

Finansiell risikoanalyse af DLH A/S

- med fokus på fremmedkapitalinteresser

Kandidatafhandling



Engelsk titel: Financial risk analysis of DLH A/S

Forfatter: Martin Preben Lyngbæk

CPR-nr:

Uddannelsesinstitution: Copenhagen Business School 2012 (CBS)

Institut: Department of Finance

Linje: Cand.Merc.Fir

Vejleder: Christian Würtz

Aflevering d. 01-05-2013

Antal sider: 79

Satsenheder 143.587

Indholdsfortegnelse

Executive summary.....	5
1. Indledning	6
1.1 Problemformulering.....	7
1.2 Afgrænsning.....	8
1.3 Metodeanvendelse.....	10
1.4 Opgavestruktur.....	11
2. Virksomhedens situationsbeskrivelse	13
2.1 Nuværende organisation	13
2.2 Virksomhedens strategivalg.....	14
2.3 Værdikædebeskrivelse af virksomheden	16
2.3.1 Indgående logistik	16
2.3.2 Produktionskapacitet og lager	16
2.3.3 Udgående logistik samt salg	17
2.4 Ejerforhold og udvikling i aktiekursen	18
2.5 Markedsdefinition	20
3. Ekstern analyse	21
3.1 Omverdensanalyse	21
3.1.1 Politiske forhold.....	21
3.1.2 Økonomiske forhold	23
3.1.3 Sociokulturelle forhold	24
3.1.4 Teknologiske forhold	25
3.2 Brancheanalyse	26
3.2.1 Kundernes forhandlingsstyrke	26
3.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	28
3.2.3 Truslen fra nye udbydere	29

3.2.4 Truslen fra substituerende produkter	29
3.2.5 Konkurrencemæssige intensitet i branchen.....	30
4. Intern analyse	31
4.1 Budgettering af fremtidig udvikling	32
4.2 Reformulering af årsregnskab til analyseformål	33
4.2.1 Vurdering af regnskabskvaliteten	33
4.2.2 Reformuleringen og anvendte forudsætninger.....	34
4.2.3 Kritikpunkter til reformuleringen.....	38
4.3 Rentabilitetsanalyse	39
4.3.1 Analyse af RNOA	40
4.3.2 Analyse og dekomponering af RNOA	41
4.3.3 Analyse og dekomponering af OG.....	43
4.3.4 Analyse og dekomponering af OH.....	44
4.3.5 Analyse og dekomponering af ROE	45
4.4 Likviditets og solvensrisiko	47
4.4.1 Kortsigtet likviditetsanalyse.....	47
4.4.2 Langsigtet solvensanalyse.....	49
4.4.3 Risici i forbindelse med virksomhedens finansieringsforhold.....	51
5. SWOT-analyse	55
6. Kvantificering af den underliggende risiko via WACC.....	57
6.1 Teoretisk grundlag for kvantificeringen af den underliggende risiko via WACC.....	57
6.2 Virksomhedens kapitalstruktur	60
6.3 Estimering af fremmedkapitalafkastkrav efter skat	61
6.4 Estimering af ejernes afkastkrav	64
6.5 Opgørelse af WACC'en og scenarieanalyser af udvalgte parametre.....	71
6.6 Følsomhedsanalyser	75

7. Konklusion	77
8. Perspektivering.....	79
9. Litteraturliste	81
Bilag 1: Opgørelse af nøgletal	83
Bilag 2: Opgørelse af det analytiske regnskab	84
Bilag 3: Opgørelse af virksomhedens budget – forudsætninger og satser	94
Bilag 4: Opgørelse af virksomhedens budget	96
Bilag 5: Opgørelse af virksomhedens rating	98
Bilag 6: Opgørelse af Altman's Z-score	99

Executive summary

The purpose of this master thesis is to analyze Dalhoff Larsen & Horneman A/S capability to meet its financial and payments obligations arising from non-equity and analyze which factors the underlying risk arises from.

Dalhoff Larsen & Horneman A/S was founded in 1908 and has headquarters in Denmark. The company has activities and subsidiaries around the world and is in the market for global timber wholesales. The company's primary market is presently based in Europe and in 2012 it presented a yearly turnover of DKK 2.4 billion from a balance sheet amounting to DKK 1.2 billion. After years of growth the business has slowed down and the company faces significant challenges and risks both financially and strategically.

The main conclusion from the external analysis is that the challenges faced from macro factors are raised and derived primary from the financial crisis. Competition in the industry has also increased, mostly due to the fact that growth has slowed down but also because in and exit-barriers are low. The industry is further pressured by high bargaining power from customers in the industry market and building market.

The internal analysis shows that the company's ratios and financial situation have been declining on several fronts throughout the years, thereby decreasing the ability to meet its financial obligations presently and in the future.

The information from the external and internal analysis is used to estimate the future budget, financial ratios and underlying risks. The analysis provides the basis for a quantifying analysis of the trend and level of the underlying risk as seen from the non-equity perspective. The theoretically quantifying analysis clarifies the company's financially poor situation. The quantifying analysis is subject to stress test of the primary underlying risks and concludes that the underlying risks and the company's capability to meet its financial and payments obligations is very sensitive to changes in factors that is out of the control of the company.

The analysis concludes that the company is capable to meet its financial and payment obligations but the underlying risk and conclusion is very sensitive to changes in the market and the company's capability to improve its financial and strategically situation.

1. Indledning

Virksomheder agerer til enhver tid under interne og eksterne forhold, som de i forskellig grad har indflydelse på og kontrol over. De strategiske, taktiske og operationelle valg virksomheden foretager har en direkte konsekvens i forhold til værdiskabelsen, samt evnen og viljen til at overholde betalingsforpligtelser til fremmedkapitalfinansieringen.

Udviklingen i omverdenen siden 2008 kan være medvirkende til både at presse efterspørgslen af virksomhedernes produkter og ikke mindst prisen. Med de danske virksomheders forholdsvis høje omkostningsniveau og den hårde globale konkurrence, sætter det pres på indtjeningsmarginalerne og virksomhedernes evne til at kunne genere overskudslikviditet fra driften.¹ Samtidig er yderligere ejer- og fremmedkapitaltilgang begrænset, ligeledes som følge af udviklingen i de eksterne og interne forhold hos virksomhederne.

En virksomhed som agerer midt i en sådan situation, er den børsnoterede globale trægrossist 'Dalhoff Larsen & Horneman A/S' (DLH fremadrettet). Ud fra en analytisk synsvinkel er virksomheden særlig interessant, i forhold til antagelser omkring aktivitetens store korrelation med den globale økonomiske udvikling, og samtidig medvirker en relativ høj gældsandel, til et øget pres for tilpasning af den globale organisation og aktivitet.

Virksomhedernes evne til at skabe og tilpasse en effektiv sammenhæng i forretningsmodellen på strategisk, taktisk og operationel niveau er derfor af afgørende betydning, under den ændrede kontekst.

Kombinationen af de eksterne og interne forhold frembringer et interessant perspektiv i forhold til fremmedkapitalinteressernes fokus på virksomhedens evne til overholdelse af betalingsforpligtelserne, som ofte bliver forbigået i analytiske sammenhænge, på bekostning af et fokus på ejerkapitalinteresserne.

¹ <http://www.stockpicker.dk/index.php/analyser/aktieanalyser/dlh>

² Den skinbarlige virkelighed s. 149-164

1.1 Problemformulering

Opgaven har til formål at udarbejde en finansiel risikoanalyse af DLH og vurdere hvilke forhold der har en væsentlig betydning for udviklingen af virksomhedens risikoprofil, set i forhold til evnen til overholdelse af forpligtelser til fremmedfinansiering.

Hovedproblemstillingen i denne opgave har til formål at redegøre for følgende forhold:

- Besidder Dalhoff Larsen & Horneman A/S pr. 31-12-2012 fremadrettet evnen til at overholde sine forpligtelser til fremmedkapitalinteresserne?

I forbindelse med redegørelsen analyserer opgavebesvarelsen følgende underspørgsmål for at identificere, vurdere og skabe sammenhæng mellem de teoretiske og praktiske elementer i hovedproblemstillingen:

- Hvordan har virksomhedens historik betydning for den nuværende og fremtidige situation?
- Hvilke eksterne forhold har en væsentlig betydning for virksomhedens risikoprofil?
- Hvilke interne forhold har en væsentlig betydning for virksomhedens risikoprofil?
- Har virksomhedens handlinger og tiltag været hensigtsmæssige, set i forhold til fremmedkapitalperspektivet?

Målgruppen til opgavebesvarelse er primært vejleder og censor, men omfatter ligeledes fremmedkapitalinteresser i den analyserede virksomhed.

1.2 Afgrænsning

Den tidsmæssige placering i forhold til hovedproblemstillingen og de afledte analyser, omfatter både det pågældende skæringstidspunkt og den fremadrettede evne til overholdelse af betalingsforpligtelserne. Tidsmæssigt er analysen dermed mere omfattende end ledelsens og ekstern revisors going concern vurdering i årsrapporterne, som omfatter det efterfølgende regnskabsår på skæringstidspunktet. Den længere tidshorisont er relevant og væsentlig for fremmedkapitalinteresser, hvis tidspunkt for tilbagebetaling og indfrielsestidspunkt typisk ligger længere ud i fremtiden.

Virksomhedens risikoprofil bliver analyseret og udarbejdet via objektive og neutrale analyser af den nuværende og fremadrettede situation og kontekst. Dette sker som følge af problemstillingens fokus på fremmedkapitalens synspunkter, omkring virksomhedens evne til overholdelse af betalings- og indfrielsesforpligtelser. Tidligere strategier og økonomiske udgangspunkter tillægges mindre vægt, med mindre forholdene anvendes som et delelement i forbindelse med analyse af trends i udviklingen.

Analyserne forudsætter en going concern betragtning. Opgavebesvarelsen afgrænses derfor fra at foretage særskilt stilling til likvidationsværdien af virksomheden og aktiverne. I tilfælde af likvidation, består virksomhedens relevante aktiver primært af materielle anlægsaktiver, varebeholdninger og tilgodehavender fra salg, som set i forhold til virksomhedens historik og nuværende situation, med høj sandsynlighed er pantsat af kreditorerne. Immaterielle anlægsaktiver vurderes i tilfælde af likvidation, at have et stort nedskrivningsbehov og øvrige aktiver vurderes, at være beløbsmæssige uvæsentlig. Informationerne vedrørende virksomhedens aktiver, eventuel tilknyttet pantsætning eller retlig placering i konkursordenen, er samtidig for mangelfuld til at likvidationsværdien vil give analytisk værdi.

Informations- og dataindsamling afgrænses tidsmæssigt til perioden 2006-2012, til og med d. 31-12-2012. Besvarelsen omfatter yderligere en budgettering 5 år frem i forhold til skæringstidspunktet og tidshorisonten i den eksterne analyse er enkelte steder på meget langt sigt. Den relative lange tidsperiode er udvalgt for at adressere eventuelle cyklistiske tendenser. Informationsindsamlingen omfatter kun offentlig tilgængelig information og der er ikke etableret kontakt til virksomheden.

Den offentlige tilgængelige information omfatter ikke detaljerede oplysninger omkring prissætning, produkter, distribution og promotionen. Der afgrænses derfor fra analyser som primært omfatter disse forhold. Som følge af, at opgavens problemstilling primært er rettet mod selve DLH, afgrænses omfanget og fokus i opgaven til ikke at inkludere deciderede konkurrentanalyser og detaljerede markedsanalyser på fx segment- og kundeniveau, og fokus vil i mindre grad være på omverdensfaktorerne. Opgavebesvarelsen afgrænses derfor til kun at indeholde et overordnet strategisk omfang, med fokus på virksomhedens evne til overholdelse af betalingsforpligtelserne.

Den anvendte betegnelse ”fremmedkapitalinteresser” omfatter som udgangspunkt primært långiverne fra bank- og kreditfinansieringen, da disse udgør den største andel af passiverne og fokuset i problemstillingen. Betegnelsen omfatter sekundært øvrige finansieringskilder, som har interessesammenfald med bank- og kreditfinansieringen. Disse udgør fx ansvarlig lånekapital, leasinggiver, leverandørgæld, øvrige kreditorer, skat og skyldige lønrelaterede poster til virksomhedens ansatte mm. Der vil i opgavebesvarelsen ikke blive foretaget en nærmere sontring eller øvrig stillingtagen til de enkelte fremmedkapitalinteressers perspektiver. Analyserne behandler fremmedkapitalinteresserne på et samlet overordnet niveau.

Opgavebesvarelsen afgrænses for at foretage en nærmere sontring og adskillelse mellem ejer og fremmedkapitalinteresser. Dette begrundes med en væsentlig overlapning og indre sammenhæng imellem de forskellige perspektiver, set i forhold til problemstillingen. Opgavens problemstilling omhandler fremmedkapitalperspektivet, som alt andet lige har et større behov for informationer vedr. risiko, solvens, likviditet og finansiering generelt. Disse forhold er dog ligeledes relevante i forhold til ejerkapitalinteressernes synspunkt, da disse forhold er elementer i forbindelse med udledningen af det frie cash flow og kvantificeringen af WACC'en.

Hovedproblemstillingen i opgaven omhandler begrebet ”evne” til overholdelse af forpligtelser. Det vurderes at en fremmedkapitalinteressent ligeledes vil være nødsaget til at inddrage en vurdering af virksomhedens vilje til overholdelse af forpligtelserne. I den konkrete situation er virksomheden børsnoteret og har offentlighedens interesse. Så længe interessenterne vurderer, at virksomheden har en højere værdi som going concern, vil virksomheden alt andet lige have viljen til overholdelse af deres forpligtelser. Det forudsættes derfor, at virksomheden har og fortsat vil have, viljen til overholdelse af deres forpligtelser, hvorfor denne vurdering ikke indgår direkte i analyserne.

Vurdering og nærmere analyse af den enkelte ledes evner i forhold at kunne håndtere virksomhedens situation, bliver ikke gennemgået i denne opgavebesvarelse. Området bliver kun indirekte omfattet via ledelsens udførte handlinger og ageren. Informationstilgangen til deciderede ledelsesanalyser vurderes yderligere at være utilstrækkelige til at udarbejde relaterede analyser.

Beskrivelsen af virksomheden og øvrige referencer til denne, omfatter koncernen som helhed, med mindre andet specificeres særskilt.

For nærmere afgrænsning i forbindelse med reformuleringen af regnskaberne henvises til afsnit 4.2.

1.3 Metodeanvendelse

Metode- og teorivalg er benyttet som aktive værktøjer igennem opgavebesvarelsen. En decideret teoretisk diskussion vil kun blive berørt, hvor det er relevant i forhold til opgavens problemstilling. Anvendelsen og valget af teorierne skal ses sammenhæng og som indbyrdes supplement til hinanden. De enkelte teorivalg er sket for at danne en analytisk rød tråd i opgaven, da nøgletal og teorier isoleret set kun kan anses om en forenkling af virkeligheden. Valget af modeller og volumenomfanget er foretaget på baggrund af en vurdering af relevansen og væsentligheden på området, i forhold til problemstillingen.

Besvarelsens metodegang og dataindsamlingsteknik tager udgangspunkt i problemstillingens karakteristika. Der benyttes primært kvantitativ metodegang via desk research og anvendelsen af registerdata, statistikker og eksterne analyser. Kvalitativ metodegang og sekundære procesdata er anvendt i form af internetartikler.²

Undersøgelsesdesignets reliabilitet og validitet vurderes at være relativt høj, da det primære datagrundlag bygger på fx reviderede årsrapporter og Danmarks Statistik. Analyseværktøjet og tilgangen til informationerne er udarbejdet vha. anerkendte modeller og teorier, inden for fagområdet.

² Den skinbarlige virkelighed s. 149-164

Den væsentligste metode-, informationsindsamlings- og kildekritik udspringer fra problemstillingens implicitte antagelse om, at analyserne medvirker til at skabe et retvisende billede af virkelighedens omfattende kompleksitet og konteksten i særdeleshed. Opgaveløseren har været opmærksom på disse kritikpunkter og deres betydning igennem besvarelsen.

1.4 Opgavestruktur

Volumen og sammenhængen mellem de enkelte kapitler er afledt af problemformuleringen og skabelsen af den røde tråd igennem de ikke-finansielle og finansielle analyser. Analyseværktøjerne, teorierne og deres begrænsninger bliver beskrevet i hvert afsnit og anvendt i sammenhæng for at medvirke til at danne et realistisk billede og tilstrækkeligt beslutningsgrundlag i forhold til problemstillingen.

Figur 1.1 illustrer besvarelsens struktur og den røde tråd. Volumenmæssigt består besvarelsen af ca.:

10 % virksomhedsbeskrivelse

15 % ekstern analyse

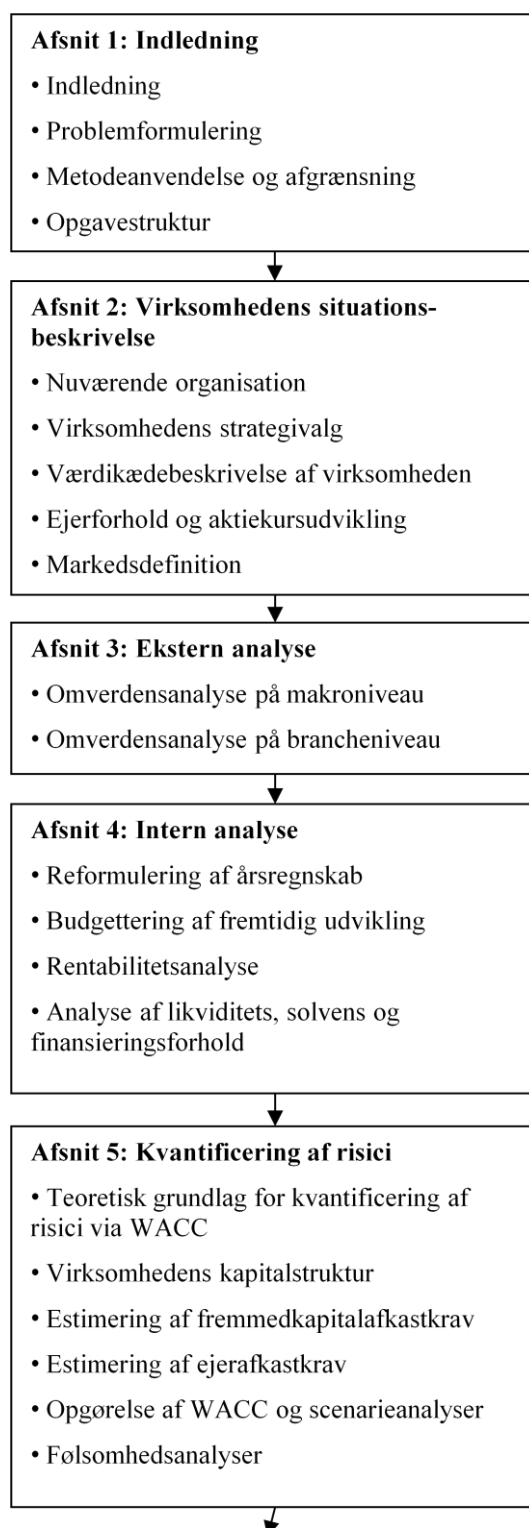
30 % intern analyse

25 % kvantificering af risici.

De resterende ca. 20 % af besvarelsen består af indledningsafsnittet, konklusionen og perspektivering.

Afsnit 1: Afsnittet indeholder indledning til opgaven, problemformulering, metodevalg og afgrænsning samt indeværende oversigt over opgavestrukturen.

Afsnit 2: Afsnittet udgør en beskrivelse af virksomhedens nuværende situation i forhold til den historiske baggrund og aktivitet, organisationen, strategivalg, værdikædebeskrivelse og ejerforhold samt en markedsdefinition for virksomhedens ageren.



Afsnit 3: Afsnittet analyserer virksomhedens eksterne situation i form af kontekstens muligheder og trusler. Analyserne foretages på omverdens- og brancheniveau.

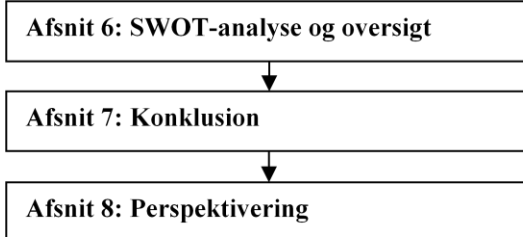
Afsnit 4: Afsnittet analyserer virksomhedens interne situation i form af dens styrker og svagheder. Analyserne foretages på baggrund af et reformuleret

regnskab til analyseformål og budgettering af den forventede fremtidige udvikling. Derefter analyseres virksomhedens rentabilitet samt likviditets-, solvens- og finansieringsforhold.

Afsnit 5: Afsnittet udarbejder en kvantificering af virksomhedens historiske og forventede fremtidige underliggende risiko. Væsentlige faktorer bliver underlagt en følsomhedsanalyse.

Afsnit 6 og 7: Foregående afsnit opsummeres og danner grundlag for konklusionerne på problemstillingen.

Afsnit 8: Afsnittet går ud over besvarelsens øvrige afgrænsning og sætter situationen, analyserne og helheden af problemstillingen i perspektiv, samt opsummer hvilket forhold som alt andet lige ville være medvirkende til at forbedre opgavebesvarelsen og beslutningsgrundlaget.



Figur 1.1: Opgavens struktur.
Kilde: Egen tilvirkning

2. Virksomhedens situationsbeskrivelse

DLH blev grundlagt i 1908 og er i dag moderselskab for en international koncern med hovedsæde i Danmark. Siden stiftelsen har DLH ved organisk vækst og opkøb mangedoblet sin størrelse. Dette har bl.a. medført, at DLH i dag fremstår som en kompleks koncern med globale aktiviteter, som i 2012 har generet en nettoomsætning på 2.419 mio. kr. ud af en balancesum på 1.163 mio. kr.

Hovedaktiviteten i virksomheden har altid omhandlet salg og distribution af træ og træbaserede produkter, via et produktmiks, som primært omfatter savet træ, høvlet træ, kævler og træplader.³

2.1 Nuværende organisation

Virksomhedens nuværende koncern- og organisationsstruktur består af over 25 internationale datterselskaber, som er opdelt i fem geografiske salgsregioner og selvstændige forretningsområder.

De fem forretningsområder udgør Norden, Vesteuropa, Central- og Østeuropa, USA og Rusland. Yderligere består koncernen af forretningsområdet Global Sales, som opererer på tværs af kontinenterne. Alle forretningssegmenter servicerer kunder inden for industri, byggemarkeder og i mindre grad detailhandlen.⁴

Udviklingen i den procentvise fordeling af virksomhedens forretningsområder, i forhold til nettoomsætning og balancesum, ses i tabel 2.1.

Nettoomsætning, procentvisandel af koncernen	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Norden	13%	13%	13%	31%	30%	31%
Vesteuropa	49%	48%	44%	19%	24%	19%
USA	10%	8%	6%	7%	7%	0%
Emerging markets*	27%	31%	37%	44%	39%	50%
Koncernen i alt	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Heraf opgørende aktiviteter	32%	5%	0%	21%	5%	6%

³ <http://www.dlh.dk/Om-DLH-Danmark.aspx>

⁴ DLH Årsrapport 2012 s. 2 og 104

Balancesum, procentvisandel af koncernen	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Norden	23%	16%	6%	51%	39%	22%
Vesteuropa	51%	44%	23%	30%	27%	38%
USA	7%	8%	11%	8%	9%	0%
Emerging markets*	19%	32%	61%	11%	25%	40%
Koncernen i alt	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Heraf opgørende aktiviteter	19%	0%	0%	25%	8%	2%

* Emerging markets omfatter Global Sales, Central- og Østeuropa samt Rusland

Tabel 2.1 Procentvis udvikling pr. forretningsområde af nettoomsætning og balancesum 2007-2012⁵

Udviklingen og de relative niveauer i perioden bærer præg af omfattende ændringer. Specielt i de seneste regnskabsperioder har virksomheden foretaget tilpasning til den forværende verdensøkonomi og optimering af organisationen samt væsentlige områder af værdikæden. En forklaring til den irregulære tendens i fx udviklingen af virksomhedens forholdsvis pengebinding pr. forretningsområde, skal bl.a. findes ved rækken af frasalg af ikke-kerneaktiviteter og lukning af aktiviteter, som ikke er i overensstemmelse med tilpasningsstrategien. For nærmere gennemgang af niveau og øvrige nøgletal, henvises til afsnit 4.3.

