,5	3,8	0,9	1,7	2,4	3,6	3,0	3,2
Sydamerika												
Argentina	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2	
Brazil	4,5	2,1	3,4	0,1	0,2	4,3	1,3	2,6	1,2	5,7	2,9	
Chile	10,5	7,4	7,4	3,9	-1,1	4,8	3,4	2,2	3,7	6,1	6,3	
Mexico	-6,2	5,2	6,8	4,9	3,9	6,6	-0,2	0,8	1,4	4,2	2,8	
50% Brazil, 50% rest	2,5	4,1	5,4	2,1	0,0	3,9	0,5	0,0	2,9	6,1	4,5	2,9
Afrika												
Republic of South Africa	3,1	4,3	2,6	0,5	2,4	4,2	2,7	3,6	2,8	3,7	4,9	3,2
Australien												
Australien	4,3	3,8	4,5	5,3	3,8	2,1	3,9	3,2	3,8	3,0	2,5	3,6

Kilde: Egen tilvirkning, Ud fra data fra IMF

Bilag 2 – Omsætningsvækst geografisk

Omsætningsvækst	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal
Europa	-2,0%	1,0%	2,0%	3,0%	3,0%	2,3%
Asien	9,0%	11,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Nordamerika	4,0%	6,0%	7,0%	5,0%	4,0%	3,0%
Sydamerika	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	4,5%	3,4%
Afrika	6,5%	7,0%	7,0%	7,5%	6,0%	3,7%
Australien	5,5%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	3,8%

Kilde: Egen tilvirkning,

Bilag 4 – dekomponerede overskudsgrad

Dekomponering af OG	2011	2010	2009	2008	2007
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produktionsomkostninger	-73,9%	-74,2%	-76,6%	-77,8%	-78,6%
Bruttoresultat	26,1%	25,8%	23,4%	22,2%	21,4%
Salgs- og distributionsomkostninger	-6,8%	-6,7%	-5,2%	-5,0%	-5,1%
Administrationsomkostninger	-7,6%	-7,7%	-7,1%	-6,2%	-6,1%
Andre driftsindtægter og -omkostninger	0,4%	0,4%	0,7%	0,4%	0,2%
EBITDA	12,0%	11,8%	11,8%	11,4%	10,4%
Af- og nedskrivninger på materielle aktiver	-1,2%	-1,2%	-1,0%	-0,9%	-0,8%
Af- og nedskrivninger på immaterielle aktiver	-1,1%	-0,9%	-1,0%	-0,7%	-0,6%
EBIT	9,8%	9,7%	9,7%	9,8%	9,0%
Skat på EBIT	-3,0%	-3,0%	-1,9%	-3,1%	-2,8%
NOPAT	6,8%	6,6%	7,9%	6,7%	6,2%

Kilde: Egen tilvirkning,

Bilag 4 – Reformulerede regnskab

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Nettoomsætning	21.998	20.186	23.134	25.285	19.967	12.311	10.502	10.829
Produktionsomkostninger	16.264	14.979	17.728	19.664	15.695	9.709	8.594	9.364
Bruttoresultat	5.734	5.207	5.406	5.621	4.272	2.602	1.908	1.465
Salgs- og distributionsomkostninger	1.500	1.346	1.200	1.257	1.025	738	698	651
Administrationsomkostninger	1.679	1.552	1.642	1.579	1.216	992	782	732
Andre driftsindtægter og -omkostninger	92	78	161	92	41	66	63	26
EBITDA	2.647	2.387	2.725	2.877	2.072	938	491	108
Af- og nedskrivninger på materielle aktiver	258	249	230	227	163	44	37	26
Af- og nedskrivninger på immaterielle aktiver	234	187	242	168	119	134	135	312
EBIT	2.155	1.951	2.253	2.482	1.790	760	319	230
Skat på EBIT	668	616	430	780	557	226	63	129
NOPAT	1.487	1.335	1.823	1.702	1.233	986	382	359
Finansielle indtægter	861	989	1.562	1.474	1.031	539	611	822
Finansielle omkostninger	962	1.107	1.715	1.760	978	393	484	834
Skattefordel	32	37	29	90	16	38	36	4
Resultat af fortsættende aktiviteter	1.417	1.255	1.699	1.506	1.270	1.094	474	367
Andre driftsindtægter og -omkostninger af sekundær karakter	14	-2	4	34	28	31	34	36
Ophørende aktiviteter, efter skat	10	4	41	59	1	25	9	493
Særlige engangsposter	16	39	8	107	6	13	N/A	N/A
Skat på andet driftsoverskud	9	12	2	23	11	5	10	11
Årets resultat	1.448	1.276	1.668	1.515	1.294	1.132	489	151