2.2 Virksomhedens strategivalg

Den undersøgte periodes væsentlige ændringer i organisationen, afspejles ligeledes i virksomhedens valg af konkurrencestrategi, som danner baggrund for det strategiske fit og røde tråd til den taktiske og operationelle situation.

Virksomhedens anvendte konkurrencestrategi er tvetydig og virksomheden befinder sig på nuværende tidspunkt midt en transaktionsfase. Jf. markedsdefinitionen i afsnit 2.5 og branchesituationen afsnit 3.2, har virksomheden en forholdsvis lille markedsandel og producerer relative udifferentierede og standardiserede produkter på markedet. På samme tidspunkt har virksomheden ikke en decideret konkurrencemæssig fordel, i forhold til at besidde enten et lavt omkostningsniveau eller evnen til at kunne producere unikke produkter. Såfremt situationen skulle illustreres i Porters generiske konkurrencestrategier, er virksomheden fanget i mellem to stole.⁶

⁵ DLH Årsrapporter 2007-2012 – Noterne vedrørende Segmentoplysninger

⁶ International Markedsføring s. 105

Fokusset i virksomhedens nye strategier giver klare indikationer mod et stærkt omkostningsfokus. Dette ses bl.a. i forhold til omkostningsminimeringen i driften og effektiv produktion via fx standardiserede produkter.⁷ Set i forhold til at kapitalbindingen i balancen primært er relateret til omkostningstunge vestlige lande, jf. tabel 2.1 og regnskabsanalysen afsnit 4, giver dette et uhensigtsmæssigt mismatch imellem strategivalg og virksomhedens konkrete situation.

På trods af den samtidige down-sizing af balancen, via bl.a. frasalg af ikke-kerneaktiviteter, vælger virksomheden en vækststrategi hvor nuværende produkter afsættes på de relativt nye asiatiske markeder. Strategien er bl.a. kendt som en form for markedsudviklingsstrategi, jf. Ansoff vækststrategier.⁸ Anvendelsen af denne strategi er typisk forbundet med store etableringsomkostninger, på de nye markeder. I forhold til virksomhedens økonomiske situation, jf. rentabilitetsanalysen afsnit 4.3, vil dette strategivalg alt andet lige medvirke til et yderligere likviditetspres, som minimum på kort til mellemlangt sigt.

Virksomhedens aktiviteter ligger primært i udlandet jf. tabel 2.1 og er fordelt i næsten hele verden, hvilket giver DLH en høj internationaliseringsgrad, jf. fase 4 i Uppsala-modellen.⁹ Virksomhedens store erfaring på de udenlandske markeder er et centralt element, som kan være medvirkende til en succesfuld indtrængningsstrategi på de nye markeder. Historisk set har indtrængningstrategien på nye markeder ikke givet anledning til en entydig definition af strategivalget. Det vurderes, at virksomheden foretager en tilpasning af indtrængningsstrategien alt afhængigt af det udenlandske marked.

⁷ DLH Årsrapport 2012 – Ledelsesberetningen

⁸ International Markedsføring s. 87

⁹ International Markedsføring s. 97

2.3 Værdikædebeskrivelse af virksomheden

2.3.1 Indgående logistik

Virksomhedens råmateriale og handelsprodukter fremskaffes fra de større forsyningsområder i verden, som udgør Sydamerika, Vestafrika, Fjernøsten og Rusland. Virksomheden er primært tilstede på forsyningsområderne med egne indkøbsagenter og mindre indkøbsorienteret virksomheder.

DLH har på nuværende tidspunkt ca. 900 leverandører globalt set og det omfattende samarbejdsgrundlag er medvirkende til at skabe et udgangspunkt for en veldiversificeret og stabil forsyning, der muliggør hurtige reaktioner på ændret efterspørgselsforhold og udvikling af nye produkter.¹⁰

2.3.2 Produktionskapacitet og lager

De ændrede omverdensforhold jf. den eksterne analyse afsnit 3, har været medvirkende til en afledt overskudskapacitet og øget lagerbinding hos virksomheden i den undersøgte periode.

Produktions- og lagerkapaciteten har i den undersøgte periode gennemgået en konstant reduktion, enten i form af tiltag der har til hensigt at mindske arbejdskapitalen og omkostningerne ved logistik, lagerstyring og administration eller via fx direkte lukning eller frasalg af ikke-kerneaktiviteter.

I forhold til kerneaktiviteterne har virksomheden i den undersøgte periode, fokuseret på at strømligne organisationsstrukturen og skabe en produktion med lav kompleksitet, som et bærende element for en fælles indkøbsfunktion og en mere centraliseret beslutningsproces. Virksomheden besidder derfor, alt andet lige, et relativt omfattende logistikapparat og lager, som giver en central handlekrav i forhold til udnyttelse af fleksibiliteten og eventuelle stordriftsfordele, set i forhold til at kunne levere kundernes efterspurgte volumen og til optimering af logistikstyringen vedr. lagerenhederne.¹¹

For nærmere gennemgang henvises til afsnit 4.3, hvor en detaljeret analyse af området behandles.

¹⁰ DLH Årsrapporter 2012 s. 2-8

¹¹ DLH Årsrapporter 2012 s. 6-8

2.3.3 Udgående logistik samt salg

Fokus i virksomheden har i den undersøgte periode været at realisere stordriftsfordele og krydssalg af et bredt sortiment af ensartede produkter, mod de globale vækstmarkeder i særligt Asien.

Organisationsændringerne og særligt styrkelsen af salgsorganisationen mod Asien er iværksat for at realisere stordriftsfordele, der primært forventes at fremkomme via krydssalg fra det brede sortiment af ensartede produkter. Fokusset og ændringerne af aktiviteten mod Asien er i kontrast til det tidligere fokus på Europa.

I de geografiske salgsregioner og forretningsområder servicerer og distribuere virksomheden fra egne varelagre til kunder inden for industri, byggemarkeder og i mindre grad detailhandlen. Ca. 75 % af virksomhedens nuværende omsætning stammer fra regionale salgsenheder i Europa og den øvrige omsætning stammer fra de globale salgsaktiviteter, i form af direkte salg fra producent til kunde uden om lager.

Virksomheden handler og foretager promotionen til business-to-business markedet og ikke direkte til slutbrugeren af produkterne. Afsætningen er dog i høj grad afhængig af slutbrugerens behov og præferencer, hvorfor opgavebesvarelsen ikke vil foretage nærmere sondringer mellem afsætningskanalerne og slutbrugerens efterspørgsel i den videre analyse.

Prisen på det globale marked for trægrossister, vurderes i høj grad at være bestemt af markedsprisen, da virksomhedens produktsortiment vedrører udifferentieret træ og træbaseret produkter, som primært omfatter savet træ, høvlet træ, kævler og træplader.¹² På trods af, at virksomheden er leverandør af produkter til forskellige prisniveauer, agerer virksomheden alt lige under forhold som minder om fuld konkurrence. Denne vurdering sker i kraft af, at der er tale om relative homogene produkter, et stort antal udbydere, hvor ingen enkelt udbyder har markant indflydelse og virksomheden kan betegnes som en pristager på markedsvilkår.¹³

For nærmere gennemgang henvises til afsnit 3, hvor en detaljeret analyse af området behandles.

¹² <http://www.dlh.dk/Om-DLH-Danmark.aspx>

¹³ International Markedsføring s. 221

2.4 Ejerforhold og udvikling i aktiekursen

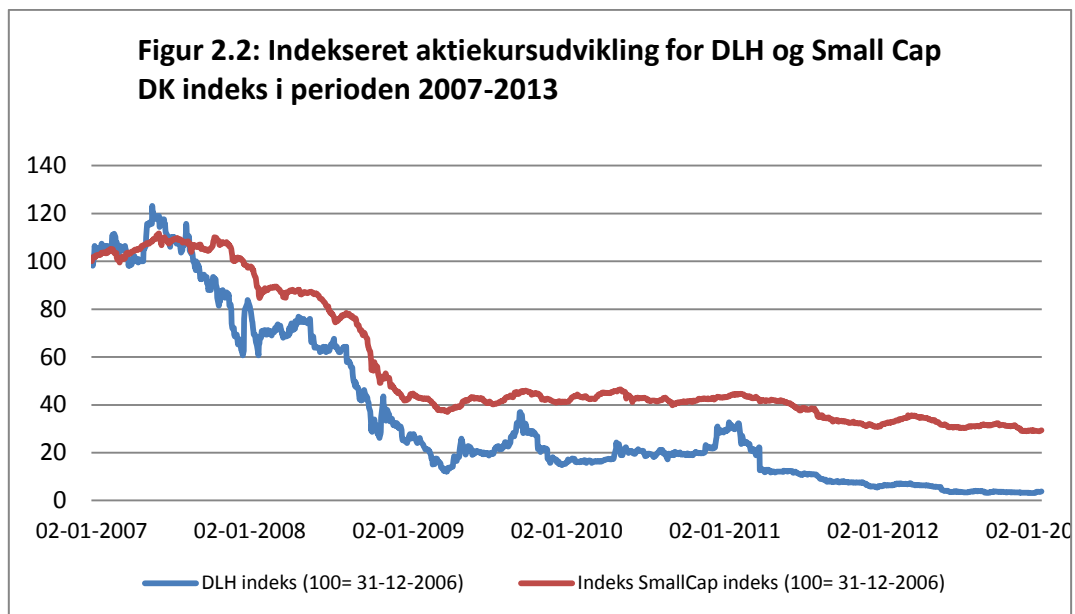
DLH's aktier er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen og indgår i Small Cap DK indekset. Pr. 31-12-2012 udgør virksomhedens aktiekapital nominelt 267 mio. DKK. Alle aktier har samme rettigheder og én stemme pr. aktie.

Virksomheden har i den undersøgte periode foretaget flere ændringer i aktiekapitalen heriblandt et aktietilbagekøbsprogram i 2007-2008, en aktieemission, ophævelse af tidligere aktieklasser i marts 2011 og efterfølgende kapitalforhøjelse april 2011. De foretagne ændringer i aktiekapitalen har været et led i den planlagte rekapitalisering og ændret ejerstruktur i virksomheden. Virksomheden har korrigeret for ændringerne i forbindelse med årsrapporterne og i sammenligningstallene, hvorfor informationerne fra årsrapporterne kan anvendes som grundlag til diverse beregninger vedrørende egenkapitalposten.

Pr. 31-12-2012 udgør virksomhedens navnenoterede aktionærer DLH-Fonden, Fragaria GmbH og SmallCap Danmark, som besidder hhv. 21,9 %, 6,5 % og 5 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne. De resterende aktionærer udgør over 3.400 stk., som alt andet lige individuelt set, ikke har en væsentlig indflydelse på virksomheden. Før ophævelsen af de tidligere aktieklasser og efterfølgende ændring i aktiekapitalen besad DLH-Fonden 26,9 % af aktiekapitalen og hele 62,4 % af stemmerettighederne.

Ejerforholdene betød, at DLH-Fonden havde den fulde kontrol over virksomheden. Ændringen i ejerstrukturen var et vigtigt element i forbindelse med den ændrede strategi og de øvrige aktionærernes villighed til at investere i virksomheden. På trods af den ændrede ejerstruktur har virksomhedens aktier i gennemsnit kun omsat for en kursværdi på 0,2 mio. kr. i 2012.¹⁴

¹⁴ DLH's Årsrapport 2012 s. 31-32 og 2011 s. 17



Figur 2.2: Indekserede aktiekursudvikling for DLH A/S og Small Cap DK Indekset perioden 02-01-2007 til 02-01-2013.

Kilde: Egen tilvirkning. Data indhentet fra www.nasdaqomxnordic.com

Figur 2.2 viser den indekserede aktiekursudvikling for virksomheden og Small Cap DK indekset i den undersøgte periode. Det ses, at DLH's aktiekurs igennem størstedelen af perioden har været faldende og har oplevet kraftigere fald i forhold til sammenligningsgrundlaget Small Cap DK indekset, hvor virksomheden er noteret.

DLH's aktiekursudvikling viser yderligere generel større volatilitet end indekset og at virksomheden har haft problemer med at skabe værdi til ejerne. I den undersøgte periode er virksomhedens aktiekurs faldet med hele 97 %, hvilket sammen med de foretagne strategiændringer og restrukturering af balancen indikerer, alt andet lige, at virksomheden kæmper for sit liv jf. beskrivelsen i det indledende afsnit 1. De observerbare forhold har indflydelse og indre sammenhæng til de efterfølgende analyser.

2.5 Markedsdefinition

Ovenstående situationsbeskrivelse af virksomheden bestemmer udgangspunktet for markedsdefinitionen. Omfanget i forhold til fx problemformuleringen og analyser er afgrænset af denne markedsdefinition. Enkelte afsnit indeholder elementer som går ud over markedsdefinitionen. Dette er gjort for at bevare et realistisk billede af virksomhedens situation. Definitionen bygger på et behovsorienteret perspektiv jf. marketingskonceptet.¹⁵

På baggrund af virksomhedens situationsbeskrivelse vurderes det, at DLH er på det globale marked for trægrossister.

Forretningsområderne agerer under den samme markedsdefinition og behandles som en fælles enhed i denne opgavebesvarelse, da de i høj grad bliver påvirket af samme forhold ved eventuelle ændringer eller stød fra de eksterne og interne forhold.

¹⁵ International Markedsføring s. 23

3. Ekstern analyse

Den eksterne analyse identificer og vurderer udviklingen i virksomhedens kontekst, med særlig fokus på muligheder og trusler fra omverdenen og branchen, som virksomheden ikke har kontrol over. Den eksterne analyse er underlagt markedsdefinitionen og er medvirkende til at analysere de ikke-finansielle værdidrivere, underliggende risiko og key succes faktorer som er nødvendige i markedet.¹⁶

Som en afledt effekt af virksomhedens høje internationaliseringsgrad, er dybdegående markeds-, konkurrent- og segmentsanalyser ikke hensigtsmæssigt af volumen hensyn. Analysernes omdrejningspunkt udgør derfor et overordnet koncernniveau, men elementerne bliver berørt i hhv. afsnit 2.1 og 3.2 hvortil der henvises.

3.1 Omverdensanalyse

Omverdensanalysen belyser konteksten fra et makroanalytisk perspektiv. PEST-modellen anvendes som analyseværktøj, da modellen omfatter trenden og situationen i virksomhedens politiske, økonomiske, sociokulturelle og teknologiske forhold.¹⁷

3.1.1 Politiske forhold

Virksomhedens store internationaliseringsgrad giver afledte effekter i forhold til eksponeringen mod omverdenens og markedernes politiske forhold. Virksomheden er derfor underlagt omfattende national og international lovgivning, inden for bl.a. skatte- og afgiftspolitik, miljøretlig og øvrige lovgivning.

Skatte- og afgiftspolitik vurderes at være en væsentlig risiko for virksomheden. Virksomheden vil være stærkt negativ påvirket af eventuel stigning i skatte- og afgifter, som har en direkte effekt på virksomheden. Dette forhold omfatter ligeledes transfer pricing, som vurderes, at være særdeles væsentlig for virksomheden, da den koncerninterne handel er omfattende. Samtidig har skatte- og afgiftspolitikker, som påvirker leverandørerne og kunderne inden for industri, byggemarkeder og i mindre grad detailhandlen, en indirekte effekt på virksomheden, via ændret forbrugsadfærd, priser og efterspørgsel. Generelt estimeres skatte- og afgiftsniveauet i den primære afsætningsregion,

¹⁶ Strategic Market Management s. 74

¹⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang s. 69-72

Europa, at være på et relativt højt og stabilt niveau, på nuværende tidspunkt. Den egentlige trussel estimeres at ligge på skatte- og afgiftsforhold vedr. den indgående logistik og i særlig grad på leverandørerne fra u-landene. Trenden i skatte- og afgiftssatser vurderes dog generelt at være relativ neutral til svagt stigende, som følge af de forskellige landes finanspolitik og fokus. Yderligere betyder virksomhedens store netværk af leverandører fra alle de centrale forsyningsområder i verden, jf. afsnit 2.3.1, at virksomheden kan substituere til billigere og mindre afgiftstunge produkter og lande. Dette forhold medvirker alt andet lige til at mindske konsekvensen fra den indirekte risiko ved stigning i skatte- og afgiftspolitikker.

Virksomhedens primære input vedr. træ og træprodukter, jf. afsnit 2.3.1 og leveres fra de store forsyningsområder, som vurderes at være underlagt en forholdsvis omfattende miljøretlig lovgivning. En stigning i relateret lovgivning vil, alt andet lige, udgøre en trussel mod virksomhedens omkostningsniveau, da større krav medvirker til øget indirekte produktionsomkostninger. Virksomheden håndterer denne trussel gennem sin miljøafdeling og CSR-politik, hvilket medvirker til at sikre indkøbt træ fældes og handles lovligt og i overensstemmelse med eksternt lovkrav og øvrig rapporteringskrav fra fx FN's Global Compact. Eventuelt brud på denne type lovgivning vurderes primært at udgøre en trussel mod virksomhedens omdømmerisiko og afledt begrænsning i afsætningsmuligheder.

Øvrig lovgivning som virksomheden er eksponeret mod er særdeles omfattende og forskelligartet og afhænger af det pågældende land. At forholdene er relevante og væsentlige ses bl.a. via de risici og forpligtelser, virksomheden har bundet sig til i forbindelse med afhændelse af ikke-kerne aktiviteter. I den undersøgte periode oplyser virksomheden i årsrapporterne, at særlig skatterelateret lovgivning i Brasilien betyder, at virksomheden kan blive forpligtet til at betale en skatteforpligtelse på 89 mDKK. Risikoen er medvirkende til at fremmedkapitalinteressenter generelt bør overveje indregning af den pågældende eventualforpligtelse. Forholdet er nærmere beskrevet i afsnit 4.2.2 hvortil der henvises.

Sammenfattet vurderes risikoniveauet og påvirkningen fra de politiske forhold, at være højt og virksomheden har en relativ lav mulighed for at håndtere de eksterne forhold effektivt på kort sigt.

3.1.2 Økonomiske forhold

Virksomhedens brede markedsdefinition og store internationaliseringsgrad bevirker, at risikoen for en ugunstig udvikling i et enkelt land eller delsegment, ikke vil få en væsentlig konsekvens for virksomhedens rentabilitet. Jf. den overordnede beskrivelse af virksomheden afsnit 2 og rentabilitetsanalysen afsnit 4.3 er virksomheden dog særdeles påvirket af den globale finansielle krise og generelle afmatning på alle de primære afsætningsmarkeder. Jf. afsnit 2.1 er størstedelen af virksomhedens nuværende omsætning fra regionale salgsenheder i Europa og den øvrige omsætning stammer fra de globale salgsaktiviteter.

Den generelle afmatning i europæiske landes BNP-vækst, kombinationen af enten historisk høje eller lave renteniveauer og en estimeret flad til marginal stigende indkomstfordeling i de nuværende markeder, vurderes, at spille en stor rolle for afsætningen og efterspørgslen hos slutkunderne. Særlig vurderes slutbrugernes forventninger til fremtiden, at spille en rolle i forhold til at iværksætte aktiviteter som giver en afledt positivt effekt på virksomhedens afsætning. Mulighederne for vækst anses at være større hos de asiatiske markeder, som virksomheden fokuserer på i deres nuværende strategi.

Jf. afsnit 2.1 er virksomhedens nuværende kapitalbinding primært bundet i løn- og kapitaltunge vestlige lande. Det vurderes, at den finansielle krise har bevirket en afledt afmatning på lønniveauet og de generelle omkostningsstigninger, hvilket alt andet lige har en positiv effekt på virksomhedens rentabilitet isoleret set. De vestlige landes omkostningsniveau estimeres dog stadig, at være langt over omkostningsniveauet fra fx asiatiske og sydamerikanske konkurrenter, hvilket har en stor relevans, set i forhold til at indtjeningsmarginalerne i branchen, jf. afsnit 3.2 og virksomheden jf. afsnit 4.3, er pressede.

Som følge af den finansielle krise vurderes salgspriserne på virksomhedens produkter generelt at være faldende i den undersøgte periode.¹⁸ Jf. afsnit 2 er virksomhedens produkter som trægrossist generelt udifferentieret i forhold til konkurrenternes, hvilket alt andet, lige ikke giver virksomheden handlemuligheder i forhold til at hæve prisen, uden at den har en stor negativ effekt på afsætningen. Som følge af den finansielle krise og virksomhedens manglende produktdifferentiering, er virksomhedens omsætning dermed både udsat for pres på mængden og prisen.

¹⁸ <http://www.globalwood.org/>

Virksomheden opererer på forskellige internationale markeder og udsætter sig i høj grad for valutakursrisici. Særligt meget volatile valutaer fra de store forsyningsområder kan have en væsentlig effekt på virksomhedens rentabilitet og den omfattende koncerninterne handel. For nærmere gennemgang henvises til afsnit 4.4.3.

Sammenfattet vurderes risikoniveauet og påvirkningen fra de økonomiske forhold, at være højt og virksomheden har en relativ lav mulighed for at håndtere de eksterne forhold effektivt på kort og langt sigt.

3.1.3 Sociokulturelle forhold

Analysen af de relevante og væsentlige sociokulturelle forhold som virksomheden er underlagt, foretager ikke en direkte adskillelse mellem kunderne og slutbrugerne. Dette sker da det vurderes, at markedet generelt er præget af en pull-effekt fra slutkunderne. Dermed giver det ikke yderligere substans i analysen at differentiere imellem disse to forhold.

Forbrugsmønstrene og de sociokulturelle trends havde i en årrække inden den finansielle krise været rettet mod bedre kvalitet og øget afsætning generelt, hvilket alt andet lige ikke medvirkede til pres på omsætningen. Forholdene og efterspørgslen vurderes at være markant anderledes som følge af den finansielle krises indtog. Denne ændring er afledt af bl.a. den afdæmpende eller negative effekt på indkomstniveauet og indkomstfordelingen i samfundet, hvilket vurderes, at have en negativ effekt på afsætningsmulighederne.

Den demografiske udvikling og faldende befolkningstilvækst hos de nuværende primære afsætningsmarkeder vil på langt sigt give udfordringer afsætningsmæssigt. De nuværende primære kundesegmenter vurderes, at omfatte den modne og købekraftige befolkning og industri, hvilket er relativt stabil og vækst forventes ikke på kort sigt.

En mulig nøglesuccesfaktor er dermed ikke kun en effektiv produktion og logistik, men evnen til at dække kundernes behov bedre og differentiere produktet i forhold til konkurrenterne, således at produkterne ikke nødvendigvis kun sælges på prisen alene.

Som følge af virksomhedens omfattende handel med u-lande og øvrige lande, som ikke nødvendigvis overholder vestlige normer omkring korruption og bestikkelse, eksisterer der en latent omdømmerisiko for virksomheden. Såfremt eventuelle aftalevilkår ikke lever op til de vestlige standarder, eksisterer der en risiko for at de primære afsætningsmarkeder i Europa vil reagere negativt på et afledt omdømmetab.

Sammenfattet vurderes risikoniveauet og påvirkningen fra de sociokulturelle forhold, at være højt og virksomheden har en relativ lav mulighed for at håndtere de eksterne forhold effektivt på kort og langt sigt.

3.1.4 Teknologiske forhold

Omverdenen stiller generelt hårdere og hårdere krav om miljørigtig og effektiv produktion til en billig pris. Virksomhedens fokus på omkostningsminimeringsstrategi og effektiv logistik har dannet et omfattende netværk af leverandører over hele verdenen og et relativt effektivt værdikædeapparat, der kan opfylde dette behov.