Kilde: Egen tilvirkning,

Bilag 5 - Andre driftsomkostninger, reformuleret

Reformuleret	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Andre primære driftsindtægter og -omkostninger								
Statstilskud	9	10	9	8	6	4	3	3
Lejeindtægter	13	15	17	17	15	14	13	14
Øvrige indtægter	47	53	106	86	31	33	55	22
Øvrige omkostninger	6	11	27	39	33	2	14	16
Royalties o.l.	18	26	57	24	25	21	10	6
Royalties o.l.	3	13	5	4	3	4	4	3
Netto	78	80	157	92	41	66	63	26
Andre driftsindtægter og -omkostninger af sekundær karakter								
Avance ved salg materielle aktiver	21	6	15	38	31	29	38	42
Tab ved salg af materielle aktiver	7	8	11	4	3	1	4	6
Andel af associerede virksomheders resultat	0	0	0	0	0	3	0	0
Netto	14	-2	4	34	28	31	34	36

Kilde: Egen tilvirkning,

Bilag 6 – Skat på EBIT, reformuleret

	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Effektiv skattesats	31,2%	31,5%	19,1%	31,4%	31,1%	26,0%	28,0%	30,0%
Finansielle indtægter	861	989	1.562	1.474	1031	539	611	822
Finansielle omkostninger	962	1.107	1.715	1.760	978	393	484	834
NFO	101	118	153	286	53	146	127	12
Skattefordel	32	37	29	90	16	38	36	4
Regnskabsmæssig skat	646	590	403	667	584	183	18	136
Skat på poster af sekundær/transitorisk karakter	9,4	11,7	2,3	-22,9	10,6	4,7	9,5	10,8
Skat på EBIT	668	616	430	780	557	226	63	129

Kilde: Egen tilvirkning,

Bilag 7 – Reformulerede Balance

Netto driftsaktiver

	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Goodwill	4.119	3.663	3.369	3.263	3.191	131	90	59
Erhvervede patenter og rettigheder	1.159	1.021	1.016	1.059	1.091	6	0	0
Kunderelationer	1.130	1.006	954	893	914	0	0	0
Andre immaterielle aktiver	185	156	188	233	203	143	147	138
Færdiggjorte udviklingsprojekter	47	62	13	24	26	29	0	0
Immaterielle aktiver under udvikling	511	240	149	50	0	0	0	0
Immaterielle driftsaktiver	7.151	6.148	5.689	5.522	5.425	309	237	197
Grunde og bygninger	1.365	1.269	971	858	760	605	641	627
Tekniske anlæg og maskiner	699	710	691	547	477	395	406	380
Driftsmidler og inventar	213	234	222	234	200	114	99	93
Materielle aktiver under opførelse	284	70	68	256	109	105	35	54
Materielle driftsaktiver	2.561	2.283	1.952	1.895	1.546	1.219	1.181	1.154
Kapitalandele i associerede virksomheder	1	3	3	3	4	7	3	13
Pensionsaktiver	9	15	0	2	6	2	0	3
Udskudte skatteaktiver	1.014	728	791	774	752	762	397	204
Finansielle driftsaktiver	1.024	746	794	779	762	771	400	220
Varebeholdning	2.292	1.960	1.760	1.802	1.463	832	552	529
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	5.554	4.238	4.270	5.063	4.939	3.087	2.165	2.150
Igangværende arbejder for fremmed regning	3.633	3.120	3.617	2.741	3.072	2.338	1.713	1.765
Forudbetaling til underleverandører	467	364	369	760				
Andre tilgodehavender	1.112	1.046	840	946	1.070	338	324	652
Periodeafgrænsningsposter	181	97	118	236	120	34	25	34
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	0	0	0	0	0	3	1	1
Tilgodehavender	10.947	8.865	9.214	9.746	9.201	5.800	4.228	4.602
Aktiver bestemt for salg	0	0	0	8	8	132	0	0
Udskudte skatteforpligtelser	-886	-813	-682	-628	-688	-28	-18	-16
Forudbetalinger fra kunder, langfristet	-435	-218	-306	1.054	-681	-616	-113	-72
Andre gældsforpligtelser, langfristede	-288	-127	-186	-53	0	0	0	0
	-	-	-	-	-	-	-	-
Forudbetalinger fra kunder, kortfristet	1.771	1.973	3.087	2.899	3.178	4	0	-906
Igangværende arbejde for fremmed	-	-	-	-	-	-	-	-841