Værdikæden og logistikken forventes fremover, at skulle håndtere mere skræddersyede behov fra den specifikke bestilling og den enkelte kundens behov. Dette medvirker alt andet lige til et større krav til virksomheden, for at kunne efterleve nøglesuccesfaktorerne i omverdenen.

Det vurderes, at de væsentligste teknologiske forhold er relateret til elementer som medvirker til en samlet effektiv logistik og værdikæde. Et decideret produktionsapparat fra sav- og træproduktion er ikke længere omfattet af virksomhedens aktiviteter jf. afsnit 2. Behovet for effektivisering og faldende enhedsomkostninger vurderes ligeledes at ske som følge af brancherelaterede forhold, som er nærmere beskrevet i efterfølgende afsnit.

Sammenfattet vurderes risikoniveauet og påvirkningen fra de teknologiske forhold, at være mellem til lav og virksomheden har en relativ høj mulighed for at håndtere de eksterne forhold effektivt på kort og langt sigt.

3.2 Brancheanalyse

Afsnittet belyser konteksten fra et brancheanalytisk perspektiv. Michael Porters Five Forces-model anvendes som analyseværktøj, da modellen omfatter trenden og situationen i branchen via kundernes og leverandørernes forhandlingsstyrke, truslen fra nye udbydere samt truslen fra substituerende produkter og den konkurrencemæssige intensitet i branchen.¹⁹

3.2.1 Kundernes forhandlingsstyrke

Som beskrevet i afsnit 2.3.3 servicerer og distribuerer virksomheden et bredt sortiment af ensartede produkter, primært fra egne varelagre i Europa til kunder inden for industri, byggemarkeder og i mindre grad detailhandlen. Virksomhedens kundesegmenter og præferencer, samt vilkår, krav og forventninger, er meget forskellige på tværs af landene. For alle segmenter gælder det imidlertid, at distributionskrav, prisniveauet og evnen til at reagere hurtigt på markedsmuligheder er nøglefaktorer.²⁰

Virksomhedens kunder er det sidste distributionsled inden slutforbrugeren. Forbrugernes behov bestemmer i sidste ende efterspørgslen på branchens produkter. Kundernes og forbrugernes forhandlingsstyrke og efterspørgsel bliver påvirket af en række forhold, som fx udviklingen og forventningen til de globale og regionale konjunkturer. Disse elementer vurderes at spille en væsentlig rolle for afsætningsudviklingen på salgsmarkederne. Særligt er byggesektoren og industriens ordreindgang til nybyggeri og renoveringsaktiviteter tæt forbundet med den generelle økonomiske udvikling. Kundernes forhandlingsstyrke er derfor alt andet lige steget i kølvandet på den finansielle krise og det afledte prispres, som følge af faldende efterspørgsel og ugunstige markedsforhold.²¹

Kundernes og forbrugernes efterspørgsel i markedet vurderes primært at være prisbetinget og ikke producentbetinget. Virksomheden mangler derfor pull-effekten fra forbrugerne pga. den lave loyalitetsfølelse, der opstår som følge af manglende promovering og produktdifferentiering.²² Virksomhedens fokus på push-effekt gennem kunderne, er ligeledes i modvind pga. kundernes

¹⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang s. 73

²⁰ DLH Årsrapport 2011 s. 7

²¹ <http://www.investorbriefing.dk/default.asp?Content=Vistekst&ID=694>

²² Marketinghåndbogen s. 103

stigende forhandlingsstyrke jf. ovenfor. Samtidig har kunderne og specielt forbrugerne, let ved at skifte leverandør og har relativ få såkaldte switching costs ved at skifte.

Den finansielle krise påvirker dog ikke alle geografiske markeder lige markant. Særligt de primære vestlige markeder er ramt, mens de asiatiske udviser vækstrater og stigende efterspørgsel.²³ Trendene beskrevet i makrofaktorerne jf. afsnit 3, betyder, at de nuværende og fremtidige brancheforhold i Europa forventes, at indeholde små indtjeningsmarginaler, høje omkostningsniveauer, faldende priser og udsigt til lav vækst. Brancheforholdene i Europa vurderes at være en væsentlig medvirkende årsag til virksomhedens fokusskift mod de fremadstormende asiatiske vækstmarkeder, jf. afsnit 2.²⁴

Øvrige elementer som har en væsentlig betydning for kundernes magtforhold er virksomhedens og branchens tendens til eksponering mod visse større enkeltkunder. Virksomhedens eksponering mod den største enkeltkunde udgør 6 % af den samlede omsætning for fortsættende aktiviteter i 2011.²⁵ Set i forhold til branchens krævede store internationaliseringsgrad, virker dette niveau relativt højt og forholdet har en vis effekt over prissætningen og betalingsbetingelserne i virksomheden og branchen generelt.

Kundernes forhandlingsstyrke kommer bl.a. til udtryk ved virksomhedens relativt lave og stabile omsætningshastighed for tilgodehavende fra salg og et forværret forhold mellem pengebindingen i tilgodehavender fra salg og den investeret kapital i alt, jf. hhv. afsnit 4.3 og bilag 4. Forholdene medvirker alt andet lige til at kundernes forhandlingssituation udgør en høj og stigende risiko for virksomheden og elementerne er en medvirkende faktor til en stor konkurrenceintensitet i branchen.

Yderligere indikerer virksomhedens salgsvilkår fra frasalg af ikke-kerne aktiviteter en svag forhandlingskraft mod køberne. Virksomheden oplyser i årsrapporterne, at specifikke frasalg er indgået på betingelse af, at virksomheden dækker køberens tab og forpligtelser opstået som følge af politiske forhold eller uroligheder. Den iboende risiko fra disse eventualforpligtelser er medvirkende til, at fremmedkapitalinteressenterne bør overveje indregning i den analytiske balance. Forholdet er nærmere beskrevet i afsnit 4.2 hvortil der henvises for nærmere gennemgang.

²³ www.woodsupply.dk

²⁴ DLH Årsrapport 2011 s. 4

²⁵ DLH Årsrapport 2011 s. 19

3.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke i branchen vurderes primært at være afledt af følgende forhold; antallet og størrelsen på leverandørerne, varernes standardiseringsgrad, adgangen til substitutter og muligheden for fremadrettet vertikal integration.

Jf. afsnit 2.3.1 har virksomheden ca. 900 leverandører globalt set, hvilket medvirker til at skabe et stabilt forsyningsnetværk og fleksibilitet, samt muliggøre hurtige reaktioner på eventuelt ændrede efterspørgselsforhold.²⁶ Der vurderes at være et stort antal leverandører fra de store forsyningsområder til branchen og størrelsen af på de forskellige leverandører vurderes ikke at have en væsentlig negativ effekt på leverandørerne forhandlingsstyrke, set i forhold til branchens synspunkt.

Det vurderes, at råvarerne træ og trærelaterede produkter kan betegnes som standardiserede produkter, hvor prisen primært sættes på verdensmarkedet. Dette forhold giver dog branchen et stærkt afhængighedsforhold til prissætningen på råvarerne, da der ikke eksisterer egentlige substitutter til de primære råvarer.

Informationssøgningen har ikke indikeret, at leverandørerne af træ fra de store forsyningsområder har været, er eller bliver interesseret i at foretage fremadrettede vertikal integration.

På trods af den i teorien relative gunstige forhandlingssituation, som kan sammenfattes af analysen ovenfor, har virksomheden ikke oplevet en væsentlig ændring i omsætningshastigheden for leverandørgæld, jf. afsnit 4.3. Forholdene medvirker dog alt andet lige til at leverandørernes forhandlingssituation udgør en mindre risiko og konkurrenceintensitetsfaktor for branchen og virksomheden.

²⁶ DLH Årsrapport 2011 s. 8

3.2.3 Truslen fra nye udbydere

Konkurrencesituationen på virksomhedens marked indeholder elementer som kendetegner fuldkommen konkurrence. Konkurrenterne består af relativ mange store og små konkurrenter, som hver i sær ikke foretager væsentlig produkt- eller prisdifferentiering. Udviklingsniveauet og branchens alder er højt og branchen oplever generelt faldende omsætning og stigende produktionsomkostninger.

Branchen som global trægrossist vurderes at være mindre kapitalintensiv, set i forhold til at en effektiv logistik og lagerføring, alt andet lige kræver mindre kapitalbinding end fx krav om et specialiseret produktionsapparat, teknologisk knowhow og store irreversible omkostninger.

Stordriftsfordele vurderes dog at have en vis betydning som modvirker de overstående elementer, men sammenfattet eksisterer der lave indtrængnings- og exitbarriere i branchen. Situationen medvirker alt andet lige til at truslen fra nye udbydere udgør en høj risiko for virksomheden og faktorer er en medvirkende faktor til en stor konkurrenceintensitet i branchen.

3.2.4 Truslen fra substituerende produkter

Substituerende produkter defineres som andre produkttyper, produktkategorier og eventuelle sammenlignelige markeder som ligger ud over markedsdefinitionen, der kan dække kundernes og slutforbrugernes behov.

På baggrund af branchernes modne alder og basale aktivitet som trægrossist, vurderes det, at truslen er lav fra nye produkter eller teknologier, som gør eksisterende produkter og teknologier forældede. Der eksisterer dog en latent trussel for en uventet teknologiforbedring fra substituerende råmaterialer og produkter, som medvirker til at substituerende produkter vil blive i stand til at reducere deres omkostninger, øge omfanget af behovsdækningen eller øge efterspørgslen ved produktinnovation og promovring.

Forholdene medvirker alt andet lige til at truslen fra substituerende produkter eller teknologier, udgør en mindre væsentlig risiko for branchen og virksomheden.

3.2.5 Konkurrencemæssige intensitet i branchen

Konkurrenceintensiteten i branchen er en direkte afledt faktor af forholdene analyseret i den eksterne analyse samt faktorer som fx antallet, størrelsen og den indbyrdes konkurrenceintensitet imellem konkurrenterne i markedet.

Antallet og størrelsen af konkurrenterne i markedet vurderes at være stort og omfattende. På trods af flere store konkurrenter, har ingen dog en tilstrækkelig markedsandel til at kunne påvirke markedet alene. Virksomheden er kun en mindre spiller på det globale markedet, men er en relativ stor spiller set i forhold til de mest sammenlignelige konkurrenter, som vurderes at udgøre bl.a. Precious Wood, Rougier, Rörvik Timber, Tradelink og Danzer.²⁷

Virksomhedens fokus på nødvendigheden for nedsættelse af omkostningsniveauet pga. konkurrenceintensiteten indikerer yderligere et stort pres fra bl.a. konkurrenterne.²⁸

Såfremt branchens livscyklus og nuværende status bliver analyseret via produktlivscykluskurven (PLC), vurderes det, at branchen har bevæget sig fra mætningsfasen til nedgangsfasen i den undersøgte periode. Overføres PLC til Boston-modellen har virksomhedens produkter bevæget sig fra at være en såkaldt cashcow, som er kendetegnet ved overskud og positiv cash flow, til den såkaldte dog-kategori, der kendetegnes ved lav markedsandel og vækst. Strategierne i dog-kategorien er typisk afvikling eller reinvestering.²⁹ Jf. afsnit 2 foretager virksomheden en form for reinvestering, da aktiviteten forsøges at blive flyttet til de mere attraktive asiatiske markeder.

Sammenfattet viser brancheanalysen, at konkurrenceintensiteten er hård og særlig høj i forhold til påvirkningerne fra kundernes forhandlingsstyrke og truslen fra nye udbydere.

²⁷ <http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/dlh/konkurrenter>

²⁸ DLH Årsrapport 2011 s. 4

²⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang s. 83-87

4. Intern analyse

Den interne analyse identificer og vurderer udviklingen i virksomhedens interne forhold, med særlig fokus på styrker og svagheder med udgangspunkt i konteksten. Den interne analyse er underlagt markedsdefinitionen og er medvirkende til at analysere de finansielle værdidrivere, underliggende risiko og key succes faktorer.³⁰

Den interne analyse påbegyndes med best estimat af den forventede udvikling og en reformulering af regnskabet til analyseformål. På baggrund af disse afsnit, analyseres virksomhedens rentabilitet, likviditet og solvensforhold efterfølgende.

Til brug som en indledende screening af den underliggende risiko er virksomhedens Altman's Z-score opgjort nedenfor.³¹ Modellen er en funktion af finansielle nøgletal, som empirisk har vist sig at være beskrivende for finansiell distress signaler. Modellen definerer, at virksomheder med en Z-score under 1,2 har en stor sandsynlighed for konkurs, mens scoren på 1,2-2,9 er i en gråzone.

Altman's Z-score	2007	2008	2009	2010	2011	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Z-score (analytisk regnskab)	2,79	2,54	1,51	0,71	2,45	2,53	1,85	1,80	1,86	1,88	2,07

Tabel 4: Opgørelse af virksomhedens Z-score i perioden 2007-2017. Kilde: Bilag 6

På trods af modellen kun anvendes som en overordnet screening, ses en klar tendens og niveau. Virksomhedens Z-score har i hele perioden ligget i den såkaldte gråzone og i 2010 er scoren under niveauet hvor virksomheder empirisk set har en stor sandsynlighed for konkurs. Den underliggende risiko som er baggrunden for dette niveau og udvikling, bliver analyseret i afsnittene nedenfor.

³⁰ Strategic Market Management s. 75

³¹ Kilde: Financial statement analysis s. 540

4.1 Budgettering af fremtidig udvikling

Budgettering af virksomhedens udvikling er et centralt element i forhold til at kunne vurdere virksomhedens evne til overholdelse af fremtidige betalingsforpligtelser. Budgetteringen anvendes derfor som et integreret element i relevante interne analyser. Der hersker dog altid en iboende usikkerhed omkring budgettering af fremtiden, hvilket i endnu højere grad kommer til udtryk, når virksomheden er i gang med en decideret rekonstruktion og down-sizing af aktiviteterne. En simpel ekstrapolering er dermed ikke hensigtsmæssig og vil med stor sandsynlighed ikke give et retvisende billede af den fremtidige finansielle situation.

Problemstillingen håndteres ved at udarbejde et best estimate af den forventede udvikling. Grundlaget for budgetteringen bygger delvist på udviklingen i det realiserede historiske niveau samt trend og delvist via en sammenkædning af de interne og eksterne analysers finansielle og ikke-finansielle drivere. Samtidig er direkte udmeldinger omkring virksomhedens fremtidige strategi og frasalg af ikke-kerneaktiviteter, så vidt muligt indarbejdet i budgettet.

Budgetperioden estimeres 5 år ud i fremtiden til regnskabsåret 2017. Efter denne tidshorisont vurderes det ikke realistisk at kunne estimere niveauet og trenden i udviklingen retvisende, set i forhold til den omfattende igangværende ændring af aktiviteten. Virksomheden vurderes efterfølgende år at have opnået et steady state fra og med 2017.

I best estimate scenariet forventes nettoomsætningen at falde med ca. 16 % i forhold til seneste realiserede årsregnskab. Udviklingen i den resterende budgetperiode forventes at blive marginalt forbedret, primært som følge af omkostningsfokusset og afsætningsstyrken på det asiatiske marked efterhånden opnår en mærkbar effekt. Denne jævne udvikling afspejler en gennemsnitsbetragtning fra det historiske fald, forventede frasalg af ikke-kerneaktiviteter og en generelt nedgang i efterspørgslen i markedet. Virksomhedens fokus på omkostningsminimering, optimering af logistikkæden og tilstedeværelsen på alle de større forsyningsområder i verden, vurderes at forbedre EBITDA-marginalen over tid. Det negative pres på efterspørgslen og konkurrencesituationen tillader dog ikke til forbedringer på over 2 %, i forhold til sluttidspunktet for det sidste historiske skæringstidspunkt. Øvrige relevante regnskabsposter er estimeret primært ved brug af det historiske forhold mellem posten og fx nettoomsætning. Hvis andre relationer er mere relevante, er disse anvendt. Der henvises til bilag 3 og 4 for nærmere redegørelse af det enkelte estimat.

4.2 Reformulering af årsregnskab til analyseformål

Reformulering af virksomhedens årsregnskaber har til formål at give et analytisk grundlag i forhold til samspillet og udviklingen mellem driften, investeringerne og tilhørende finansiering.

Reformuleringen til analyseformål anvendes som primært datagrundlag for de interne analyser og forholdene beskrevet i indeværende afsnit er således af central betydning i forhold til analysernes konklusion.

For at adressere denne væsentlige betydning for analysernes datagrundlag, er reformuleringen af årsregnskabet til analyseformålet opdelt i en nærmere vurdering af regnskabskvaliteten, en dybdegående reformulering af årsregnskabet til analyseformål og kritikpunkter til reformuleringen.

4.2.1 Vurdering af regnskabskvaliteten

For at adressere eventuel risiko for fejl i det primære datagrundlag, er der foretaget en nærmere gennemgang af regnskabskvaliteten og en identificering af eventuelle røde flag.

I forhold til identifikation af røde flag giver rentabilitetsanalysen afsnit 4.3 klare indikationer på en svag kvalitet af den nuværende forretningsmodel og utilfredsstillende nøgletal. Set i sammenhæng med de væsentlige ekstraordinære tab og nedskrivninger, ophørende aktiviteter og hensættelser til rekonstruktionsomkostninger, kræver disse forhold et ekstra fokus på motiverne for regnskabsmanipulation, som typisk omfatter sløring af dårlig ledelse, resultataflønning og overvurdering af aktiverne for sikre overholdelse af eventuelle betingelser indbygget i gældskontrakterne.

Disse forhold behøver dog nødvendigvis ikke at give afledte problemstillinger, i forhold til at anvende materialet som datagrundlag. I den undersøgte periode har der ikke været væsentlige ændringer i anvendt regnskabspraksis eller regnskabsmæssige skøn og samtidig har der ikke været behov for forbehold eller supplerende oplysninger i den uafhængige revisors erklæring. Disse forhold er alt andet lige medvirkende til at minimere sandsynligheden for fejl i forbindelse med reformuleringen.

På trods af de røde flag og kritikpunkterne til reformuleringen nedenfor, vurderes regnskabskvaliteten og den analytiske resultatopgørelse og balance, at have en tilstrækkelig høj kvalitet til at kunne anvendes som datagrundlag.

4.2.2 Reformuleringen og anvendte forudsætninger

Reformuleringen indeholder en adskillelse mellem drift og driftsinvestering fra finansiering, da driften er den primære driver, som gør virksomheden i stand til at overholde sine betalingsforpligtelser til fremmedkapitalen. Finansieringen og udviklingen i de tilhørende komponenter viser hvordan driften og driftsinvesteringerne er finansieret.³²

Omfanget af den primære drift og den yderligere adskillelse af ikke-transitoriske poster, er afledt af markedsdefinitionen jf. afsnit 1.3. Forudsætningerne på relevante og væsentlige regnskabsposter, som ligger til grund for udarbejdelsen af den analytiske resultatopgørelse og balance, bliver specificeret nedenfor og dybere gennemgang ses i bilag 2.

Andre driftsindtægter og driftsomkostninger – særlige poster

Der er usikkerhed omkring andre driftsindtægter og -omkostninger bør klassificeres som en driftspost og ikke-tilbagevendende post. Anvendt regnskabspraksis jf. årsregnskabet note 1 indeholder følgende beskrivelse af regnskabsposten: Andre driftsindtægter og driftsomkostninger omfatter indtægter og omkostninger af sekundær karakter i forhold til virksomhedens hovedaktiviteter, herunder fortjenester og tab ved salg af materielle og immaterielle aktiver.

Køb og salg af langfristede aktiver vurderes ikke at være omfattet af virksomhedens primære drift, hvorfor posten ikke bliver klassificeret som en del af den primære drift. Det vurderes dog, at andre driftsindtægter og -omkostninger, netto vil være tilbagevendende poster, hvorfor disse bibeholdes i analyseregnskabet i forbindelse med budgetteringen.

Selskabsskat og udskudte skatteaktiver

Der er usikkerhed omkring selskabsskattens fordeling mellem drift og finansiering, da posteringen i koncernens årsregnskab dækker over både driftsmæssige og finansielle indtægter og omkostninger.

Den skattepligtige indkomst i perioden estimeres, på baggrund af årsregnskabets resultat før skat, at have været ustabil og ikke tilstrækkelig til, at fx renteudgifter vil kunne fratrækkes i den skattepligtige indkomst. Forholdet illustreres yderligere i årsregnskabet 2012 note 16, som oplyser, at skattemæssigt underskud, som ikke er indregnet i balancen, udgør 125 mio. DKK pr. 31-12-2011.

³² Reformuleringen følger metodeanvendelsen jf. Regnskabsanalyse for beslutningstagere kapitel 4

Fremførselsberettigede skattemæssige underskud kan jf. IAS 12, kun indregnes som udskudte skatteaktiver i balancen i det omfang, at de forventes at kunne anvendes til modregning i fremtidig indtjening.³³ Yderligere støj kan opstå som følge af låntagning og skattepligt i lande med forskellige skattesatser og -regler. Noterne vedrørende skat af årets resultat, skat i balancen og finansielle indtægter og omkostninger jf. hhv. årsregnskab 2012 note 11, 16, 9 og 10 giver ikke yderligere informationer som kan mindske usikkerheden.

På baggrund af overstående forhold anvendes virksomhedens realiserede effektive skattesats i det analytiske regnskab, da den marginale danske skattesats ikke virker retvisende. Det antages, at både driftsresultatet og nettofinansieringsomkostningerne beskattes med den effektive beskatning. Det antages, at udskudte skatteaktiver primært knytter sig til driften. Det antages i det analytiske regnskab, at virksomhedens indregnede udskudte skatteaktiver og skatteforpligtelser kan udlignes.

Driftslikvider

Der er usikkerhed omkring fordelingen mellem drifts og finansieringslikviditet. Det er ikke oplyst i årsrapporten hvor stor en procent af likviderne, der knytter sig til driftslikviditet. Det er nødvendigt for virksomheden, at have en vis driftslikviditet til finansiering af investeringer, varelagre og udgifter i øvrigt. Det antages, at driftslikviditeten udgør følgende procentdel af nettoomsætningen: 0,5 %.

Det vurderes, at virksomheden dagligt gennemfører overførsler til banker, hvorfor stort set alt likviditet er rentebærende. Forholdet underbygger den relative lave driftslikviditetsprocent. Restlikviderne klassificeres som en del af de likvide finansielle aktiver.

Ansvarlig lånekapital

Kapitalejerne har indskudt ansvarlig/efterstillet lånekapital i virksomheden. Der er usikkerhed om hvorvidt den ansvarlige lånekapital bør klassificeres som en del af egenkapitalen eller netto rentebærende gæld.

Der foretages derfor en konkret vurdering ud fra aftalevilkårene i noteoplysningerne. Jf. årsregnskab 2012 note 21 fremgår det, at aftalen har en fast afdragsprofil, løbetid og forrentning.

³³ Indsigt i årsregnskabsloven s. 363-365

Vilkårene har derfor primært karakteristika som en låneaftale og posteringen klassificeres som en del af den netto rentebærende gæld i den analytiske balance. Posteringen består af flere forskellige aftaler i perioden, som delvist er blevet indfriet. Alle aftaler er indgået på lignende vilkår og betingelser, hvilket underbygger den konsistente behandling i det analytiske regnskab.

Aktiver bestemt for salg, netto

Aktiver og forpligtelser bestemt for salg er udskilt fra den øvrige balance. Virksomheden forventer at afhænde de pågældende aktiviteter og aktiver inden for næste regnskabsperiode. Posteringen vurderes derfor ikke at være en del af den primære driftsaktivitet i virksomheden og klassificeres derfor som en del af finansieringsaktiviteten.

Der er ikke foretaget eliminering af aktiver bestemt for salg tilbage i tid. Dette skal ses i lyset af, at for fremmedkapitalperspektivet udgør virksomhedens aktiver en væsentlig sikkerhed for tilbagebetaling af finansieringen frem til og med afhændelsestidspunktet. Den fremadrettede budgettering tager højde for afgang af forventede fremtidige aktiver bestemt for salg og den afledte effekt på driften, særligt i forhold til virksomhedens evne til overholdelse af betalingsforpligtelserne.