regning	4.760	3.846	3.666	3.323	2.206	1.58	1.08	
						6	3	
	-	-	-	-	-	-	-	-
Leverandør af varer og tjenesteydelser	2.682	2.192	2.421	2.748	2.464	1.85	1.48	1.49
Skyldige selskabsskatter	-398	-340	-211	-248	-299	9	8	9
	-	-	-	-	-	-129	-117	-43
Andre gældsforpligtelser, kortfristede	1.917	1.510	1.288	1.106	1.288	-676	-671	-687
Andre hensatte forpligtelser, kortfristede	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre hensatte forpligtelser, langfristede	1.384	1.404	1.199	1.142	-699	-656	-469	-384
Periodeafræsningsposter	-530	-602	-739	-710	1.077	-808	-835	-685
Pensionsforpligtelser, langfristede	-35	-44	-38	-39	-36	-112	-57	-49
Pensionsforpligtelser, kortfristede	-207	-219	-246	-200	-126	-97	-138	-142
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	-19	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	-5	0	0
	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsforpligtelser	15.31	13.28	14.06	14.15	12.74	8.76	6.60	5.32
	2	8	9	0	2	6	9	4
								1.37
Netto driftsaktiver	8.663	6.714	5.340	5.602	5.663	297	-11	8

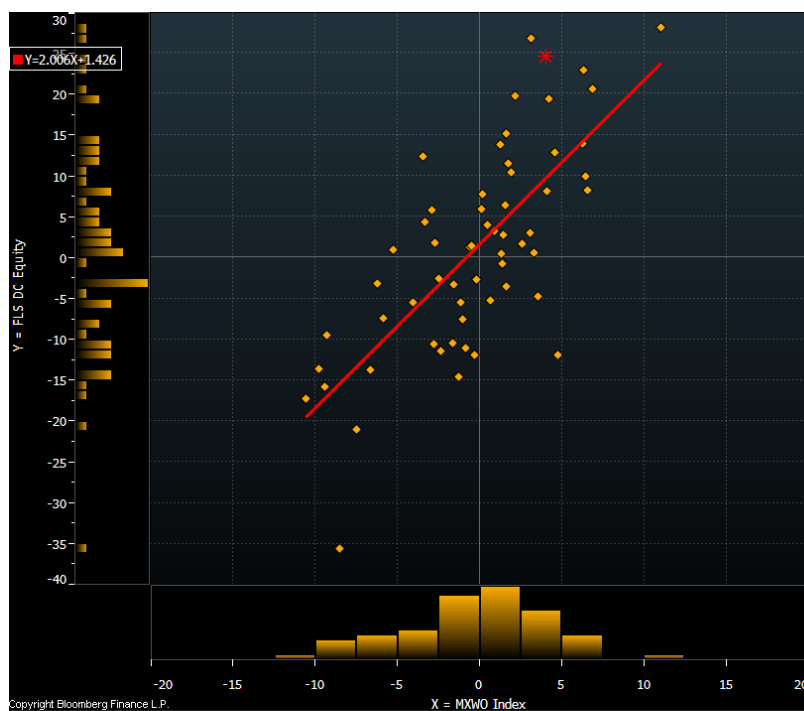
Kilde: Egen tilvirkning,

Netto finansielle forpligtelser

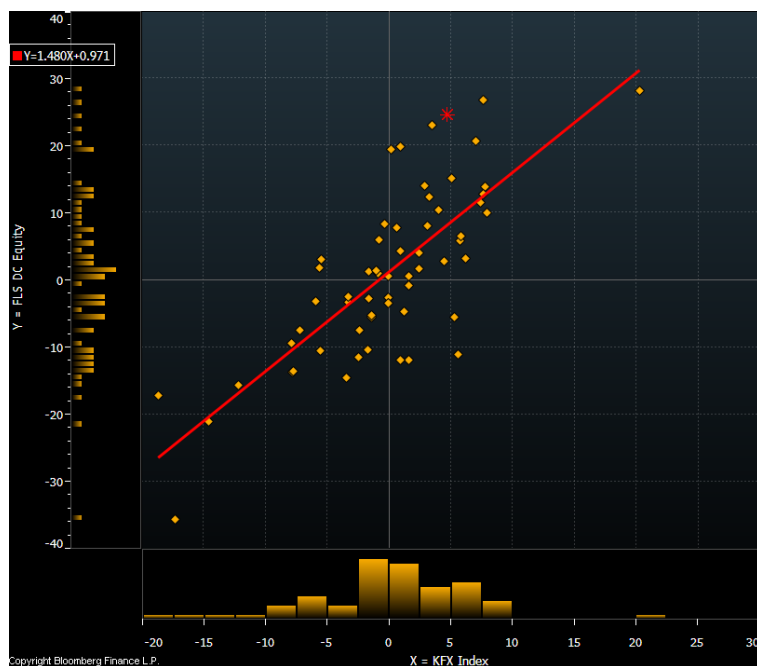
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Egenkapital	8.907	8.139	6.627	5.035	4.214	3.19 2	2.64 8	2.58 5
Prioritetsgæld	352	346	358	376	386	149	155	194
Bankgæld	825	812	813	1.074	1.829	0	0	0
Finansielle leasingforpligtelser	10	8	8	8	10	12	0	0
Valutalån, leasinggæld og bankgæld	0	0	0	0	0	0	12	21
Langristede finansielle forpligtelser	1.187	1.166	1.179	1.458	2.225	161	167	215
Prioritetsgæld	0	0	17	6	7	50	24	15
Bankgæld	126	4	7	86	481	79	0	0
Finansielle leasingforpligtelser	8	2	3	2	3	3	0	0
Valutalån, leasinggæld og bankgæld	0	0	0	0	0	0	129	54
Kortfristede finansielle forpligtelser	134	6	27	94	491	132	153	69
Likvide beholdninger	1.402	2.398	2.389	784	957	2.76	2.56	1.25
Andre værdipapirer og kapitalandele	59	63	29	38	58	6	8	1
Andre finansielle aktiver	0	0	9	21	8	47	95	174
Obligationer og børsnoterede aktiver	104	136	66	142	244	9	0	0
Finansielle aktiver	1.565	2.597	2.493	985	1.267	3.18 8	2.97 9	1.49 1
						-	-	-
NRBG	-244	1.425	1.287	567	1.449	2.89	2.65	1.20
						5	9	7
Netto finansielle forpligtelser	8.663	6.714	5.340	5.602	5.663	297	-11	1.37 8