Indregning af eventualforpligtelser i den analytiske balance

Årsregnskabernes noter vedrørende eventualforpligtelser oplyser om to væsentlige forhold, som ikke er indregnet i balancen. Eventualforpligtelserne er ikke indregnet som følge af, at træk på de økonomiske ressourcer er meget usandsynligt eller fordi en pålidelig beløbsmæssig opgørelse ikke kan foretages af ledelsen.

Forholdene omhandler en udskudt skatteforpligtelse fra et tidligere datterselskab i Brasilien som er opgjort til 89 mDKK pr. 31-12-2012 og garantiforpligtelser overfor købere af ikke-strategiske selskaber og aktiviteter, som er opgjort til ca. 48 mDKK pr. 31-12-2012.

Virksomheden oplyser i ledelsesberetningen, at der er foretaget forholdsregler, som hindrer at den udskudte skatteforpligtelse udløses. Dog er der risiko for at forholdsreglerne ikke er tilstrækkelige. Garantiforpligtelserne omhandler virksomhedens garanti mod købers eventuelle tab som følge af politiske forhold og uroligheder.

Begge forhold er elementer som virksomheden ikke har kontrol over og fremmedkapitalinteressenter bør som minimum udarbejde følsomhedsanalyser på konsekvens af en mulig efterfølgende indregning i balancen. For at forbedre beslutningsgrundlaget indregnes disse eventualforpligtelser i den analytiske balance under rentebærende gæld. Egenkapitalen er reduceret tilsvarende i den analytiske balance. Indregningen af posteringerne udgør samlet ca. 137 MDKK svarende til ca. 14,7 % af den analytiske balancesum pr. 31-12-2012.

Reformulering fra operationel leasing til finansiel leasing

Behovet for reformulering fra operationel og finansiel leasing sker ud fra en samlet vurdering af leasingaftalens indhold. De væsentligste forhold uddybes nedenfor:

Virksomhedens nominelle operationelle leasingforpligtelser udgør 176 mio. kr. pr. 31-12-2011, svarende til ca. 10 % af den samlede balancesum jf. note 24 side 96 i årsrapporten 2011. Varigheden af restløbetiden for de uopsigelige leasingaftaler, i forhold til aktiverens forventede brugstid levetid, vurderes at udgøre størstedelen af aktiverens økonomiske levetid. Aktiverens beskaffenhed vedrører hovedsageligt virksomhedens primære drift i form af leasing/leje af ejendomme, maskiner og andre anlæg.

På baggrund af forholdene vurderes det, at en reformulering fra operationel til finansiel leasing i højere grad vil afspejle virksomhedens økonomiske realiteter, i forbindelse opstilling af regnskabet til analyseformål. Værdien af virksomhedens reformulerede finansielle leasing er bestemt af bl.a. leasingaftalernes rente- og afdragsvilkår, aktivets forventede brugstid samt virksomhedens afskrivningsprofil.

For nærmere gennemgang, beregning og specificering af reformuleringen til det analytiske regnskab, udledningen af den investerede kapital og opdelingen mellem drifts- og finansieringsposter henvises til bilag 2.

4.2.3 Kritikpunkter til reformuleringen

På trods af reformuleringen indeholder det analytiske regnskab svagheder i forhold til opgavens problemstilling. De væsentligste svagheder og kritikpunkter oplistes nedenfor og er ikke udtømmende:

- Manglende markedsværdier på immaterielle og materielle anlægsaktiver
- Manglende markedsværdier på lånefinansiering fra kreditinstitutter og aftalte lånebetingelser

Baggrunden for punkterne skal findes i de regnskabsmæssige krav fra lovgiveres side. Det er ikke påkrævet, at virksomheden skal oplyse markedsværdier eller de nærmere covenants på lånebetingelserne. Yderligere ville eventuelle markedsværdier på de relevante regnskabsposter have en høj grad af iboende usikkerhed i målingen og pålideligheden af værdiansættelserne ville muligvis ikke være retvisende.

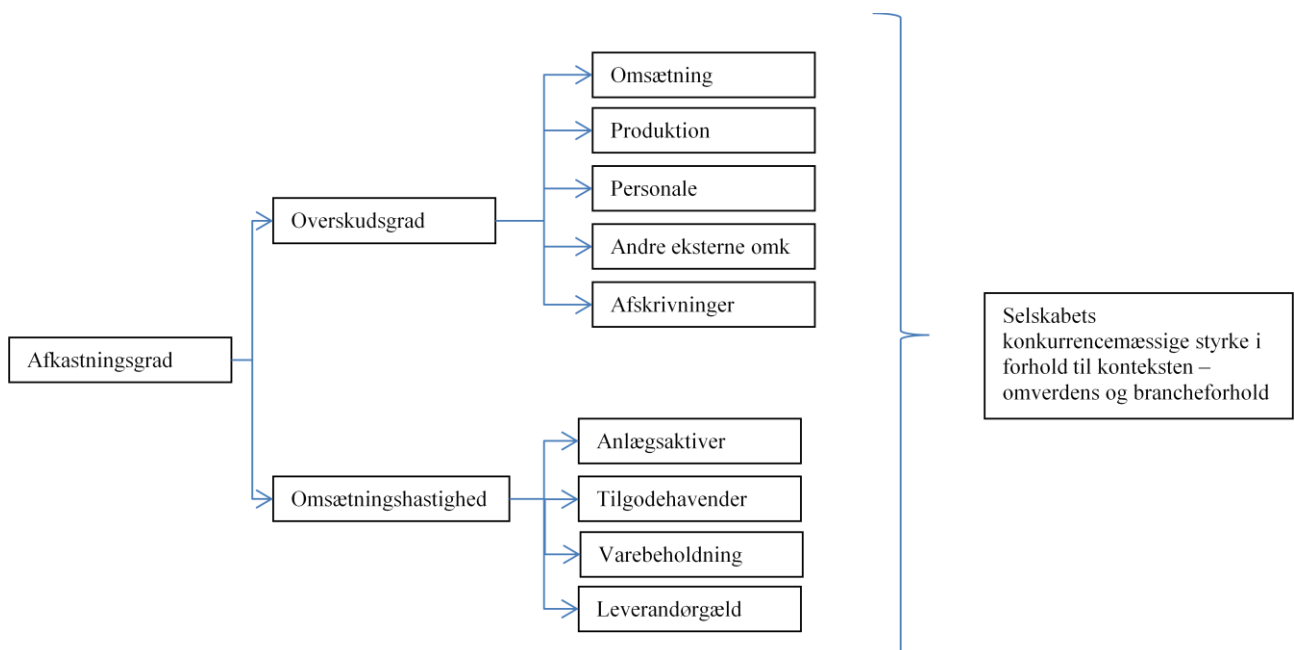
Betydningen af kritikpunkterne og de anvendte forudsætninger i forbindelse med reformuleringen og de afledte nøgletal, bliver analyseret indirekte via følsomhedsanalysen afsnit 6.6.

4.3 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen omfatter en sammenfatning af virksomhedens driftsmæssige og finansielle forhold. Analyserne medvirker til indsigt i virksomhedens rentabilitet, der er central i forbindelse med at kunne vurdere virksomhedens evne til at kunne overholde finansieringsforpligtelserne.

Rentabilitetsanalysen lægger vægt på at analysere den historiske og fremtidige udviklingsretning, hastighed og niveau. Dette skal medvirke til at danne et grundlag til at kunne vurdere virksomhedens evne til at overholde finansieringsforpligtelserne.

Rentabilitetsanalysen er opbygget på baggrund af DuPont pyramiden, som ses i figur 4.1. DuPont pyramiden viser den indbyrdes røde tråd imellem de udvalgte nøgletal og sammenhængen til de underliggende forhold og øvrige analyser, som er de primære forklarende faktorer til udviklingen i nøgletallene. For nærmere beskrivelse af metoderne til beregning af nøgletallene, henvises til bilag 1.³⁴



Figur 4.1: DuPont Pyramiden som model til analyse af virksomhedens rentabilitet.

Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 150. Egen tilvirkning.

³⁴ Beregningen af nøgletal følger metodeanvendelsen jf. Regnskabsanalyse for beslutningstagere kapitel 5 og Financial Statement Analysis s. 430-435

4.3.1 Analyse af RNOA

Afkastningsgraden eller return on net operation assets (RNOA) er det overordnede rentabilitetsmål for virksomhedens drift og udtrykker forrentningen i procent, som forholdet mellem resultat af primær drift efter skat (NOPAT) og gennemsnitstal for den analytiske balancesum (investeret kapital).

Analyse af historisk RNOA (MDKK):	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NOPAT	145	-278	-627	60	65	-7
Investeret kapital	2.813	2.761	1.731	1.428	1.394	930
Gns. Investeret kapital	2.947	2.787	2.246	1.580	1.411	1.162
RNOA	4,9%	-10,0%	-27,9%	3,8%	4,6%	-0,6%

Tabel 4.2: Historisk RNOA 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Udviklingen og niveauet i NOPAT bærer præg af de turbulente ændringer, virksomheden har været igennem. Trenden i NOPAT er generelt faldende og er samlet set reduceret med ca. 60 % i perioden. Særligt i 2008-2009 har driftsresultatet været negativt og er påvirket af væsentlige nedskrivninger på udenlandske immaterielle og materielle anlægsaktiver.

Udviklingen i virksomhedens investeret kapital bærer ligeledes præg af en særdeles kraftig tilpasning og decideret down-sizing af aktiviteterne. De forværrede forhold analyseret i beskrivelsen af virksomheden og den eksterne analyse, har i høj grad haft væsentlige konsekvenser for virksomheden, da den investerede kapital er mere end halveret i perioden.

Betydningen af konteksten for virksomhedens afkastgrad afspejles i en relativ lav og til tider meget negativt afkast. Niveauet for nøgletallet var selv før den finansielle krises indtræden ikke væsentlig højere end den RNOA i 2011, hvor DLH kun tjente ca. 4,6 øre pr. investeret krone. I 2012 var RNOA tæt på 0 øre pr. investeret krone.

På baggrund af den afledte risiko virksomheden tager for at generere dette afkast, virker sammenhængen mellem afkast og risiko utilstrækkelig, hvilket alt andet lige gengives i periodens aktiekursudvikling jf. figur 2.2 afsnit 2.4.

Budgettering af RNOA (MDKK):	E2013	E2014	E2015	E2016	T2017
NOPAT	-84	-62	-28	-14	-10
Investeret kapital	1.233	1.143	1.088	1.063	985
Gns. Investeret kapital	1.082	1.188	1.116	1.076	1.024
RNOA	-7,8%	-5,2%	-2,5%	-1,3%	-1,0%

Tabel 4.3: Budgettering af fremtidig RNOA 2013-2017. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Budgettering af den fremtidige udvikling og trend i nøgletallet indikerer flere udfordringer for virksomheden, hvilket hverken er tilfredsstillende for ejer- eller fremmedkapitalinteresser. Dog forventes, at primært omkostningsminimeringsfokusset langsomt slår igennem og på samme tid forventes øget afsætning på det asiatiske marked, at genere et forbedret afkast af den investerede kapital. Niveaue indikerer dog, at virksomheden alt andet lige får svært ved at opnå et afkast på den investerede kapital, som er tilstrækkeligt til at kunne bevare evnen til tilbagebetaling af fremmedkapitalinteresser på meget lang sigt.

4.3.2 Analyse og dekomponering af RNOA

Yderligere analyse af virksomhedens RNOA kræver en dekomponering til nøgletallene overskudsgrad (OG) og omsætningshastighed (OH). OG og OH afspejler hhv. virksomhedens indtægts- og omkostningsforhold samt virksomhedens evne til at tilpasse den investerede kapital i forhold til nettoomsætningen. Nøgletallene er samtidig et udtryk for en trade-off mellem høj marginal indtjening eller stor volumen.³⁵

Dekomponering af RNOA (MDKK):	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NOPAT	145	-278	-627	60	65	-7
Nettoomsætning	5.720	5.013	3.648	3.202	2.937	2.419
OG	2,5%	-5,5%	-17,2%	1,9%	2,2%	-0,3%
Nettoomsætning	5.720	5.013	3.648	3.202	2.937	2.419
Gns. Investeret kapital	2.947	2.787	2.246	1.580	1.411	1.162
OH	1,94	1,80	1,62	2,03	2,08	2,28

Tabel 4.3: Overskudsgrad (OG) og Omsætningshastighed (OH) 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

³⁵ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 166

Udvikling i OG viser stor sammenhæng med udviklingen i RNOA. Konteksten har medvirket til at overskudsgraden er relativ lav, faldende og har oplevet deciderede negative år i 2008-2009. Derudover betyder sammenhængen til RNOA, at virksomhedens omkostninger i forhold til omsætningen er central i forhold at kunne genere et afkast som er tilfredsstillende overfor både ejer- og fremmedkapitalinteresser.

Den lave og faldende tendens i OG er et udtryk for relativt stigende omkostninger i forhold til en stærkt faldende nettoomsætning. Samlet set er nettoomsætningen faldet ca. 60 % i perioden. Nettoomsætningen falder både som følge af pris- og mængdereduktioner via frasalgsaktiviteter og fald i afsætningen på den tilbageværende forretning jf. hhv. afsnit 3.2.2 og afsnit 3.2.3. På trods af virksomhedens fokus på omkostningsminimering, har dette dog ikke en umiddelbar effekt på virksomhedens variable omkostninger, hvilket medvirker til at sætte spørgsmålstegn ved forretningsmodellens og strategiernes holdbarhed over tid.

Virksomhedens fokus på omkostningsminimering, mindskning af pengebindingen og effektiv produktion, har dog medvirket til en tilpasning af den investerede kapital i forhold til det hastigt faldende aktivitetsniveau. OH i perioden har ligget på et relativt stabilt niveau på ca. 2. OH har som de øvrige nøgletal oplevet et stærkt pres i 2008-2009, men udviklingen virker til at være vendt og stabil.

Budgettering af RNOA komponenter (MDKK):	E2013	E2014	E2015	E2016	T2017
NOPAT	-84	-62	-28	-14	-10
Nettoomsætning	2.467	2.220	2.054	1.951	1.970
OG	-3,4%	-2,8%	-1,4%	-0,7%	-0,5%
Nettoomsætning	2.467	2.220	2.054	1.951	1.970
Gns. Investeret kapital	1.082	1.188	1.116	1.076	1.024
OH	2,28	1,87	1,84	1,81	1,92

Tabel 4.4: Budgettering af fremtidig RNOA komponenter 2013-2017. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Den historiske trend forventes at fortsætte i forhold til den fremtidige udvikling af OH. Niveauet forventes ikke at blive marginalt forbedret, men det skal ses i forhold til at virksomhedens ledelse fortsat formår at tilpasse organisationen på en hensigtsmæssig måde, hvilket i den konkrete situation vurderes at være en særdeles krævende opgave.

Udviklingen i OG underbygges af forventning omkring, at omkostningsminimeringsfokusset langsomt slår igennem og på samme tid forventes øget afsætning på det asiatiske marked, at genere et forbedret afkastet på den investerede kapital. Niveauet er medvirkende til at underbygge den overordnede udvikling og beskrivelse af RNOA.

4.3.3 Analyse og dekomponering af OG

Dekomponering af OG udgør en sammensætning af den afsatte mængde, prisen på produkterne og omkostningerne som er afledt af nettoomsætningen.

Dekomponering historisk OG (MDKK):	2007	2008	2009	2010	2011	2012
bruttoresultat/nettooms	17,2%	10,9%	9,8%	17,0%	15,3%	12,6%
- personaleomk/nettooms	-6,4%	-7,5%	-9,8%	-7,6%	-6,6%	-6,7%
- andre eksterne omk/nettooms	-5,1%	-6,1%	-8,8%	-6,4%	-5,0%	-5,2%
- af og nedskrivninger/nettooms	-1,8%	-3,9%	-7,6%	-1,5%	-1,5%	-0,9%
- skat på driftoverskud/nettooms	-1,5%	1,1%	-0,9%	0,4%	0,0%	0,0%
OG i alt	2,5%	-5,5%	-17,2%	1,9%	2,2%	-0,3%

Tabel 4.5: Overskudsgrad (OG) 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab

Tabellen ovenfor underbygger de øvrige analyser i forhold til at den væsentligste driver for virksomheden, er forskellen mellem nettoomsætningen og vareforbruget. Forholdet er centralt i forbindelse med budgetteringsmodellen, da faktorerne dermed vil udgøre en driver som medvirker til generering af positivt likviditet fra driften.

Bruttoavancen er generelt faldende fra ca. 17 % i 2007 til ca. 13 % i 2012. Virksomhedens OG er særlig lav i 2008-2009 og den oplever en marginal forbedring i 2010 i lighed med analyserne ovenfor. Alle øvrige omkostningsposter ligger på et relativt stabilt niveau igennem hele perioden, bortset fra forholdet mellem skatten på driftoverskuddet. Dette nøgletal har dog begrænset analytisk værdi, da skatten er tættere forbundet til driftoverskuddet før skat end nettoomsætningen.

Som følge af indikatorerne for udviklingen af produkternes prisniveau jf. afsnit 3.2.2 vurderes det, at virksomheden både er presset på prisen og efterspørgslen på produkterne. Samtidig tydeliggøres det i tabellen, at virksomhedens strategiændring til omkostningsminimeringsfokus ikke har haft en mærkbar effekt, på trods af den relative lange tidshorisont virksomheden har forsøgt at tilpasse omkostningsniveauet.

4.3.4 Analyse og dekomponering af OH

OH udgør forholdet mellem nettoomsætning og den investerede kapital fra det analytiske regnskab. Dekomponering af OH analyser væsentlige dele af komponenterne af aktivsiden af den investerede kapital, i forhold til nettoomsætningen og udviklingen i disse forhold.

Dekomponering af historisk OH:	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tilgodehavender fra salg turnover	7,36	8,27	7,80	8,87	8,65	8,23
Varebeholdning turnover	2,66	2,74	2,64	3,01	3,36	3,46
Leverandørgæld fra salg turnover	9,61	11,19	9,83	9,77	11,23	11,83

Tabel 4.6: Dekomponering af OH 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab

Tabellen ovenfor viser, at forholdet mellem nettoomsætning og tilgodehavender generelt er marginalt stigende, hvilket alt andet lige, medvirker til positiv likviditetseffekt for virksomheden, da pengebindingen derved burde blive mindsket relativt. Der er dog ikke sket en markant forbedring i perioden og det stabile niveau indikerer, at virksomhedens fokus på mindskningen af kapitalbindingen ikke har haft en mærkbar effekt på regnskabstallene og at virksomheden ikke besidder et magtforhold til kunderne, som muliggør mere lukrative betalingsvilkår jf. afsnit 3.2.

Forholdet mellem nettoomsætning og varebeholdning viser en lignende udvikling. Dog indikerer nøgletallet en mere stigende tendens, hvilket vurderes primært at skyldes virksomhedens optimering af logistikken og omkostningsminimeringen. Den primære baggrund til forskellen imellem turnover tilgodehavender og varebeholdning vurderes, at skyldes virksomheden i højere grad har kontrol over varebeholdningen, i modsætning til vilkårene i forbindelse med tilgodehavender, som primært er markedsbestemt.

Leverandørgæld fra salg turnover er relativ stabil i perioden, hvilket alt andet lige ikke medvirker til at presse likviditeten. Udviklingen er dog ikke markant og specielt virksomhedens indgående logistik og tilstedeværelse i de væsentligste forsyningsområder jf. afsnit 2.3.1, vurderes at være en medvirkende faktor til at forholdet ikke er forværret yderligere i perioden. Niveauet i perioden illustrerer dog, at virksomheden heller ikke har mulighed for at føre en højere grad af leaning on trade. Virksomheden er dermed ikke i situation hvor magtforholdet til leverandørerne tillader den at bruge ”gratis” ikke-rentebærende leverandørkredit jf. afsnit 3.2.3.

4.3.5 Analyse og dekomponering af ROE

Analyse af virksomhedens finansielle gearing og betydningen i forhold til rentabiliteten, er særligt interessant i forhold til at kunne vurdere fremmedkapitalens effekt. Return on equity (ROE) viser ejernes afkast af investeringen i virksomheden. Niveauet, udviklingen og dekomponeringen af nøgletallet ses i tabellen nedenstående.

Dekomponering af historisk ROE:	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RNOA	4,9%	-10,0%	-27,9%	3,8%	4,6%	-0,6%
LEV (finansiell gearing)	1,7	1,4	3,0	2,4	1,1	1,0
SPREAD	1,6%	-16,6%	-36,7%	-3,8%	-2,1%	-10,6%
NFR (nettolånerenten efter skat)	3,3%	6,6%	8,8%	7,6%	6,7%	10,0%
ROE	7,5%	-33,9%	-136,9%	-5,4%	2,3%	-11,3%

Tabel 4.7: Analyse af ROE 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab

Nøgletallet ROE er en funktion af driften, den finansielle gearing og nettolånerenten efter skat.

RNOA udtrykker driftens rentabilitet og er nærmere analyseret i afsnit 4.3.1.

LEV udtrykker virksomhedens finansielle gearing og nonoperation komponentens effekt. Virksomhedens gearing er relativ høj og meget varierende i perioden. I 2009 er nettorentebærende gæld tre gange så stor som egenkapitalen og allerede i 2011 er de på samme niveau. Udviklingen er afledt af periodens væsentlige negative resultater og forholdene i virksomhedens omverden. Virksomheden har siden 2009 reduceret den rentebærende gæld i forhold til egenkapitalen, via frasalg af aktiviteter. For nærmere gennemgang af virksomhedens finansielle forhold henvises til afsnit 4.4.3.

Den finansielle gearing består yderligere af SPREAD'en, der udtrykker forskellen mellem NFR (nettolånerenten efter skat) og RNOA. Nettolånerenten efter skat svarer ikke til virksomhedens reelle lånerente fra fremmedfinansiering. NFR består af yderligere andre finansielle poster, som fx valutakursændringer, nettoeffekten af ind- og udlånsrente samt kursgevinster og -tab på værdipapirer. Virksomhedens SPREAD har i starten af perioden været marginalt positiv på 1,6 %, men falder stærkt til -36 % i 2009 og er negativ i den resterende del af perioden. En negativ SPREAD er ensbetydende med, at den finansielle gearing påvirker rentabiliteten negativt og da gearingen er relativ stor i perioden får virksomhedens finansielle gearing en væsentlig negativ gennemslagskraft på ROE.

Samlet set forstærker virksomhedens fremmedfinansiering den negative udvikling og niveau, analyseret i den øvrige rentabilitetsanalyse. ROE falder fra 7,5 % primo perioden til særdeles utilfredsstillende negative niveauer i perioden, bortset fra 2011 hvor en mindre positiv egenkapitalforrentning blev realiseret. Fremmedkapitalens effekt og betydning er dermed særdeles væsentlig for den fortsatte drift hos virksomheden.

Dekomponering af fremtidig ROE:	E2013	E2014	E2015	E2016	T2017
RNOA	-7,8%	-5,2%	-2,5%	-1,3%	-1,0%
LEV (finansiel gearing)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
SPREAD	-14,3%	-11,7%	-9,0%	-7,8%	-7,5%
NFR (nettolånerenten efter skat)	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
ROE	-31,9%	-24,8%	-17,7%	-14,5%	-13,7%

Tabel 4.8: Budgettering af fremtidig ROE komponenter 2013-2017. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

På trods af den marginale forventede forbedring i driften, er dette ikke tilstrækkeligt til at skabe til tilnærmelsesvis tilstrækkelig egenkapitalforrentning, såfremt at den finansielle gearing og de afledte finansieringsomkostninger inddrages i analysen. Nøgletallet i hele den budgetterede periode er negativ om end marginalt forbedrende.