Kilde: Egen tilvirkning,

Bilag 8 – beta regression, MSCI

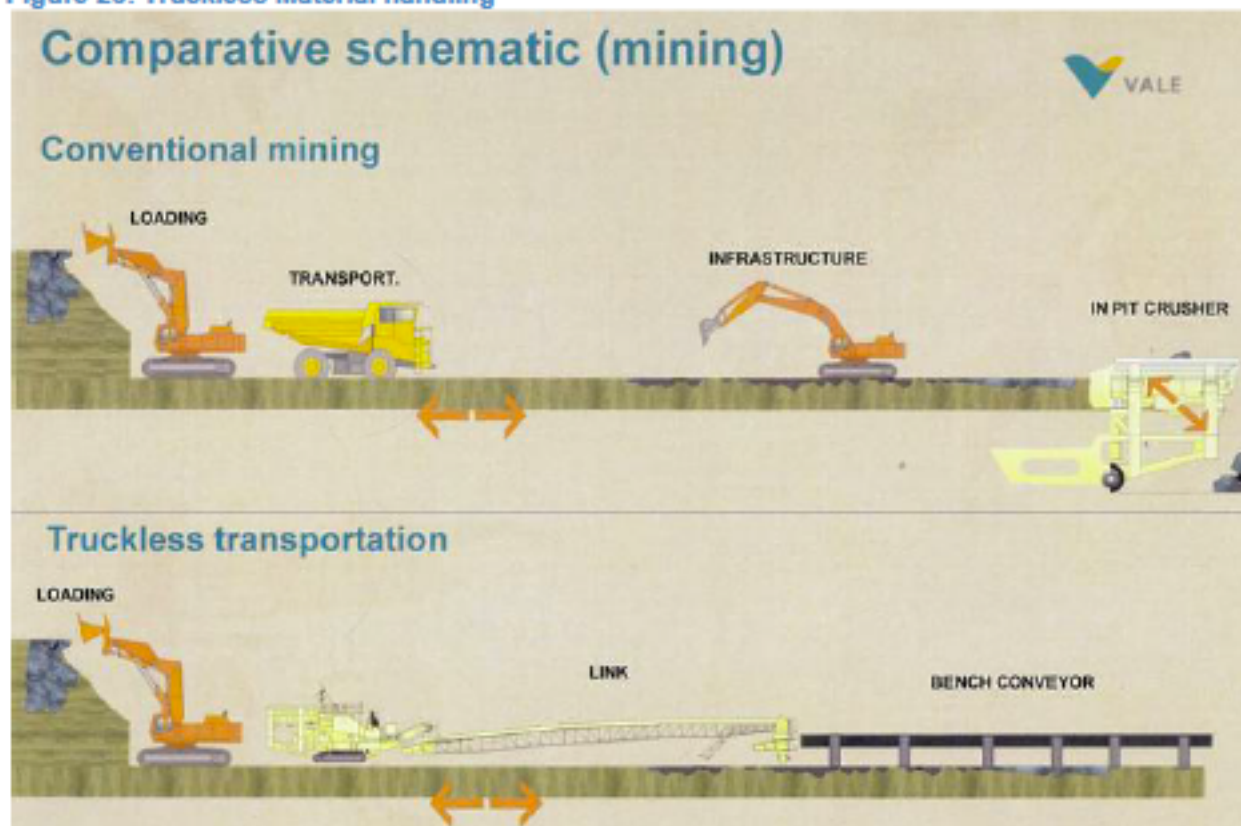


Bilag 9 – beta regression, C20



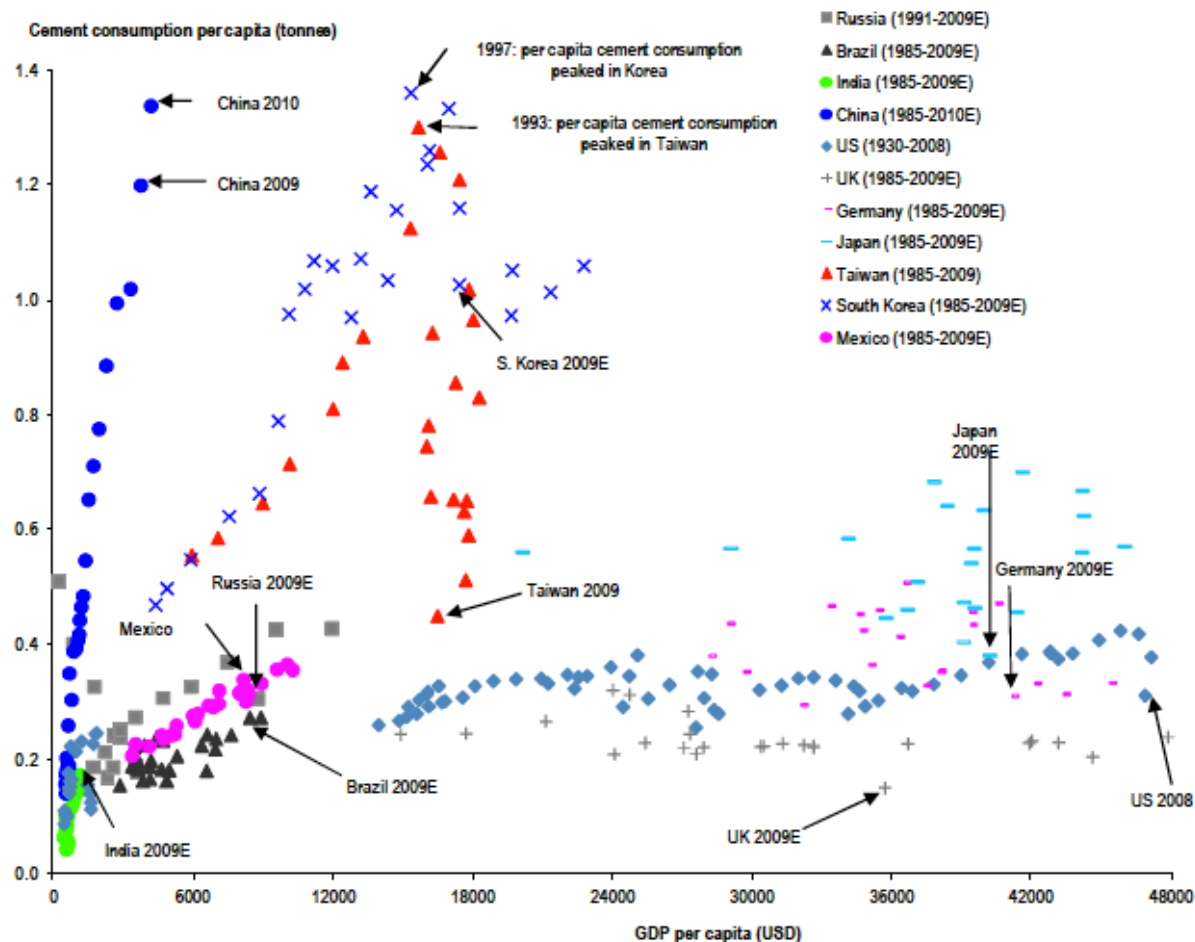
Bilag 9 – Mining

Figure 23: Truckless Material handling



Kilde: J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth

Bilag 10 – Cement forbrug pr. indbygger vs. GDP pr. indbygger



Kilde: J. P. Morgan, Europe equity research - FLSmidth