Det interessante i denne analyse er i særdeleshed fremmedkapitalens direkte betydning for virksomhedens fortsatte drift. Det er alt andet lige tvivlsomt, at virksomheden over lang tid vil kunne overholde betalingsforpligtelserne alene fra driftens likviditetsgenerering, såfremt at den finansielle gearing stiger det til forventede niveau og de heraf afledte finansieringsomkostninger presser ROE og afledt likviditeten.

4.4 Likviditets og solvensrisiko

Likviditet udgør virksomhedens livsnerve og generering af likviditet på kort og langt sigt er afgørende for virksomhedens evne til overholdelse af fremmedkapitalforpligtelserne og værdiskabelsen til ejerinteresserne.

Likviditetsanalyserne er adskilt i en kortsigtet og langsigtet del. Den kortsigtede likviditetsanalyse omfatter primært virksomhedens muligheder for at tilbagebetale forpligtelser inden for ét regnskabsår, mens solvensanalysen analyserer risikoen på længere sigt. Yderligere analyseres øvrige risici i forbindelse med virksomhedens finansieringsforhold.

Såfremt virksomheden ikke kan generere tilstrækkelig likviditet, kan problemstillingen medføre betalingsstandsning, konkurs eller rekonstruktion af virksomheden. Samtidig kan utilfredsstillende eller en forventning om utilfredsstillende likviditet, i væsentlig grad formindske virksomhedens handlefrihed og minimere muligheden for at iværksætte attraktive investeringer.

4.4.1 Kortsigtet likviditetsanalyse

Til vurdering af den kortsigtede likviditetsrisiko analyseres udviklingen og niveauet af forholdet mellem virksomhedens omsætningsaktiver og kortfristet gæld, i form af nøgletallet current ratio.

Historisk kortsigtet likviditetsnøgletal	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Likviditetsgrad 1 (current ratio)	1,7	1,3	1,2	1,3	5,0	1,9
Likviditetsgrad 2 (quick ratio)	0,5	0,5	0,4	0,4	1,7	0,8

Tabel 4.9: Historisk kortsigtet likviditetsnøgletal 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Udviklingshastigheden mellem posterne har betydet en faldende nettoarbejdskapital, da kortfristet gæld udgør en relativ større og større andel i forhold til omsætningsaktiverne. Fra at omsætningsaktiverne er ca. dobbelt så store primo perioden falder forholdet til omkring én, ultimo i den analyserede periode. Det uforholdsmæssige store spring år 2011 skyldes nye låneaftaler hvor virksomheden indfriele kortfristede lån til kreditinstitutter og omlagde til langfristede lån til kreditinstitutter. Lånene blev reklassificeret som kortfristet gæld igen i 2012, efter indgåelse af nye låneaftaler med bankerne.

Lignende udvikling ses i nøgletallet quick ratio, som er et mere konservativt mål for likviditetsrisikoen end current ratio nøgletallet. I stedet for omsætningsaktiver i alt indeholder dette nøgletal kun de mest likvide omsætningsaktiver. Niveauforskellen i mellem de to nøgletal illustrerer, at det primært er de mindre likvide omsætningsaktiver, som fx varebeholdninger, der vægter i faldet af nøgletallet current ratio. Udviklingen hænger sammen med virksomhedens fokus på omkostningsminimering og mindskningen af kapitalbindingen. Tilsvarende udvikling på de kortfristede forpligtelser er dog ikke sket, hvilket alt andet lige giver virksomheden en højere kortsigtet likviditetsrisiko.

Budgettering kortsigtet likviditetsnøgletal	E2013	E2014	E2015	E2016	T2017
Likviditetsgrad 1 (current ratio)	1,02	1,01	1,00	0,99	0,99

Tabel 5.0: Budgettering af fremtidig ROE komponenter 2013-2017. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Budgettering af virksomhedens kortsigtede likviditetsnøgletal indikerer, at forholdet mellem omsætningsaktiver og kortfristet gæld ligger på et stabilt niveau og at det indirekte forventes, at ledelsen vil have en større evne til at tilpasse de kortfristede forpligtelser i fremtiden. Dermed vurderes det yderligere, at virksomheden ikke havde en tilstrækkelig forhandlingsstyrke over for kreditinstitutterne, til at kunne omlægge låneaftalerne til langsigtet gæld. For baggrunden til den forventede større forhandlingsevne over for de kortfristede kreditorer, henvises til den langsigtede solvensanalyse.

Samlet set vurderes virksomhedens likviditetsberedskab og –styring at være under pres. Yderligere er der en latent risiko for at uforudsete stød i forbindelse med den langvarige rekonstruktion, kan presse likviditeten og en eventuel uudnyttet kreditfinansiering, til et uacceptabelt niveau for fremmedkapitalinteresserne.

4.4.2 Langsigtet solvensanalyse

Til vurdering af virksomhedens langsigtede solvens analyseres udviklingen og niveauet på solvensnøgletal, fremmedkapitalandelen af den investerede kapital og underliggende risiko i forhold til virksomhedens øvrige finansieringsforhold.

Solvensnøgletal

Historisk langsigtet solvensnøgletal	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rentedækningsgraden	-2,5	2,8	5,2	-0,6	-1,1	0,1

Tabel 5.1: Historisk af langsigtet solvensnøgletal 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Rentedækningsgraden jf. tabel 5.1 viser forholdet mellem virksomhedens driftsindtjening (EBIT) og nettofinansieringsomkostningerne i det analytiske regnskab. En høj og stabil nominel rentedækningsgrad betyder, at resultatet fra virksomhedens drift kan dække renteomkostningerne. Bortset fra 2008-2009 har virksomhedens driftsresultat ikke kunnet dække nettofinansieringsomkostningerne. Udviklingen og niveauet i den historiske periode er stærkt bekymrende for fremmedkapitalinteresserne, da nøgletallet indikerer, at virksomhedens forretningsmodel og finansieringsforhold ikke er levedygtigt på lang sigt under den nuværende kontekst.

Budgettering langsigtet solvensnøgletal	E2013	E2014	E2015	E2016	T2017
Rentedækningsgraden	-2,2	-1,8	-0,8	-0,4	-0,3

Tabel 5.2: Budgettering af langsigtet solvensnøgletal 2013-2017. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Budgettering af den fremtidige rentedækningsgrad jf. tabel 5.2, indikerer, at virksomhedens problemstillinger og det afledtes driftsresultatets manglende evne til at kunne dække nettofinansieringsomkostningerne, fortsætter i hele budgetteringsperioden. Dog forventes en tendens til gradvis forbedring, men den ændrede strategi i virksomheden forventes ikke at kunne genere et tilstrækkeligt driftsresultat. Nøgletallet indikerer, at fremmedkapitalinteresserne allerede på nuværende tidspunkt, bør stille sig kritisk i forhold virksomhedens evne til at overholde de nuværende betalingsforpligtelser, eventuel yderligere finansiering og hvordan denne risiko bør blive afspejlet i de nærmere aftalevilkår.

Fremmedkapitalandelen i forhold til den investerede kapital

Historisk kapitalstruktur (analytisk regnskab)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapitalandel (markedsværdi)	49%	22%	18%	52%	29%	31%
Fremmedkapitalandel	51%	78%	82%	48%	71%	63%

Tabel 5.3: Historisk kapitalstruktur analytisk regnskab 2007-2012. Kilde bilag 1 nøgletalsberegning og bilag 2 analytiske regnskab.

Den væsentligste andel af virksomhedens nettofinansieringsomkostninger vurderes, at udgøre betalingsforpligtelserne til fremmedkapitalen. Udviklingen i kapitalstrukturens fremmedkapitalandel udgør derfor et interessant element, i forhold til at kunne analysere den langsigtede solvensrisiko.

Virksomhedens fremmedkapitalandel har fra 2007-2009 vokset eksplosivt og udgjorde over 80 % af den investerede kapital i det analytiske regnskab. Den efterfølgende nedbringelse af fremmedkapitalandelen i 2010 er finansieret ved primært frasalg af aktiviteter. Men allerede i de efterfølgende år udgjorde fremmedkapitalandelen igen over 70 % af den investerede kapital. Nominelt set er både bærer begge elementer præg af den decideret downsizing jf. bilag 2 og markedsværdien af egenkapitalen er yderligere påvirket af den negative udvikling i aktiekursen jf. afsnit 2.4. Samlet set indikerer niveauet, volativiteten og udviklingen i fremmedkapitalandelen, at virksomhedens gældsgrad udgør en væsentlig risikofaktor og element, i forhold til den fremtidige evne til overholdelse af betalingsforpligtelserne.

Virksomheden giver ikke selv nærmere oplysninger omkring målsætningen for den fremtidige kapitalstruktur, ud over at strukturen skal sikre en langsigtet og lønsom vækst, der medvirker til at koncernen til stadighed er kapitaliseret, så der kan opnås finansiering på sædvanlige og hensigtsmæssige vilkår.³⁶ Som følge af den store volatilitet i fremmedkapitalandelen og usikkerheden i forbindelse med eventuelle fremtidige frasalg af aktiviteter, fastsættes fremmedkapitalandelen i den fremtidige kapitalstruktur til at udgøre 63 % i budgetteringsperioden.

For nærmere beskrivelse af opgørelsen af det analytiske regnskab og markedsværdien af egenkapitalandelen henvises til afsnit 4.2 og 4.4.

³⁶ DLH Årsrapport 2011 s. 22

4.4.3 Risici i forbindelse med virksomhedens finansieringsforhold

Øvrige finansieringsforhold som har indflydelse på den underliggende risiko, er bl.a. udviklingen i fremmedkapitalens lånekarakteristika og sammensætning, i forhold til eksponeringen og følsomheden på eksterne forhold.

I forbindelse med optagelse af rentebærende gæld har virksomheden mulighed for at optage fast- eller variabelt forrentet lån, med kort eller lang løbetid, i dansk eller udenlandsk valuta. Valget af disse forhold og lånenes afdragsprofil, påvirker den finansielle risikoprofil.³⁷ Sammensætningen af gælden bliver yderligere mere relevant og væsentlig, når den finansielle gearing udgør en stigende og relativ volatil andel af den investerede kapital.

Udviklingen i sammensætningen af passivside i den analytiske balance, i forhold til den investerede kapital, er illustreret i 5.4 tabel nedenfor. For nærmere gennemgang af reformuleringen og opstillingen af det analytiske regnskab henvises til afsnit 4.2 og bilag 2.

Common-size Analytisk balance – passiver

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapital (bogført værdi)	42%	45%	31%	37%	56%	64%
Modpost for indregnede eventualforpligtelser	-4%	-4%	-6%	-8%	-8%	-15%
Egenkapital i alt	38%	41%	25%	29%	47%	50%
Indregning af eventualforpligtelse - genbeskatningsforpligtelse fra Brasilien	3%	3%	5%	6%	6%	10%
Indregning af eventualforpligtelse - tidligere frasalgt af ikke-kerneaktivitet	1%	1%	0%	1%	2%	5%
Kreditinstitutter langfristet	24%	2%	0%	0%	38%	0%
Operationel leasing reformuleret langfristet	2%	5%	7%	11%	10%	5%
Kreditinstitutter kortfristet	41%	45%	59%	64%	1%	38%
Operationel leasing reformuleret kortfristet	0%	1%	2%	1%	1%	1%
Ansvarlig lånekapital	4%	3%	6%	4%	3%	2%
Andre forpligtelser	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Aktiver bestemt for salg, netto	-12%	0%	-4%	-17%	-7%	-1%
Andre kapitalandele og værdipapirer	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Likvider finansielle aktiver	-1%	-1%	-1%	0%	-2%	-9%
Nettorentebærende gæld	62%	59%	75%	71%	53%	50%
Investeret kapital	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabel 5.4: Common-size af analytisk balance – passiver 2007-2012. Kilde bilag 2 analytiske regnskab.

³⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere kapital 8

I forhold til det fremadrettede perspektiv af den underliggende eksponering og følsomhed, forudsættes det, at der ikke vil ske væsentlige ændringer i de underliggende markedsforhold og finansieringsforhold.

Af common-size tabellen fremgår det, at de væsentligste rentebærende elementer i den analytiske balance, udgør kortfristet og langfristet gæld til kreditinstitutter. I den undersøgte periode har den kortfristede gæld til kreditinstitutter udgjort en stadig større andel i forhold til den investerede kapital. Gæld til kreditinstitutter i alt udgjorde ca. 65 % af den investerede kapital i 2007, hvoraf over 40 %-point af disse stammede fra kortfristet gæld. Langfristet gæld er i perioden blevet erstattet af kortfristet gæld til kreditinstitutter, som udgjorde hele 64 % af den investerede kapital i 2010. I forbindelse med den større rekapitalisering og omstrukturering af virksomheden, blev den kortfristede gæld til kreditinstitutter omlagt til langfristet gæld i 2011 og reklassificeret tilbage igen i 2012.

Noteoplysninger i virksomhedens årsrapport 2012 note 22, vedrørende gæld til kreditinstitutter viser, at fremmedfinansieringen fra kreditinstitutter primært består af Nordea Bank Danmark A/S, Danske Bank A/S og FIH Kapitalbank A/S. De væsentlige dele af fremmedkapitalen finansieres dermed af få interessenter, som alt andet lige, besidder en stærk forhandlingsmagt over virksomheden. Virksomhedens ugunstige forhandlingssituation illustreres ligeledes fra noteoplysninger om adskillige covenants, hvor der bl.a. stilles krav om niveauet i de finansielle nøgletal samt krav om frasalg af virksomhedens aktiver og aktiviteter, for at virksomheden kan reducere den rentebærende gæld.

Virksomhedens pressede finansielle situation ses bl.a. via den omfattende rekapitalisering og gentagende væsentlige ændring af gældsstrukturen. Baggrunden for disse ændringer af gældsstrukturen vurderes delvis at være afledt af gældsindfrielsen, som følge af frasalg af aktiviteter og delvist som følge af, at virksomheden ikke har kunnet overholde covenants i finansieringsaftalerne fra bankerne. Covenantsene opstilles på grundlag af niveauet i bl.a. EBITDA, nettorentebærende gæld og solvensgraden. Opfyldelsen af virksomhedens drifts- og likviditetsbudget samt strategiplaner er en væsentlig forudsætning for overholdelse af bankaftalen, idet brud på covenants indebærer, at aftalen kan opsiges af bankkonsortiet og virksomheden lever dermed på bankernes nåde.³⁸

³⁸ DLH Årsrapport 2012 side 78-79 og <http://aktieugebrevet.dk/nyheder/DLH-presses-haardt-af-bankerne>

Der forelægger ikke nærmere oplysninger omkring den primære afdragsform på gælden. Noterne oplyser dog, at den langfristede gæld til kreditinstitutter og ansvarlige lånekapital har forfaldstidspunkt mellem 1-5 år fra skæringstidspunktet ultimo 2011. Der er dermed ikke tale om en særlig lang løbetid for den væsentlige finansieringskilde, hvorfor refinansieringsrisikoen for virksomheden må betegnes som høj. Denne vurdering skal ses i forhold til at markedet virksomheden agerer på, er stærkt påvirket af den finansielle krise jf. afsnit 3, hvilket afspejles i udviklingen i rentabiliteten jf. afsnit 4.3. Dermed bliver det sandsynligvis problematisk for virksomheden at refinansiere de korte lån, som udgør langt størstedelen af fremmedkapitalen, til identiske eller forbedrede vilkår. Refinansiering på mindre gunstige vilkår, vil betyde et mærkbart stød på den finansielle fleksibilitet og likviditet.

Renterisici

Renteeksponeringen fra virksomhedens finansielle forpligtelser, som udgør ca. 570 MDKK pr. 31-12-2011³⁹, er primært relateret til den korte pengemarkedsrente, da finansieringen fra kreditinstitutterne er med variable rente. Analysen af virksomhedens WACC jf. afsnit 6, viser en historisk lav rente i den undersøgte periode, hvilket alt andet lige, er en væsentlig komponent i forhold til fremmedkapitalens rentekrav. Set i forhold til at renten fra kreditinstitutterne og den ansvarlige lånekapital, udgør hhv. 4-6 % og 5-8 % ultimo 2011, kan det historiske selskabsspecifikke renterisikotillæg ses som en indikator for at fremmedkapitalinteressenterne har adresseret virksomhedens iboende risiko som værende relativ høj.

Noterne oplyser, at rentefølsomheden er relativ begrænset ved det nuværende lave renteniveau. En rentestigning på 1 %-point vil betyde en negativ resultateffekt på ca. -2 MDKK. Virksomheden oplyser, at renterisikoen afdækkes ved indgåelse af renteswaps, hvor variabelt forrentet lån omlægges til fastforrentet lån. Renteafdækningens løbetid oplyses dog til at være meget kort på under 3 måneder, hvorfor virksomhedens stadig har en væsentlig renterisiko og refinansieringsrisiko, såfremt renten stiger over en længere tidshorisont. Samtidig vurderes det, at den negative resultateffekt i tilfælde af en rentestigning, vil være væsentlig større såfremt rentestigningen udgør ca. 2-4 %-point.

³⁹ DLH Årsregnskab 2011 note 22 side 83-85

Valutarisici

Ud af virksomhedens finansielle forpligtelser på ca. 570 MDKK⁴⁰ er ca. 65 % eksponeret mod EUR, 25 % mod USD og 10 % på øvrige valutaer. Følsomheden mod ændringer i EUR-valutakursen vurderes at være minimal, da DKK er bundet op på denne. Øvrige valutakursrisici dækker virksomheden primært ved indgåelse af valutakontrakter. Virksomhedens væsentligste valutaeksponering er mod USD, som i tilfælde af en +/- 10 % ændring i valutakursen, vil betyde en afledt effekt på 2,2 MDKK i resultatopgørelsen og 8,9 MDKK på egenkapitalen. Virksomhedens eksponering mod valutakursændringer er dermed relativ høj og fremmedkapitalinteressenterne bør overveje effekten en ugunstig valutakursudvikling ved indgåelse og revurdering af deres finansiering til virksomheden.

Finansiering optaget i fremmed valuta medvirker alt andet lige til en øget finansiell risiko. Set i forhold til at størstedelen af virksomhedens pengebinding og afsætning er beliggende i udlandet, kan valget af sammensætningen dog være medvirkende til en form for indbygget valutarisikoafdækning, der reducerer den samlede finansielle risiko, på en relativ effektiv måde.

⁴⁰ DLH Årsregnskab 2011 note 22 side 83-85

5. SWOT-analyse

SWOT-analysen er delkonklusionen på den eksterne og interne analyse. Formålet er at skabe overblik og sammenhæng over virksomhedens interne og eksterne kontekst, i form af hhv. virksomhedens styrker/svagheder og muligheder/trusler.

Styrker	Svagheder
- Effektiv logistik og fokus på omkostningsminimering - Stor forsyningssikkerhed i den indgående logistik	- Lav og faldende rentabilitet, med højt omkostningsniveau - Høj gældsgrad - Højt ejer- og fremmedkapitalafkastkrav - Høj eksponering og følsom for ændringer i underliggende risiko
Muligheder	Trusler
- Relativ god forhandlingsmagt over et højt antal leverandører - Vækstmuligheder på de fremtidige asiatiske markeder	- Faldende efterspørgsel og vækstmuligheder nuværende europæiske markeder - Svag forhandlingsmagt over for kunder - Høj konkurrenceintensitet i branchen - Stigende renter

Tabel 6.5 SWOT-oversigt. Egen tilvirkning.

Som det fremgår i tabellen har virksomheden flere væsentlige svagheder og trusler end styrker og muligheder. De væsentligste punkter fra ovenstående analyser bliver opsummeret i tabel 6.5 og sammenfattet nedenfor.

Som analyseret i den eksterne analyse har virksomhedens omverdens-, branche og efterspørgselsforhold ændret sig væsentligt i den undersøgte periode. Den finansielle krise har på virksomhedens nuværende primære markeder, betydet et fald i efterspørgslen, en afledt øget konkurrenceintensitet i branchen og med en bibeholdelse af politiske og miljømæssige krav, er den eksterne kontekst alt andet lige forværret i den undersøgte periode.

På trods af en relativ stor og stabil indgående logistik og leverandørsikkerhed, har virksomheden ikke formået at nedbringe indkøbsomkostninger i væsentlig grad. Bl.a. som følge af virksomhedens udifferentierede- og standardiserede produkter har virksomheden en svag forhandlingsmagt over for kunderne.

Den interne analyse viser med alt tydelighed, at virksomheden er presset på flere fronter af høj og dyr fremmedfinansiering. Eventuel tilgang af ekstra kapital og likviditet fra egenkapital- og fremmedkapitalinteresser er meget usandsynlig og udtømt. Samtidig generer driften lav eller negativ rentabilitet.

Virksomhedens utilstrækkelige strategisk fit, reaktive reaktioner på den ændrede kontekst og ikke-eksisterende konkurrencefordel, forstærkes og giver afledte negative effekter på virksomhedens handlefrihed fra den høje gældsandel og likviditetspres, bl.a. som følge af dyre finansieringsomkostninger og den lave rentabilitet. Samtidig er virksomheden meget eksponeret og følsom, overfor ændringer i fx en stigende rente eller øvrige eksterne forhold.

Analysen samt de implicite modelproblemstillinger og fokusområder, illustrer den røde tråd og sammenhængen mellem teori og praksis samt deres begrænsninger og kritikpunkterne, som opstår når relative simple teoretiske modeller skal forklare en kompleks virkelighed. De valgte analyser og fremførte elementer opgaven igennem er netop udvalgt for at identificere og analysere dette område i forhold til den valgte problemstilling, jf. afsnit 1.3.

6. Kvantificering af den underliggende risiko via WACC

Estimeringen af virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalafkastkrav fra ejerne og långiverne (WACC), anvendes som en sammenfattet vurdering og kvantificering af den underliggende risiko i virksomheden. I forhold til opgavens problemstilling er særligt sammensætningen og trenden i den underliggende risiko og de afledte afkastkrav, interessant i forhold til at kunne vurdere hvilke risici og forhold som er væsentlige for fremmedkapitalinteressenterne. Samtidig har niveauet i afkastkravet en høj grad af sammenhæng til den underliggende risiko i virksomheden. Alt andet lige vil en større samlet underliggende risiko resultere i større afkastkrav.

Analyserne foretager en samlet vurdering af kapitalindskydernes afkastkrav, som både udgøres af ejerne og långiverne. Den samlede vurdering udarbejdes da långiverne har behov for at se på den samlede risiko i virksomheden, for at kunne vurdere virksomhedens evne til at kunne overholde sine forpligtelser.

I de efterfølgende afsnit vil det teoretiske grundlag og de enkelte elementer blive analyseret for at beregne WACC'en.

6.1 Teoretisk grundlag for kvantificeringen af den underliggende risiko via WACC

Teorierne nedenfor bygger på såkaldte proportioner fra Franco Miller og Merton Modigliani (M&M), hvor efterfølgende proportioner får tilføjet yderligere argumenter.⁴¹

Miller og Modigliani proportion 1 (M&M1) – uden og med skat

M&M's første proportion udleder at risikoen er uafhængig af den valgte kapitalstruktur, såfremt det forudsættes, at der ikke eksisterer skat, konkursomkostninger, arbitrage eller øvrige afledte effekter på virksomhedens operative performance. Virksomhedens værdi, i proportion 1 uden skat, er dermed ikke afhængig af den valgte gearing.

Såfremt forudsætningen omkring skat fjernes, bliver virksomhedens afkastkrav fra fremmedkapitalen reduceret med det afledte skatteskjold. Virksomhedens værdi, i proportion 1 med skat, er dermed afhængig af den valgte gearing og virksomheden skal blive ved med at låne indtil det marginale skatteskjold ikke længere er positivt.

⁴¹ Corporate Finance Fundamentals s. 571

Miller og Modigliani proportion 2 (M&M2) – uden og med skat

M&M's andet argument udleder, at risikoen er afhængig af den valgte kapitalstruktur, som følge af egenkapitalen er efterstillet fremmedkapitalen i tilfældet af en konkurs. En forøget gearing vil yderligere øge risikoen for at virksomheden ikke vil kunne tilbagebetale lånet. Den ekstra antagelse vil alt andet lige betyde et større afkastkrav fra egenkapitalen og forholdet kan udtrykkes ved ligningen nedenfor. Ligningen viser at afkastkravet stiger proportionalt med gearingen. Ligningen nedenfor er inkl. antagelsen omkring skat eksisterer, såfremt denne antagelse fjernes skal $(1-t_c)$ leddet elimineres i ligningen.

$$K_e = K_a + (K_a - K_d) * \frac{D}{E} * (1 - t_c)$$

Hvor

K_e = Afkastkrav på egenkapital

K_a = Afkastkrav på samtlige aktiver for en virksomhed uden gæld

K_d = Afkastkrav på gæld

D = Størrelsen af gæld (netto rentebærende gæld)

E = Størrelsen af egenkapital

t_c = Skatteprocenten

WACC - uden og med skat

Via en omskrivning af ovenstående forhold kan virksomhedens samlede vægtede afkastkrav udledes i form af WACC. Optimering af virksomhedens værdi sker ved minimering af det samlede vægtede afkastkrav fra ejerne og långiverne. Formlen for estimering af WACC, ses i ligningen nedenfor.⁴² Ligningen nedenfor er inkl. antagelsen omkring skat eksisterer, såfremt denne antagelse fjernes skal leddet $(1-t_c)$ elimineres i ligningen.

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

⁴² FSR s. 50

WACC – inkl. konkursomkostninger og illikviditetstillæg

Ovenstående M&M propositioner og den underliggende teori, bør anses som en forsimpning af virkelighedens kompleksitet. Da teorierne i efterfølgende afsnit anvendes i praksis, imødegås disse begrænsninger ved at tilføje ekstra udvalgte elementer, som anvendes til at skabe et forbedret analysegrundlag af den underliggende risiko. Overvejelserne af de ekstra udvalgte elementer, i forhold til virksomhedens konkrete situation, bliver analyseret i afsnittene nedenfor.

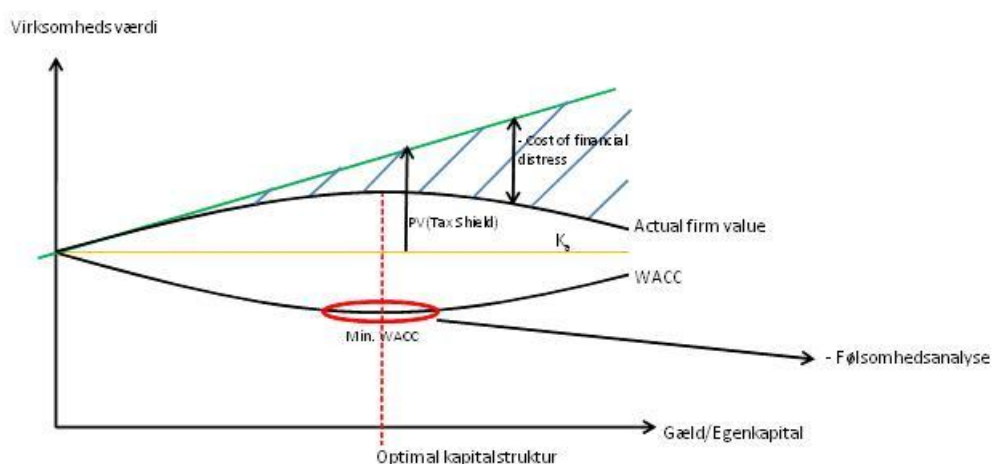
De ovenstående teorier lader det stå uklart hvorledes virksomhedens afkastkrav bliver direkte påvirket af muligheden for konkurs. Som et tillæg til udgangspunktet hvor risikoen er afhængig af den valgte kapitalstruktur og en forøget gearing vil øge risikoen for at virksomheden ikke vil kunne tilbagebetale lånet, opstår et behov for at kvantificere påvirkningen fra konkursrisikoen financial distress risikoen. Financial distress risikoen medfører at prisen for yderligere gæld alt andet lige stiger.⁴³

I praksis observeres ofte et tillæg til afkastkravet for mindre og unoterede aktier, da investoren ønsker at blive kompenseret for eventuelle direkte og indirekte omkostninger, afledt fra usikkerheden om manglende dybde i aktieomsætningen.⁴⁴

Figuren nedenfor viser et overblik over sammenhængen og forskellen mellem det udvalgte teoretiske grundlag. Dermed ses forskellen i værdi på et selskab med gælds og ikke-gældsfinansiering, som den vertikale forskel på K_a og Actual firm value. Denne forskel er afledt af skatteskjoldets betydning for virksomhedens værdi og omkostninger, der er forbundet med konkursrisikoen. Yderligere er det illustreret, at selskabets værdi er maksimeret ved samme gearing som medfører minimal WACC og at en følsomhedsanalyse vedrørende WACC'er foretages.

⁴³ Joseph Stiglitz: Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem

⁴⁴ FSR s. 60-61



Figur 5.5: Virksomhedens værdi som funktion af gearing, skatteskjold og konkursomkostninger.

Kilde: Principles of Corporate Finance s. 504. Egen tilvirkning.

6.2 Virksomhedens kapitalstruktur

Virksomhedens kapitalstruktur viser forholdet mellem egenkapitalen og fremmedkapitalen. I forhold til beregning af virksomhedens kapitalstruktur er der taget udgangspunkt i markedsværdier og estimeret i løbende priser. Den nettorentebærende gæld er opgjort til dagsværdier jf. virksomhedens anvendte regnskabspraksis og værdierne er anvendt som estimat for markedsværdien af gælden. Markedsværdien af egenkapitalen er udledt i tabellen nedenfor og anses som et bedre estimat for virksomhedens værdi end den bogførte værdi, da markedsværdien bl.a. inkluderer fremtidige forventninger til værditilvæksten i virksomheden. Den historiske kapitalstruktur ses i tabellen nedenfor.

Historisk kapitalstruktur	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiekurs pr. d. 31.12 kr. /stk	91	26	17	31	6	4
Antal udestående aktier tusind stk.	18.438	18.179	17.652	35.347	47.331	53.384
Markedsværdi af egenkapital	1.669	473	291	1.085	303	207
Nettorentebærende gæld	1.755	1.633	1.296	1.009	734	468
Markedsværdi egenkapitalandel	49%	22%	18%	52%	29%	31%
Fremmedkapitalandel	51%	78%	82%	48%	71%	69%

Tabel 5.6: Udvikling og niveau i den historiske kapitalstruktur 2007-2012. Egen tilvirkning.

Generelt er virksomhedens gældsandel stigende og ligger på et meget højt niveau. Den historiske periode bærer dog præg af relative store udsving, hvilket primært er skyldes salg af ikke-kerne aktiviteter som anvendes til indfrielse af fremmedkapitalen. Yderligere er markedsværdien af egenkapitalen påvirket via ændret aktieklasser og kapitaludvidelser, hvilket særligt gør sig gældende i 2010. På trods af de væsentlige ændringer som sker i forbindelse med virksomhedens omstrukturering, ses en gældsandel på omkring 70 % i slutningen af den historiske periode.

Virksomheden oplyser, at det overordnede mål med kapitalstrukturen er at sikre en langsigtet understøttelse af lønsom vækst og at virksomheden til stadighed er tilstrækkelig kapitaliseret således at der kan opnås finansiering på hensigtsmæssige vilkår.⁴⁵ Som følge af den relative store volativitet i den historiske fremmedkapitalandelen og usikkerheden i forbindelse med eventuelle fremtidige frasalg af aktiviteter, fastsættes fremmedkapitalandelen implicit i den fremtidige kapitalstruktur til at udgøre 63 % i budgetteringsperioden 2013-2017.

6.3 Estimering af fremmedkapitalafkastkrav efter skat

Fremmedkapitalens afkastkrav (k_d) er det afkast långiver kræver, for at stille kapital til rådighed for DLH. Estimeringen af fremmedkapitalens afkastkrav er afledt af den strategiske, driftsmæssige og finansielle risiko, der er analyseret tidligere i besvarelsen. Der er således en rød tråd mellem udviklingen af de forskellige faktorer og de afledte nøgletal.⁴⁶ Estimeringen af fremmedkapitalafkastkravet ses i ligningen nedenfor og udledes ved hjælp af den risikofrie rente, det selskabsspecifikke risikotillæg og selskabsskattesatsen.⁴⁷

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

Hvor

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikke risikotillæg

t_c = selskabsskattesats

⁴⁵ DLH Årsrapport 2011 s. 22

⁴⁶ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 246

⁴⁷ FSR: s. 53

Opgørelse af den risikofrie rente

Opgørelsen af den risikofrie rente sker på baggrund af et risikofrit papir med en tidshorisont, der afspejler de fremtidige pengestrømme. Tidshorisonten afspejler de fremtidige pengestrømme uagtet at virksomheden primært er finansieret med relativ kortvarig gæld.⁴⁸ Til estimering af den risikofrie rente anvendes den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation. Den anvendte risikofrie rente pr. år ses i tabellen nedenfor.⁴⁹ Det forudsættes, at den risikofrie rente vil opleve en relativ jævn stigning i budgetperioden. Den opgjorte risikofrie rente anvendes ligeledes i forbindelse med estimeringen af ejerafkastkravet.

Opgørelse af den selskabsspecifikke risiko

For at estimere og kvantificere den selskabsspecifikke risiko anvendes niveauet og udviklingen i virksomhedens estimerede kreditrating i den undersøgte periode. Udarbejdelsen af den selskabsspecifikke kreditrating fremgår af bilag 5 og beregningen foretages på baggrund af Standard & Poor's adjusted key industrial financial ratios.⁵⁰ Tabellen nedenfor gengiver det selskabsspecifikke tillæg i den historiske periode og det fremgår, at udviklingen i virksomhedens nøgletal viser en tendens til stigende risikotillæg. Det selskabsspecifikke risikotillæg i budgetperioden er estimeret som det største af rating estimeringen og forskellen mellem den estimerede effektive lånerente i den estimerede risikofrie rente i budgetperioden.

Opgørelse af selskabsskattesatsen

Fremmedkapitalafkastkravet skal korrigeres for skatten. Som følge af analysen i afsnit 2 og afsnit 4.4.3 er det som udgangspunkt nødvendigt at korrigere for de forskellige lokale skattesatser, da virksomheden har aktiviteter og finansieringskilder i udlandet. Virksomhedens høje internationaliseringsgrad og de relative få informationer, som effektivt kan indhentes, vedrørende aktiviteten og lånene i udlandet, taler for at anvende den effektive skattesats som en approksimation. Såfremt den effektive skattesats anvendes forudsættes det dog implicit, at virksomhedens låneomkostninger er fordelt efter den geografiske placering af virksomhedens driftsmæssige indtjening. Jf. afsnit 2 vurderes dette ikke at være tilfældet. Den danske selskabsskattesats på 25 % anvendes derfor som bedste approksimation.

⁴⁸ FSR s. 52 og DLH Årsrapport 2012 note 21 og 22

⁴⁹ Kilde: <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1280>

⁵⁰ Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 244 ff.

Opgørelse af fremmedkapitalafkastkravet efter skat

Fremmedkapitalafkastkravet efter skat og de underliggende faktorer fremgår i tabel 5.7 nedenfor:

Historisk Kd	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Risikofri rente (Rf)	4,3%	4,2%	3,2%	2,8%	2,7%	1,6%
Selskabsspecifikke risiko (Rs)	3,7%	3,7%	3,7%	4,5%	3,7%	4,5%
Skattesatsen (tc)	28%	25%	25%	25%	25%	25%
Fremmedkapital afkastkrav (Kd)	5,7%	5,9%	5,2%	5,4%	4,8%	4,5%

Budgetperiodens Kd	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Risikofri rente (Rf)	1,5%	1,8%	2,0%	2,5%	3,0%
Selskabsspecifikke risiko (Rs)	5,0%	4,8%	4,5%	4,0%	3,7%
Skattesatsen (tc)	25%	25%	25%	25%	25%
Fremmedkapital afkastkrav (Kd)	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%

Tabel 5.7: Udvikling og niveau i virksomhedens historiske og budgetterede fremmedkapitalafkastkrav. Egen tilvirkning.

Jf. den eksterne og øvrige interne analyse er virksomhedens underliggende risiko stigende i perioden. Som udgangspunkt bør den stigende risiko give anledning til øgede afkastkrav, men beregningen af det samlede fremmedkapitalafkastkrav efter skat i tabel 5.7 er relativ faldende og stabil i den undersøgte periode.

Financial Distress tillæg til modellen

For at imødegå denne kontrast og det generelle formål med modellen, som er at estimere afkastkravet fra fremmedkapitalen som virksomheden kan finansiere sine aktiviteter til, vurderes det at modellens omfang skal udvides. Udvidelse sker i form af et tillæg til fremmedkapitalafkastkravet som primært er værdiansat ud fra en subjektiv commonsense betragtning af den underliggende risiko⁵¹, samt via niveauet og udviklingen i den overordnede screening efter financial distress jf. Altman's Z-score afsnit 4. Tillægget betegnes som 'Financial Distress tillæg' (FD-tillæg), men tillægget kan ikke direkte sammenlignes med en isoleret kvantificering af virksomhedens konkursomkostninger jf. teoriafsnittet 6.1. Der er dog flere implicite og overlappende elementer imellem det anvendte tillæg og de teoretiske konkursomkostninger, men såfremt der alene var tale om et konkursomkostningstillæg, ville tillægget alt andet lige skulle tilgå som en direkte eller indirekte faktor til det samlede WACC eller i højere grad være tilknyttet ejerafkastkravet, da disse krav er residualnydere efter fremmedkapitalen i tilfælde af en konkurs.

⁵¹ FSR s. 58 anvendt som fortolkningsbidrag til commonsense betragtningen

I den ideelle teoretiske verden ville konkursomkostningerne være direkte mål- og kvantificerbare. I den ideelle praktiske verden ville denne usikkerhed fx være inkluderet som en del af det selskabsspecifikke tillæg i modellen. Behovet for FD-tillægget i den reelle praktiske verden kan dermed anses som en indirekte kritik af den simple og mekaniske metode til kvantificering af virksomhedens fremmedkapitalafkastkrav.

Det vurderes, at den korrigerede model er mere valid i forhold til at afspejle den reelle underliggende risiko i virksomheden, hvorfor fremmedkapitalafkastkravet som anvendes i den fremadrettede analyse er inkl. FD-tillægget og fremgår i tabel 5.8 nedenfor. Den marginale effekt af FD-tillægget, på den samlede WACC, ses i et særskilt scenarie i afsnit 6.5.

Financial Distress tillæg	2007	2008	2009	2010	2011	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
FD-tillæg	0,0%	2,3%	3,0%	2,0%	1,8%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
Kd – inkl. FD-tillæg	5,7%	8,2%	8,2%	7,4%	6,5%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,5%

Tabel 5.8: Financial Distress tillægget og fremmedkapitalafkastkravet inkl. FD-tillæg. Egen tilvirkning.

Et yderligere forhold som har en markant effekt på fremmedkapitalafkastkravet i tabel 5.8 er den faldende risikofrie rente i den historiske periode. For at isolere og analysere den marginale effekt fra udviklingen i den risikofrie rente, er der i afsnit 6.5 udarbejdet et scenarie hvor WACC'en har en risikofri rente på niveau med 2008. For nærmere gennemgang og analyse henvises til afsnit 6.5.

6.4 Estimering af ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav (k_e) er det afkast ejerne kræver for at investere i virksomheden. Estimeringen af ejernes afkastkrav er afledt af den strategiske, driftsmæssige og finansielle risiko, der er analyseret tidligere i besvarelsen. Til estimering af ejernes afkastkrav anvendes Capital Asset Pricing Modellen (CAPM). Ligningen for ejerafkastkravet som ses nedenfor og bliver ofte beregnet Security Market Line (SML).⁵² Modellen er en funktion af den risikofrie rente og et risikotillæg, der består af sammenhængen mellem den enkelte virksomheds aktieafkast og afkastet for hele markedsporteføljen. De enkelte led i modellen bliver gennemgået nedenfor.

$$k_e = r_f + \beta[r_m - r_f] + \text{illikviditetstillæg}$$

⁵² Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 217

Hvor

k_e	= ejernes afkastkrav
r_f	= risikofrie rente
β	= egenkapitalens systematiske risiko
r_m	= afkast på markedsporteføljen
Illikviditetstillæg	= afkastkravets tillæg ved begrænset likviditet i aktien

CAP-modellen bygger bl.a. på følgende forudsætninger:

- 1) Investorerne har homogene forventninger mht. aktiverne og der er fuld information og fuldkommen konkurrence.
- 2) Investorerne er rationelle, risikoaverse og vil maksimere forventet afkast i forhold til en given risiko.
- 3) Alle investorer kan låne og udlåne til den risikofrie rente.
- 4) Der er ingen transaktionsomkostninger eller øvrige handelsbegrænsninger.
- 5) Der er tale om en statisk én periodes model.⁵³

Ingen af forudsætningerne eksisterer i praksis. På trods af modellens svagheder viser empiriske undersøgelser at modellen er i stand til at forklare mere end 70 % af egenkapitalkravet, hvorfor modellen stadig vurderes, at kunne anvendes som et værktøj til at kunne estimere ejernes afkastkrav.⁵⁴

Opgørelse af beta

Beta (β) beskriver den systematiske og relative risiko for virksomheden i forhold til markedsporteføljens risiko. Som følge af CAP-modellens grundlæggende teori skal investoren kun betale for den risiko der ikke kan diversificeres væk, denne andel betegnes den systematiske risiko. Andelen af den samlede risiko som kan bortdiversificeres, betegnes som den usystematiske risiko. Ejerafstkravet stiger ved stigning i den systematiske risiko. Modellen fremgår i ligningen nedenfor og er en funktion af forholdet mellem kovarians af virksomhedens og markedsporteføljens aktiekurs og variansen på markedsporteføljen. De enkelte led i modellen bliver gennemgået nedenfor.⁵⁵

⁵³ Financial Statement Analysis s. 325

⁵⁴ Kilde: A Statistical Comparison of the CAPM to the Fama-French Three Factor model and the Carhart's Model. s. 23

⁵⁵ Financial Modeling s. 55

$$\beta = \frac{Cov(r_{stock}, r_m)}{Var(r_m)}$$

Hvor

β = beta

$Cov(r_{stock}, r_m)$ = kovariansen mellem virksomhedens og markedsporteføljens aktiekurs

$Var(r_m)$ = variansen på markedsporteføljen

Modellen bygger bl.a. på følgende definitioner:

Beta = 0: risikofri investering

Beta = 1: investeringen har samme risiko som markedsporteføljen

Beta < 1: investeringen har mindre risiko end markedsporteføljen

Beta > 1: investeringen har større risiko end markedsporteføljen⁵⁶

Virksomhedens beta er estimeret ved simpel regression af aktiekursafkastet på Small Cap indekset og aktiekursafkastet fra DLH i perioden 31-12-2006 til 31-12-2012. For at skabe et forbedret analysegrundlag, i forhold til at identificere eventuel effekt fra det enkelte års ændringer i den driftsmæssige og finansielle risiko, er beta pr. år blevet beregnet fra 31-12-2006 til det pågældende skæringstidspunkt. Resultatet af betaberegningerne pr. år ses i tabel 5.9 nedenfor. Metodegennemgangen nedenfor er identisk for alle beregninger. Der foretages en nærmere analytisk gennemgang af betaberegningen ultimo 2012, da denne beregning omfatter hele den undersøgte historiske periode.

Beregningen af beta sker på baggrund af månedlige aktiekursafkast. Derved bliver det nominelle niveau i aktiekursen og støj fra daglig handel mindsket. Målingsperiodens længde er valgt for at sikre et tilstrækkelig stort antal observationer.⁵⁷

Anvendelse af Small Cap indekset som markedsindeks kan give anledning til visse problemstillinger, særligt i forhold til at nationale indeks kan være biased mod visse industrier og mindre aktieindeks kan være mindre likvide.

⁵⁶ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 218

⁵⁷ KGW s. 314

Det ligger uden for opgavens omfang at analysere eventuel påvirkning af denne bias. Set i forhold til at det anvendte markedsindeks indeholder en relativ bred portefølje af industrier og et relativt stort antal enkeltsekskaber, vurderes dette forhold ikke at påvirke analyserne i væsentlig grad. Påvirkningen ved eventuel anvendelse af andet markedsindeks, vurderes at være omfattet i de beregnede følsomhedsanalyser jf. afsnit 6.6. Forholdet vedr. muligheden for illikviditet bliver nærmere behandlet i indeværende afsnit nedenfor, hvortil der henvises.⁵⁸

Opgørelsen af beta i budgetperioden sker på baggrund af det historiske niveau og via en skønsmæssig vurdering i forhold til den fremadrettede risiko i virksomheden, som er analyseret i de foregående afsnit.

Problematikken i forhold til anvendelsen af ex-post data til estimering af ex-ante faktorer, er særlig relevant, da virksomheden er i gang med en omfattende ændring, som både berører den driftsmæssige og finansielle risiko.

Den skønsmæssige usikkerhed, i forhold til budgetperiodens beta, kan som udgangspunkt ikke mindskes væsentligt ved yderligere analyser, da modellen ikke kan blive bedre end de implicitte forudsætninger, som i sagens natur har en stor usikkerhed tilknyttet. Den marginale effekt ved eventuel ændret fremtidig beta, vurderes at være sammenlignelige i budgetperioden, som i de beregnede følsomhedsanalyser pr. 2012 jf. afsnit 6.6.

Nærmere analytisk gennemgang af beta for den historiske periode foretages nedenfor. I forhold til opgavens problemstilling ligger det ud over afgrænsningen, at analysere det statistiske datagrundlag eller foretage nærmere gennemgang af de metodemæssige forudsætninger i den anvendte model.

⁵⁸ KGW s. 312-316

Figur 5.9 Opgørelse af virksomhedens beta via simpel regressionsanalyse i perioden 2007-2012

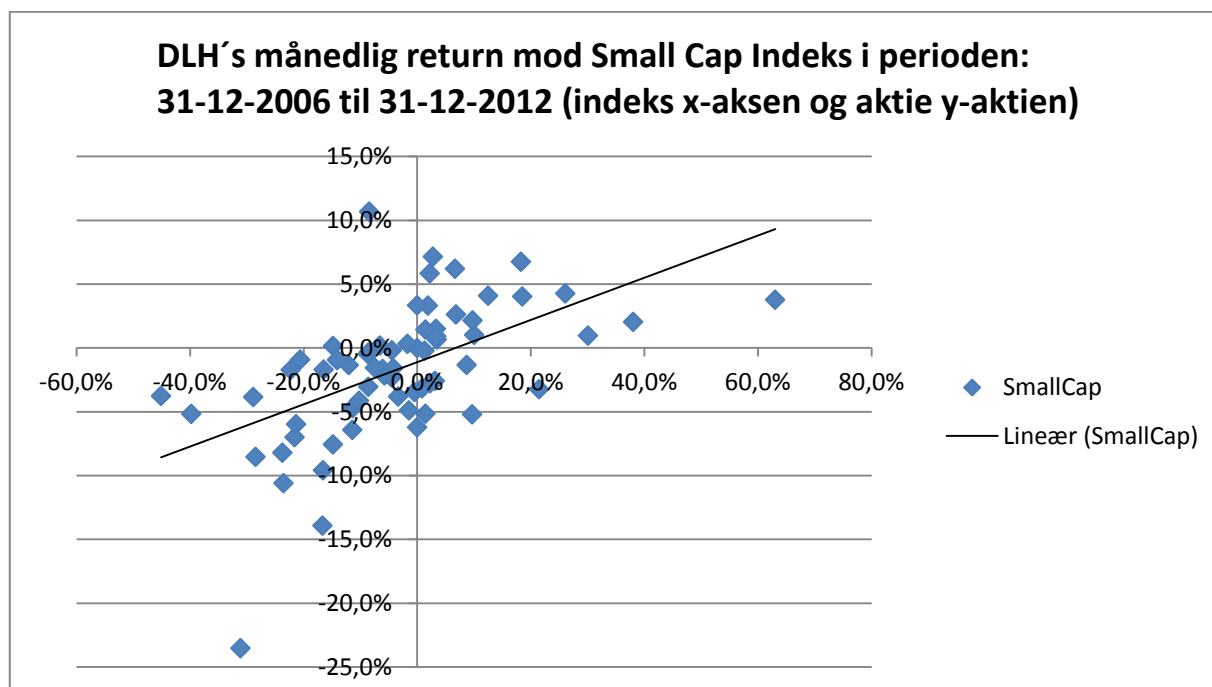
RESUMEOUTPUT

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel R	0,552
R-kvadreret	0,304
Justeret R-kvadreret	0,293
Standardfejl	0,147
Observationer	72,000

ANAVA

	<i>Fg</i>	<i>SK</i>	<i>MK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans F</i>
Regression	1,000	0,606	0,606	27,998	0,000
Residual	70,000	1,385	0,022		
I alt	71,000	1,990			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Øvre 95%</i>
Skæring	-0,004	0,019	-0,204	0,839	-0,042	0,034
X-variabel 1	1,776	0,348	5,291	0,000	1,145	2,535



Figur 5.9: Opgørelse af virksomhedens beta via simpel regressionsanalyse i perioden 2007-2012. Egen tilvirkning.

Figur 5.9 viser regressionsoutputtet for hele den historiske periode. 'R-kvadreret' (forklaringsgraden) udgør 0.304, hvilket er ensbetydende med at ca. 30 % af virksomhedens totale risiko kommer fra bevægelser i markedet. Restrisikoen på ca. 70 % er tilknyttet virksomhedens risiko. Fordelingen af den totale risiko, er medbestemmende til opgavens struktur og vægt mod virksomhedsspecifikke risikoanalyser jf. afsnit 1.4.

Beta på det pågældende skæringstidspunkt og tidshorisont er beregnet til at udgøre 1,78 jf. figur 5.9. Støj på betaestimeringen aflæses i rubrikkerne 'Nedre 95 %' og 'Øvre 95 %'. Konfidensintervallet viser, at den opgjorte beta med 95 % sandsynlighed ligger indenfor et interval på hhv. 1,145 og 2,535.⁵⁹

Alle de udarbejdede regressionsanalyser i den historiske periode, resulterer i et betaestimat med relativ lav forklaringsgrad og en forholdsvis stor bredde i det opgjorte konfidensinterval. Forholdene er medvirkende til at indikere behovet for følsomhedsanalyserne og viser usikkerheden i betaestimeringen jf. afsnit 6.6.

Niveauet og udviklingen i betaberegningerne jf. tabel 5.9 nedenfor viser, at virksomhedens aktiekursafkast er mere volatil end markedsporteføljen og generelt stigende samt svingende i perioden, hvilket er i overensstemmelse med aktiekursudviklingen i figur 2.2. Forholdene medvirker til at ejerafkastkravet stiger.

Opgørelse af markedsporteføljens risikopræmie

Markedsporteføljens risikopræmie ($r_m - r_f$) udgør forskellen mellem afkastet på markedsporteføljen og den risikofrie rente. Faktoren er defineret som det risikotillæg en investor kræver ekstra i forhold til at investere i et risikofrit aktiv. Denne faktor er underlagt den samme problemstilling som tidligere beskrevet, i forhold til anvendelsen af enten ex-post eller ex-ante metoden.⁶⁰ For at imødegå denne problemstilling lægges vægt på undersøgelser fra revision og rådgivningsfirmaet PwC, hvor den gennemsnitlige markedsrisikopræmie blandt danske analytikere i 2001 lå på niveauet 4-4,5 %.⁶¹ I hele den analyserede periode anvendes 4,5 % som best estimate.

⁵⁹ Corporate Finance Fundamentals s. 219

⁶⁰ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 221

⁶¹ FSR s. 60

Illikviditetstillæg til modellen

Behovet for illikviditetstillægget til modellen opstår som følge af eventuelle omkostninger, der er forbundet med ikke at kunne konvertere aktier til likvider. En investor vil derfor være villig til at betale en merpris for et aktiv med høj likviditet og vil omvendt kræve et illikviditetstillæg såfremt der ikke er tilstrækkelig dybde i handlen med aktien.⁶² Baggrunden for behovet til illikviditetstillægget sker som følge af aktiens begrænsede omsætning og dybde i Small Cap indekset og forskellige aktieklasser i første del af den historiske periode jf. afsnit 2.4.

Illikviditetstillægget værdiansættes subjektivt og er dermed behæftet med en væsentlig usikkerhed. På baggrund den relativt begrænsede dybde i aktieomsætningen og de tidligere aktieklasser, værdiansættes illikviditetstillægget til at udgøre 2,5 %. Satsen nedsættes til 2,0 % ved ophævelsen af aktieklasserne og nedsættes gradvis som følge af en forsigtig forventning om en øget aktieomsætning.

Opgørelse af ejernes afkastkrav

Ejerafkastkravet og de underliggende faktorer fremgår i tabel 5.9 nedenfor.

Historisk Ke	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Risikofri rente (Rf)	4,3%	4,2%	3,2%	2,8%	2,7%	1,6%
Markedsporteføjlens risikopræmie	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta (β)	1,77	1,25	1,64	1,72	1,51	1,78
Illikviditetstillæg	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%
Ejernes afkastkrav (Ke)	14,7%	12,3%	13,1%	13,0%	11,5%	11,6%

Budgetperiodens Ke	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Risikofrie rente (Rf)	1,5%	1,8%	2,0%	2,5%	3,0%
Markedsporteføjlens risikopræmie	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta (β)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Illikviditetstillæg	1,5%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%
Ejernes afkastkrav (Ke)	10,9%	10,9%	10,9%	11,4%	11,9%

Tabel 5.9: Udvikling og niveau i virksomhedens historiske og budgetterede ejerafkastkrav. Egen tilvirkning.

⁶² FSR s. 61

Jf. den eksterne og øvrige interne analyse er virksomhedens underliggende risiko stigende i perioden. Som udgangspunkt bør den stigende risiko give anledning til øgede afkastkrav, men beregningen af det samlede ejerafkastkrav i tabel 5.9 er relativ faldende og stabil i slutningen den historiske periode.

Faktoren som er den primære årsag til det relativt stabile niveau er udviklingen i den risikofrie rente. For at isolere og analysere den marginale effekt fra udviklingen i den risikofrie rente, er der i afsnit 6.5 udarbejdet et scenarie hvor WACC'en har en risikofri rente på niveau med 2008. For nærmere gennemgang og analyse henvises til afsnit 6.5. Den forventede stigning i budgetperiodens ejerafkastkrav er ligeledes stærkt afhængig af udviklingen og niveauet i den anvendte risikofrie rente, som virksomheden ikke har kontrol over.

Virksomheden selv har bidraget til en reducere af ejerafkastkravet bl.a. ved ophævelse af de tidligere aktieklasser jf. afsnit 2.4.

På trods af de overstående to forhold, er ejerafkastkravet på et relativt højt niveau, hvilket afspejler investorernes krav til afkast ved at investere i virksomheder med en betydelig underliggende risiko.

6.5 Opgørelse af WACC'en og scenarieanalyser af udvalgte parametre

WACC'en og de underliggende faktorer fremgår i tabel 6.0 nedenfor. For nærmere beskrivelse af opgørelsen i de enkelte faktorer henvises til de respektive afsnit.

WACC	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapitalandel	48,7%	22,5%	18,4%	51,8%	29,2%	30,7%
Gældsandel	51,3%	77,5%	81,6%	48,2%	70,8%	69,3%
Kd	5,7%	5,9%	5,2%	5,4%	4,8%	4,5%
Ke	14,7%	12,3%	13,1%	13,0%	11,5%	11,6%
WACC	10,1%	7,4%	6,6%	9,3%	6,7%	6,7%

WACC	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Egenkapitalandel	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%
Gældsandel	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%
Kd	4,5%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Ke	10,9%	10,9%	10,9%	11,4%	11,9%
WACC	6,9%	7,1%	7,1%	7,3%	7,5%

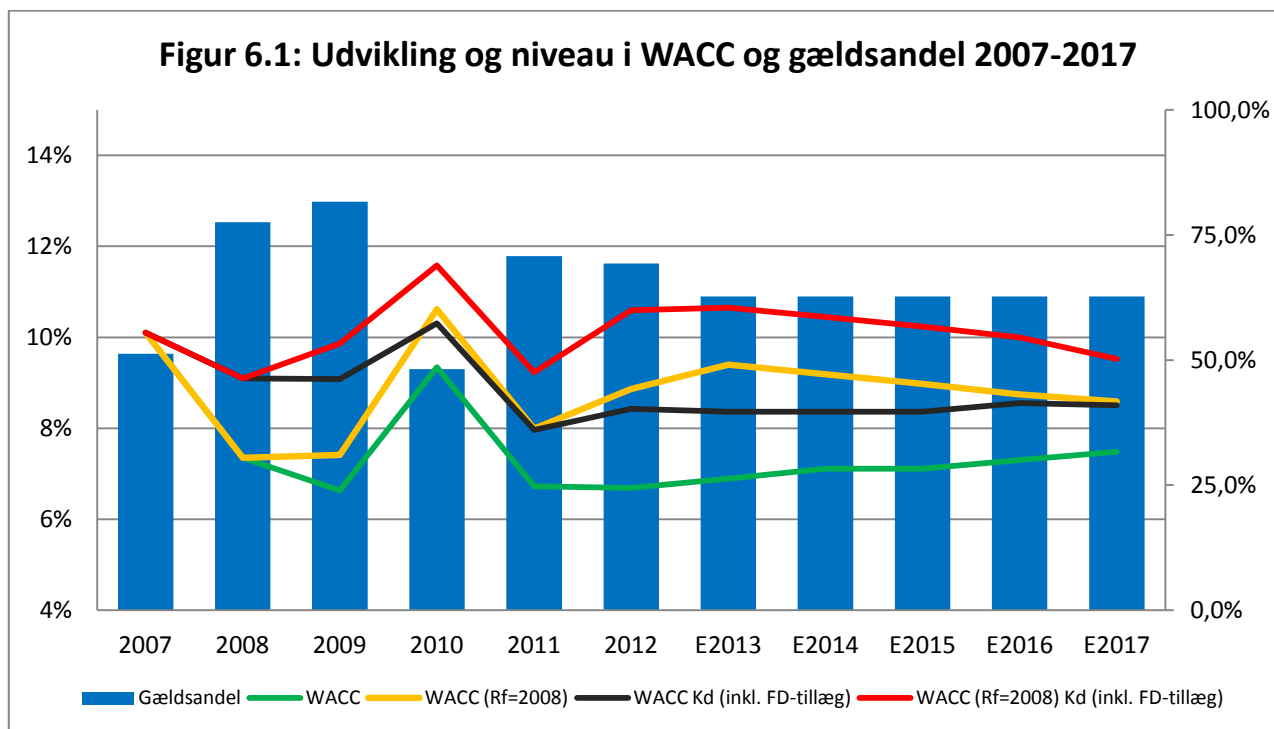
Tabel 6.0: Udvikling og niveau i virksomhedens historiske og budgetterede WACC. Egen tilvirkning.

Virksomhedens samlede vægtede afkastkrav afspejler udviklingen i de bagvedliggende faktorer som er analyseret i de foregående afsnit. WACC'en i den historiske periode er samlet set faldende og ligger som udgangspunkt på et lavere niveau end forventet. Jf. afsnit 6.1 foreskriver det teoretiske grundlag at det samlede afkastkrav, alt andet lige bør stige ved øget gældsgrad og øget underliggende risiko.

Baggrunden for udviklingen skal findes i de underliggende faktorer. Den stigende gældsandel bevirker en større vægtning mod fremmedkapitalafkastkravet, som ligger på et lavere niveau end ejerafkastkravet. WACC'en bliver derfor vægtet mere mod det relativt lavere afkastkrav. På trods af en stigning i det selskabsspecifikke risikotillæg, financial distresstillægget og betaestimatet bliver denne udvikling neutraliseret og modvirket af den faldende risikofrie rente og den større vægtning mod fremmedkapitalafkastkravet, hvilket dermed forklarer udviklingen i WACC'en i forhold til teorien.

WACC'en i den budgetterede periode udviser en stigende tendens, hvilket primært er afledt af en forventning om en stigende risikofri rente.

Udviklingen og niveauet i virksomhedens WACC og gældsandel fremgår i figur 6.1 via hhv. den grønne linje (linjer: venstre y-akse) og blå søjler (søjler: højre y-akse).



Figur 6.1: Udvikling og niveau i virksomhedens WACC og gældsandel i den analyserede periode. Egen tilvirkning.

Scenarieanalyse af udvalgte parametre

For at skabe et forbedret analysegrundlag til kvantificeringen af den underliggende risiko, i forhold til teorien, isoleres effekten af den faldende renteutvikling ved at fastholde renteniveauet på 2008-niveau ($WACC(R_f=2008)$). $WACC(R_f=2008)$ fremgår i den gule linje i figur 6.1 og den marginale effekt fra den faldende rente på niveauet og udviklingen i WACCen er særdeles markant, set i forhold til den 'rene' WACC i den grønne linje. Såfremt den risikofrie rente var på niveau med 2008 ville virksomhedens samlede afkastkrav være hele 1,25 %-point højere i 2010 og 2,17 %-point højere i 2012. Niveaumæssigt svarer det til at WACC i 2012 ville have været over 30 % større end den opgjorte 'rene' WACC.

Jf. afsnit 6.3 vedr. opgørelsen af fremmedkapitalafkastkravet, gav analysen anledning til udvidelsen af modellen, for bedre at afspejle omfanget af virksomhedens afkastkrav fra fremmedkapitalomkostninger. Udvidelsen af modellen fremgår i den sorte linje i figur 6.1 ($WACC K_d(\text{inkl. FD-tillæg})$).

Udvidelsen af modellen via FD-tillægget giver anledning til en næsten ligeså markant stigning som renteelementet. $WACC K_d(\text{inkl. FD-tillæg})$ giver anledning til en stigning i virksomhedens WACC på ca. 1,0 %-point i 2010 og 1,7 %-point i 2012 i forhold til den opgjorte 'rene' WACC. Niveaumæssigt svarer det til at WACC i 2012 ville have været over 25 % større end den opgjorte 'rene' WACC. Baggrunden for at $WACC K_d(\text{inkl. FD-tillæg})$ er relativ mindre følsom for scenarieændringen af FD-tillægget, end den gule linje i 2010, hænger sammen med at FD-tillægget i højere grad er afledt og afhængig af udviklingen i gældsgraden, hvilket renteelementet ikke er. Renteelementerne minder derfor i højere grad om en parallelforskydning af det givne niveau på skæringstidspunktet.

Såfremt scenarieanalyserne bliver sammenfattet i den røde linje ($WACC(R_f=2008) K_d(\text{inkl. FD-tillæg})$) ses en endnu tydeligere og mere markant niveauforskel i forhold til den 'rene' WACC.

Udvidelsen af modellen via fastholdelse af renteniveauet og FD-tillægget, giver anledning til en stigning i virksomhedens WACC på ca. 2,2 %-point i 2010 og 3,9 %-point i 2012 i forhold til den opgjorte 'rene' WACC. Niveaumæssigt svarer det til at WACC i 2012 ville have været over 58 % større end den opgjorte 'rene' WACC.

Scenarieanalyserne, i form af korrigeringen af renteeffekten og udvidelsen af modellen for bedre at afspejle realiteterne, indikere at kvantificeringen af virksomhedens risiko via WACC, er særdeles høj. Scenarieanalyserne viser samtidig en højere grad af sammenhæng til det teoretiske grundlag i modellen jf. afsnit 6.1 og giver et teoretisk mere realistisk billede af den underliggende risiko i virksomheden. Samtidig medvirker scenarieanalyserne som en rød tråd i mellem det teoretiske grundlag og den praktiske analyse, som i højere grad er funderet på virksomhedens situation og virkelighedens realiteter. Under alle omstændigheder giver analysen en klar identifikation af at den underliggende risiko, via den rene WACC, har været faldende i den historiske periode, primært pga. renteutviklingen og som følge af at modellen muligvis ikke omfatter virksomhedens situation i en tilstrækkelig høj grad.

Set i forhold til den praktiske tommelfingerregel omkring, at WACC for en gennemsnitlig virksomhed, i en gennemsnitlig branche og omverden, bør ligge omkring 8 %, indikerer den røde linje med al tydelighed, at der er en betydelig underliggende risiko i virksomheden, da virksomhedens ($WACC(R_f=2008)$ $K_d(\text{inkl. FD-tillæg})$) i 2012 udgør 10,6 % og har været på over 11,5 % i den historiske periode.

6.6 Følsomhedsanalyser

Kvantificeringen af WACC har, som beskrevet i afsnit 6.5, flere faktorer som indeholder en subjektiv værdiansættelse og yderligere er WACC'ens følsomheder interessante i en analytisk sammenhæng, særligt i forhold at kunne vurdere den underliggende risiko i virksomheden.

Følsomhedstabellerne illustreres som tovejstabeller med udgangspunkt i 2012 WACC Kd(inkl. FD-tillæg), hvor WACC'ens kvantificering efter ændring i de udvalgte faktorer opgøres. Følsomhedsanalyserne er simple i forhold til at kun den specifikke faktor ændrer sig. Følsomhedsanalyserne tager dermed ikke højde for den indbyrdes sammenhæng eller tradeoff imellem faktorerne og den underliggende risiko.

Følsomheder - afkastkrav	Kd					
Ke		3%	5%	7%	9%	11%
	8%	4,5%	5,9%	7,3%	8,7%	10,1%
	10%	5,1%	6,5%	7,9%	9,3%	10,7%
	12%	5,8%	7,1%	8,5%	9,9%	11,3%
	14%	6,4%	7,8%	9,1%	10,5%	11,9%
	16%	7,0%	8,4%	9,8%	11,1%	12,5%

Tabel 6.2: WACC 2012 Kd(inkl. FD-tillæg) følsomheder - afkastkrav.

Tabel 6.2 viser WACC'ens følsomheder ved ændringer i ejerafkastkravet og fremmedkapitalafkastkravet. Ud fra tabellen ses det, at ved konstant ejerafkastkrav på 12 %, ændrer WACC'en sig fra 5,8 % til 11,3 % ved fremmedkapitalafkastkrav på hhv. 3 % og 11 %. Ved konstant fremmedkapitalafkastkrav på 7 % ændrer WACC'en sig fra 7,3 % til 9,8 % ved ejerafkastkrav på hhv. 8 % og 16 %. Dette er i overensstemmelse med forventningen, da gældsandelen er større end egenkapitalandelen og derfor vægter ændringer i fremmedkapitalafkastkrav relativt mere end ejerafkastkravet, når WACC bliver kvantificeret.

Følsomheder – beta og Rs	Selskabsspecifikke risikotillæg					
Beta		2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
	0,5	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,5%
	1,0	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,2%
	1,5	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%
	2,0	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
	2,5	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%

Tabel 6.3: WACC 2012 Kd(inkl. FD-tillæg) følsomheder – beta og selskabsspecifikke risikotillæg.

Tabel 6.3 viser WACC'ens følsomhed ved ændringer i beta og det selskabsspecifikke risikotillæg. Ud fra tabellen ses det, at ved konstant beta på 1,5 % ændrer WACC'en sig fra 6,8 % til 8,8 % ved selskabsspecifikt risikotillæg på hhv. 2 % og 6 %. Ved konstant selskabsspecifikt risikotillæg på 4 % ændrer WACC'en sig fra 6,4 % til 9,2 % ved beta på hhv. 0,5 og 2,5. På trods af, at betaen kun oplyses i et halvt så bredt interval, som det selskabsspecifikke risikotillæg, er kvantificeringen af WACC'en over 1½ gang så følsom ved ændringer i betaen. Estimeringen af betaen er dermed en væsentlig faktor i forbindelse med at vurdere den underliggende risiko i virksomheden, hvilket er baggrunden for det respektives afsnitsvolumen.

Følsomheder – Rf og Ill.tillæg	Risikofri rente					
Illikviditetstillæg		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,0%	7,6%	7,9%	8,2%	8,6%	8,9%
	1,0%	7,9%	8,2%	8,6%	8,9%	9,2%
	2,0%	8,2%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
	4,0%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
	6,0%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%	10,7%

Tabel 6.4: WACC 2012 Kd(inkl. FD-tillæg) følsomheder – Risikofrie rente og illikviditetstillæg.

Tabel 6.4 viser WACC'ens følsomhed ved ændringer i illikviditetstillægget og den risikofrie rente. Ud fra tabellen ses det, at ved konstant illikviditetstillæg på 2,0 % ændrer WACC'en sig fra 8,2 % til 9,5 % ved risikofri rente på hhv. 1 % og 5 %. Ved konstant risikofri rente på 3 % ændrer WACC'en sig fra 8,2 % til 10,1 % ved illikviditetstillæg på hhv. 0 % og 6 %. Følsomhedsanalysen viser, at WACC'en er yderst følsom for stigninger i renteniveauet. Forholdet er meget væsentligt, da det er en faktor som virksomheden ikke har kontrol over og den vil have en væsentlig negativ effekt på den i forvejen pressede rentabilitet og likviditet. Betydningen af niveauet i den risikofrie rente, i forhold til kvantificeringen af WACC'en, er yderligere analyseret i afsnit 6.5 hvortil der henvises.

7. Konklusion

Informationerne fra de eksterne og interne analyser viser, at virksomhedens risikoprofil har ændret sig markant i den undersøgte periode og at virksomhedens historik har en væsentlig indflydelse på den nuværende og fremtidige situation.

Virksomheden har historisk set koncentreret sin kapitalbinding og aktiviteter i de vestlige lande, med fokus på europæiske markeder. I kølvandet på den finansielle krise har virksomhedens omverdens-, branche og efterspørgselsforhold ændret sig væsentligt. Efterspørgslen er faldet, hvilket medvirker til en øget konkurrenceintensitet i branchen og med bibeholdelse af politiske og miljømæssige krav, er den eksterne kontekst alt andet lige forværret i den undersøgte periode. Forholdene har medvirket til at key succes faktorerne i markedet, i endnu højere grad har bevæget sig krav om effektivt logistiksystem og omkostningsminimering. Dette er centralt i et marked hvor indtjeningsmarginalerne er lave, under pres og samtidig oplever nedgang i den efterspurgte volumen.

På trods af en relativ stor og stabil indgående logistik og leverandørsikkerhed, har virksomheden ikke formået at nedbringe indkøbsomkostninger i væsentlig grad. Bl.a. som følge af virksomhedens udifferentierede- og standardiserede produkter har virksomheden en svag forhandlingsmagt over for kunderne. Virksomheden historik er derfor medvirkende til at placere den i en strategisk, taktisk og operationel uhensigtsmæssig situation, hvor den eneste mulige løsning er et øget fokus på de asiatiske vækstmarkeder, hvor indtjeningsmarginalerne ligeledes er højere. Virksomhedens løbende forsøg på at ændre aktivitetens fokus mod de asiatiske vækstmarkeder, kræver i midlertidig kapital og tid.

Den interne analyse viser med alt tydelighed, at virksomheden er presset på flere fronter af en høj og dyr fremmedfinansiering. Eventuel tilgang af ekstra kapital og likviditet fra egenkapital- og fremmedkapitalinteresser er meget usandsynlig og udtømt. Samtidig generer driften lav eller negativ rentabilitet og likviditet, som hæmmer virksomhedens handleevne og -kraft. Virksomhedens eneste reelle mulighed er derfor likviditetsfremskaffelse og gældsnedbringelse, via frasalg af datterselskaber og aktiviteter fra de omkostningstunge vestlige markeder. Samtidig fokuseres virksomheden på en forsimplet og reduceret omkostningsstruktur, som kun indeholder fleksibilitet inden for kerneaktiviteten og fokus på de fremtidige markeder.

Netop placeringen af kapitalbindingen i de primære europæiske markeder er en af årsagerne til at virksomheden ikke besidder en tilstrækkelig konkurrencemæssig fordel fra lave omkostningsniveauer og en omkostningseffektiv logistik. Virksomhedens utilstrækkelige strategisk fit, reaktive reaktioner på den ændrede kontekst og ikke-eksisterende konkurrencefordel, forstærkes og giver afledte negative effekter på virksomhedens manglende handlefrihed fra den høje gældsandel og likviditetspres, bl.a. som følge af dyre finansieringsomkostninger og den lave rentabilitet. Samtidig er virksomheden meget eksponeret og følsom, overfor ændringer i fx en stigende rente eller øvrige eksterne forhold.

Kvantificeringen af virksomhedens risikoprofil afspejler, med teoretiske modeltillæg, virksomhedens pressede situation, hvilket giver en afledt effekt i form af høje ejer- og fremmedkapitalafkastkrav. Virksomheden er i særlig grad eksponeret overfor stigninger i renten. Virksomheden lever reelt på fremmedkapitalinteressernes nåde, hvilket medvirker til eksistensberettigelsen af opgavens problemformulering.

Den tidsmæssige placering af virksomhedens fokus på ændret strategisk fit, har været reaktiv, langsom og inkonsekvent, set i forhold til den påkrævede opstillingsparathed fra konteksten og den afledte risikoprofil i virksomheden. Udviklingen i den undersøgte periode skal dog ses i forhold til udgangspunktet fra virksomhedens historik, hvilket vurderes at være en primær årsag til, at virksomheden ikke i tilstrækkelig grad har formået at optimere effektivt eller placere arten og omfanget af de allokerede ressourcer, kapital og aktiviteter det rigtige sted på det rigtige tidspunkt. Markedets vurdering af virksomhedens situation ses bl.a. via udviklingen i virksomhedens faldende aktiekurs og bankernes krav om refinansiering af kapitalstrukturen. Virksomhedens handlinger og tiltag vurderes derfor ikke at være hensigtsmæssig, i forhold til fremmedkapitalperspektivet.

De eksterne og interne analyser af virksomhedens risikoprofil konkluderer, at virksomhedens evne til at overholde fremmedkapitalens betalingsforpligtelser er intakt men under pres og den fremadrettede evne til overholdelse af betalingsforpligtelserne er stærkt afhængig af forhold som ligger uden for virksomhedens kontrol. Baggrunden for denne konklusion skal findes i samspillet mellem virksomhedens historik og ændrede risikoprofil, som er underlagt udviklingen i den ændrede eksterne og interne kontekst.

8. Perspektivering

Afsnittets formål er at gå ud over besvarelsens afgrænsning og sætter situationen, analyserne og helheden af problemstillingen i perspektiv samt opsummere hvilket forhold som, alt andet lige, ville være medvirkende til at forbedre opgavebesvarelsen og beslutningsgrundlaget.

Beslutningsgrundlaget i analyserne ville alt andet lige blive forbedret såfremt detaljerede afsætningsinformationer på lande- og markedsniveau var tilgængelige. Yderligere ville intern information vedr. virksomhedens strategi på produkt, pris, promotion og distributionsniveau samt en grundig konkurrentanalyse, i høj grad medvirke til mere dybdegående analyser. Efter den væsentlige down-sizing af balancen ville de ekstra analyser muligvis kunne kaste lys over eventuel ”kritisk masse” i markedet, som ligeledes ville være interessant i forhold til problemstillingen.

Særligt ville en decideret og særskilt markedsanalyse af de fremtidige asiatiske markeder, være central i vurderingen af virksomhedens fremtidige betalingsevne. Der forelægger dog ikke præcise oplysninger omkring en nærmere segmentering af begrebet de ’asiatiske markeder’. Som følge af store forskelle i de enkelte asiatiske markeder og den afledte stigende kompleksitet i at få omfattet det relevante og væsentlige i forhold til opgavens problemstilling, falder markedsanalyserne og de øvrige forhold ovenfor, uden for opgavens volumenmæssige omfang og afgrænsning.

Set i forhold til virksomhedens pressede situation vurderes det sandsynligt, at beløbsmæssigt væsentlige fremmedkapitalinteressenter vil have et ønske om sikkerhedsstillelse og pantsætning for deres engagement. Til dette kræves intern viden omkring den nuværende pantsætning af aktiverne og jf. afgrænsningsafsnittet 1.2 forelægger der ikke informationer til at kunne foretage denne vurdering eller den afledte stillingtagen til likvidationsværdien af virksomheden og aktiverne.

De tilgængelige informationer er for mangelfulde til at likvidationsværdien vil give analytisk og praktisk værdi. Såfremt denne information var tilgængelig ville en nærmere analyse af likvidationsværdien være formålstjenestelig i forhold til fremmedkapitalperspektivet.

Virksomhedens situation taget i betragtning er det nærliggende at inddrage aspektet omkring, at ledelsens og ejernes handlinger muligvis kan betegnes som et spil for kreditorernes penge og risiko.

Det u hensigtsmæssige men interessante fænomen opstå når den teoretiske investoradfærd inddrages og elementer som fx hvornår konkursrisikoen er tilstrækkelig stor til at ejerne, som er residualnyere efter kreditorerne i tilfælde af konkurs, kan betragte virksomheden som en call-option.

Optionsteori foreskriver, at optionens værdi stiger ved øget risiko og forholdet er medvirkende til at give ejerne et incitament til at påtage sig stor risiko, da denne stigning i risiko betyder større værdi for call-optionen og dermed deres investering. Problemstillingen betyder, at ejerne agere for kreditorernes penge og risiko, og teorien kan medvirke til at forklare hvorfor virksomheder kan være going concern, selv efter optimalt afhændelsestidspunkt.

Yderligere ville en nærmere analyse af aspektet kunne inddrage interessante elementer i forhold til principal-agent konflikter ved situationer med høj sandsynlighed for konkurs.

9. Litteraturliste

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Elling/Sørensen

Forlaget Gjellerup

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele (FSR)

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer

Rådgivningsudvalget, December 2002

Regnskabsanalyse for beslutningstagere

Petersen Christian V., Plenborg Thomas

Forlaget Thomson

Wild John, Subramanyam K.R, Halsey Robert

Financial Statement Analysis

Forlaget McGrawHill

Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David (KGW)

Valuation. measuring and managing the value of companies

Forlaget John Wiley and Sons, Inc.

Ib Andersen

Den skindbarlige virkelighed – vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne

Forlaget Samfundslitteratur

Simon Benninga

Financial Modeling

Forlaget The MIT Press 2008

Ross, Westerfel, Jordan
Corporate Finance Fundamentals, 3. edition
McGraw hill

Aaker
Strategic Market Management, 8. edition
John Wilet & Son, Inc

Finn Rolighed Andersen m.fl.
International markedsføring 3. udgave
Trojka

Indsigt i årsregnskabsloven 2012/13
KPMG 7. udgave

Artikler:

Joseph Stiglitz: Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem
James Heins og Case M. Sprenkle: A Statistical Comparison of the CAPM to the Fama-French
Three Factor model and the Carhart's Model.

Internetsider:

www.dlh.dk
www.nasdaqomxnordic.com
www.statistikbanken.dk
www.stickpicker.dk
www.investorbriefing.dk
www.globalwood.org
www.aktieugebrevet.dk
www.woodsupply.dk
www.nasdaqomxnordic.com

Årsrapporter:

DLH Årsrapporter 2006-2012

Bilag 1: Opgørelse af nøgletal

Kilde: Financial statement analysis kapitel 8+10 og Regnskabsanalyse for beslutningstagere kapitel 5+8

Rentabilitetsanalyse RNOA:

RNOA = NOPAT/gns. Investeret kapital

Dekomponeringen af RNOA: (hhv. OG og OH)

RNOA = (NOPAT/nettoomsætning)*(nettooms./gns. Inv. kap)

Dekomponering af omsætningshastigheden:

Tilgodehavender fra salg turnover = nettoomsætning/gns. Tilgodehavender fra salg

Varebeholdning turnover = produktionsomkostninger/gns. Varebeholdning

Leverandørgæld fra salg turnover = produktionsomkostninger/gns. Tilgodehavender fra salg

Dekomponering af ROCE:

ROCE = RNOA +(LEV*SPREAD)

LEV = (gns. nettorenteb. gæld(NFO)/gns. Common equity)

SPREAD = (RNOA-NFR)

NFR = (Netto fin. omk. e. skat(NFE)/gns. nettorenteb. gæld)

Kortsigtet likviditetsrisiko:

Current ratio = (gns. current assets/gns. current liabilities)

Acid-Test (Quick) Ratio = (cash + cash eql. + tilgodeh. f. salg/gns.current liabilities)

Langfristet likviditetsanalyse:

Finansiell gearing = (rentebærendegæld/egenkapital) eller (gæld/egenkapital)

Rentedækningsgraden = (EBIT / nettofinansieringsomkostninger)

Bilag 2: Opgørelse af det analytiske regnskab

Reformulering og opstilling af det analytiske regnskab er udført på baggrund af Regnskabsanalyse for beslutningstagere - kapitel 4.

Koncern

Analytisk resultatopgørelse

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Note
Nettoomsætning	5.720	5.013	3.648	3.202	2.937	2.419	
Vareforbrug	-4.734	-4.469	-3.291	-2.658	-2.486	-2.115	
Bruttoresultat	986	544	357	544	451	304	
Personaleomkostninger	-365	-378	-356	-243	-193	-161	
Andre eksterne omkostninger	-291	-304	-320	-205	-148	-126	A6
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	330	-138	-319	96	110	17	
Afskrivninger	-102	-127	-127	-49	-45	-23	A6
Nedskrivninger	0	-66	-149	0	0	0	
Resultat af primær drift (EBIT)	229	-332	-595	47	65	-6	
Skat af primær drift (justeret skat)	-84	54	-32	13	0	-1	A2
Res. af primær drift efter skat (NOPAT)	145	-278	-627	60	65	-7	
Andre driftsindtægter og – omk. netto	21	36	4	6	4	4	A1
Finansielle indtægter	15	27	7	16	4	1	
Finansielle omkostninger	-106	-145	-123	-94	-65	-50	A6
Skat af finansielle poster, netto (justeret skat)	26	6	-13	-10	2	-11	A2
Årets resultat af fortsættende aktiviteter	100	-353	-751	-22	11	-63	
Årets resultat for ophørende aktiviteter	47	580	0	26	-9	-130	
Årets resultat	147	227	-751	4	2	-193	

Analytisk balance - aktiver

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Note
Immaterielle aktiver i alt	264	246	219	226	219	155	
Materielle anlægsaktiver i alt	436	441	228	142	106	71	
Øvrige langfri tilgodehavender og kapitaland	1	4	1	0	0	0	
Udskudte skatteaktiver, netto	-21	44	2	11	29	31	A2
Operationel leasing reformuleret	78	180	157	178	155	62	A6
Langfristede aktiver i alt	758	915	606	556	510	319	
Varebeholdninger i alt	1.793	1.467	1.028	739	740	483	
Tilgodehavender fra salg	669	543	393	329	350	232	
Tilgodehavende selskabsskat	4	25	26	14	13	9	
Andre tilgodehavender	104	158	68	45	28	27	
Periodeafgrænsningsposter, aktiver	19	21	20	21	14	18	
Driftslikviditet	29	25	18	16	15	12	A3
Hensatte forpligtelser i alt	-70	-33	-94	-58	-40	-31	
Leverandørgæld	-454	-345	-324	-220	-222	-135	
Skyldig selskabsskat	-35	-13	-4	-10	-13	-2	
Periodeafgrænsningsposter, passiver	-4	-1	-5	-2	-1	0	
Arbejdskapital, netto	2.055	1.846	1.125	872	884	611	
Investeret kapital	2.813	2.761	1.731	1.428	1.394	930	

Analytisk balance - passiver

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Note
Egenkapital	1.172	1.240	533	528	776	599	
Modpost for indregnede eventualforpligtelser	-114	-112	-97	-109	-116	-137	A7
Egenkapital i alt	1.058	1.128	436	419	660	462	
Indregning af eventualforpligtelse - genbeskatningsforpligtelse fra Brasilien	89	89	89	89	89	89	A7
Indregning af eventualforpligtelse - tidligere frasalgs af ikke-kerneaktiviteter	25	23	8	20	27	48	A7
Kreditinstitutter langfristet	685	45	4	0	535	0	
Operationel leasing reformuleret langfristet	68	149	130	163	138	48	A6
Kreditinstitutter kortfristet	1.140	1.250	1.017	909	19	352	
Operationel leasing reformuleret kortfristet	10	30	27	15	18	14	A6
Ansvarlig lånekapital	112	78	112	56	37	19	A4
Andre forpligtelser	1	1	1	1	1	1	
Aktiver bestemt for salg, netto	-343	0	-62	-237	-94	-12	A5
Andre kapitalandele og værdipapirer	-4	0	-4	-4	-4	-4	
Likvider finansielle aktiver	-28	-32	-26	-2	-31	-87	A3
Nettorentebærende gæld	1.755	1.633	1.296	1.009	734	468	
Investeret kapital	2.813	2.761	1.731	1.428	1.394	930	

Notehenvisninger vedrørende opstilling af koncernens årsregnskab til analyseformål:

Notehenvisninger som vedrører opstilling af regnskabet til analyseformål påbegyndes med "A", efterfulgt af notenummeret. Øvrig notehenvisning refererer til koncernens årsregnskab 2012.

A1:**Andre driftsindtægter og driftsomkostninger:**

Der er usikkerhed omkring andre driftsindtægter og -omkostninger bør klassificeres som en driftspost og ikke-tilbagevendende poster. Anvendt regnskabspraksis jf. note 1 indeholder følgende beskrivelse af posten:

Andre driftsindtægter og driftsomkostninger omfatter indtægter og omkostninger af sekundær karakter i forhold til virksomhedens hovedaktiviteter, herunder fortjenester og tab ved salg af materielle og immaterielle aktiver.

Køb og salg af langfristede aktiver vurderes ikke at være omfattet af selskabets primære drift, hvorfor posten ikke bliver klassificeret som en del af den primære drift. Det vurderes dog, at andre driftsindtægter og -omkostninger, netto vil være tilbagevendende poster, hvorfor disse bibeholdes i analyseregnskabet i forbindelse med budgetteringen.

mio. DKK	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Andre driftsindtægter	21	38	27	9	11	6
Andre driftsomkostninger	0	-1	-23	-3	-6	-2
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	21	36	4	6	4	4

A2:**Selskabsskat og udskudte skatteaktiver:**

Der er usikkerhed omkring selskabsskattens fordeling mellem drift og finansiering, da posteringen i koncernens årsregnskab dækker over både driftsmæssige og finansielle indtægter og omkostninger.

Den skattepligtige indkomst i perioden estimeres, på baggrund af årsregnskabets resultat før skat, at have været ustabil og ikke tilstrækkelig til at fx renteudgifter vil kunne fratrækkes i den skattepligtige indkomst.

Forholdet illustreres yderligere i note 16, som oplyser, at skattemæssigt underskud som ikke er indregnet i balancen, udgør 125 mio. DKK pr. 31-12-2012.

Fremførselsberettigede skattemæssige underskud kan jf. IAS 12, kun indregnes som udskudte skatteaktiver i balancen i det omfang, at de forventes at kunne anvendes til modregning i fremtidig indtjening.

Yderligere støj kan opstå som følge af låntagning og skattepligt i lande med forskellige skattesatser og -regler. Noterne vedrørende skat af årets resultat, skat i balancen og finansielle indtægter og omkostninger jf. hhv. note 11, 16, 9 og 10 giver ikke yderligere informationer som kan mindske usikkerheden.

Nedenstående illustreres, at der er væsentlig forskel mellem at anvende den marginale selskabsskattesats og selskabets realiserede effektive skattesats.

mio. DKK	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Marginale danske selskabsskattesats	28%	25%	25%	25%	25%	25%
Resultat før skat jf. officielt årsregnskab	159	-422	-714	-18	11	-54
Skat af årets resultat jf. officielt årsregnskab	-58	69	-38	-5	0	-9
Realiseret effektive skattesats	-37%	-16%	5%	27%	0%	17%

På baggrund af overstående forhold anvendes selskabets realiserede effektive skattesats i det analytiske regnskab, da den marginale danske skattesats ikke virker retvisende.

Det antages, at både driftsresultatet og nettofinansieringsomkostningerne beskattes med den effektive beskatning. Det antages, at udskudte skatteaktiver primært knytter sig til driften. Det antages i det analytiske regnskab, at selskabets indregnede udskudte skatteaktiver og skatteforpligtelser kan udlignes.

A3:

Driftslikvider:

Der er usikkerhed omkring fordelingen mellem drifts og finansieringslikviditet. Det er ikke oplyst i den officielle årsrapport hvor stor en procent af likviderne, der knytter sig til driftslikviditet. Det er nødvendigt for virksomheden, at have en vis driftslikviditet til finansiering af investeringer, varelagre og udgifter i øvrigt. Det estimeres, at driftslikviditeten udgør følgende procentdel af nettoomsætningen: 0,5 %.

Det vurderes yderligere, at virksomheden daglig gennemfører overførsler til banker, hvorfor stort set alt likviditet er rentebærende. Forholdet underbygger den relative lave driftslikviditetsprocent.

Restlikviderne klassificeres som en del af de likvide finansielle aktiver.

mio. DKK	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Koncernens likvider	56	57	44	18	46	99
Driftslikviditet	29	25	18	16	15	12
Likvide finansielle aktiver	28	32	26	2	31	87

A4:

Ansvarlig lånekapital:

Kapitalejerne har indskudt ansvarlig/efterstillet lånekapital i selskabet. Der er usikkerhed om hvorvidt den ansvarlige lånekapital bør klassificeres som en del af egenkapitalen eller netto rentebærendegæld.

Der foretages derfor en konkret vurdering ud fra aftalevilkårene i noteoplysningerne. Jf. Note 21 fremgår det, at aftalen har en fast afdragsprofil, løbetid og forrentning.

Vilkårene har derfor primært karakteristika som en låneaftale og posteringen klassificeres som en del af den netto rentebærende gæld, i den analytiske balance. Posteringen består af flere forskellige aftaler i perioden, som delvist er blevet indfriet. Alle aftaler er indgået på lignende vilkår og betingelser.

A5:**Aktiver bestemt for salg, netto:**

Aktiver og forpligtelser bestemt for salg er udskilt fra den øvrige balance. Selskabet forventer at afhænde de pågældende aktiviteter og aktiver inden for næste regnskabsperiode. Posteringen vurderes derfor ikke at være en del af den primære driftsaktivitet i virksomheden og klassificeres dermed som en del af finansieringsaktiviteten.

A6:**Reformulering fra operationel leasing til finansiell leasing:**

Behovet for reformulering fra operationel og finansiell leasing sker ud fra en samlet vurdering af leasingsaftalens indhold. De væsentligste forhold uddybes nedenstående:

Selskabets nominelle operationelle leasingforpligtelser udgør 176 mio. kr. pr. 31-12-2011, svarende til ca. 10 % af den samlede balancesum jf. note 24 side 96.

Varigheden af restløbetiden for de uopsigelige leasingaftaler, i forhold til aktivernes forventede brugstid levetid, vurderes at udgøre størstedelen af aktivernes økonomiske levetid.

Aktivernes beskaffenhed vedrører hovedsageligt selskabets primære drift i form af leasing/leje af ejendomme, maskiner og andre anlæg.

På baggrund af forholdene vurderes det, at en reformulering fra operationel til finansiell leasing i højere grad vil afspejle selskabets økonomiske realiteter, i forbindelse opstilling af regnskabet til analyseformål.

Værdien af selskabets reformulerede finansielle leasing er bestemt af bl.a. leasingaftalernes rente- og afdragsvilkår, aktivets forventede brugstid samt selskabets afskrivningsprofil.

Reformuleringen fra operationel til finansiell leasing er baseret på nedenstående forudsætninger. Oplysninger fra årsregnskabet er indhentet fra note 24 side 96, med mindre andet specificeres.

Estimering af renten pr. år:

Renten er estimeret på baggrund af note 22 og estimatet af selskabets vægtede kapitalomkostninger. Lånerenten pr. år (før skat) 6,50 %. Den estimerede lånerente er anvendt i hele den analyserede periode.

Estimering af aktivernes forventede brugstid og afskrivninger:

Der er usikkerhed omkring afskrivningerne, da sammensætningen af aktiverne og den forventede brugstid pr. aktiv, ikke oplyses. Den forventede brugstid estimeres nedenstående og aktiverne afskrives lineært over den estimerede brugstid, hvorefter scrapværdien er nul. Det forudsættes, at nutidsværdien af det leasede aktiv er identisk med den estimeret forpligtelse.

Estimering af cash flow og eksempel på opgørelse:

Eksempel på beregning af leasingforpligtelserne i 2011: (alle år i den analyserede periode er beregnet efter samme metode)

	2011
Minimumsleasingydelse (MLP) indregnet i resultatopgørelse mio. kr.	28

De samlede fremtidige minimumsleasingydelse for uopsigelige leasingkontrakter forfalder til betaling således (mio. kr.):

Inden for et år fra balancedagen	43
Mellem to og fem år fra balancedagen	75
Efter fem år fra balancedagen	58
Total	176

Estimering af længden på den tilbageværende leasingforpligtelse: (efter 5 år)

Efter fem år fra balancedagen	58
Minimumsleasingydelse (MLP) indregnet i resultatopgørelse sidste år	28
År ekstra fra 2011: (58/28)	2,09
Estimeret brugstid:	2018

Leasingydelse inden for et år fra balancedagen er konstant	43
Leasingydelse mellem 2 og 5 år fra balancedagen er konstant	19
Ydelse der falder efter år 5 udgør konstant mio. kr. pr. år	28

Mio. kr.

År	Payment	Discount factor	Nutidsværdi	Renter omkostninger	Lease obligation	Lease balance	Afskrivninger
						155,2	
2011	27,6	0,9	25,9	8,1	17,5	137,7	19,4
2012	43,1	0,9	38,0	7,5	34,1	103,6	19,4
2013	18,8	0,8	15,6	6,7	12,1	91,5	19,4
2014	18,8	0,8	14,6	5,9	12,9	78,6	19,4
2015	18,8	0,7	13,7	5,1	13,7	64,9	19,4
2016	18,8	0,7	12,9	4,2	14,6	50,2	19,4
2017	27,6	0,6	17,8	3,3	24,3	25,9	19,4
2018	27,6	0,6	16,7	1,7	25,9	0,0	19,4
Total	201,2		155,2				155,2

Det samlede gennemsnitlige estimat af nutidsværdien i den analyserede periode, stemmer tilnærmelsesvis overens med den samlede gennemsnitlige oplyste nutidsværdi i note 24 i samme periode. Afvigelser skyldes primært de anvendte forudsætninger.

Reformuleringens effekter på selskabets årsregnskab:

Indregning af en finansiel leasingaftale i balancen indebærer, at den betalte leasingydelse ikke længere indregnes i resultatopgørelsen som en driftsomkostning.

I stedet behandles aftalen som et hvert andet køb for lånte midler. Det indebærer, at leasingydelsen (driftsomkostningen) erstattes med afskrivninger på aktivet, som er en driftsomkostning og en beregnet renteomkostning vedrørende leasingforpligtelsen, som er en finansiel omkostning.

Set over hele leasingaftalens forløb vil den samlede belastning på resultatopgørelsen være identisk. En finansiel leasing vil, alt andet lige, belast driften mindre i starten end operationel leasing.

Dette betyder, at EBITDA bliver forstørret med finansiel leasing, da nøgletallet blev påvirket af den fulde leasingydelse ved operationel leasing. Dette sker, da der i finansiel leasing hverken indgår afskrivninger eller renteomkostninger og der ses bort fra udskudt skat. Ligeledes bliver diverse nøgletal og ratios, fx i kreditgivning og låneomkostninger, påvirket som følge af den ændrede balance og resultatopgørelse.

Nedenstående har fået fjernet posteringer som følge af reformuleringen:	
Minimumsleasingydelse er fordelt således:	2011
Andre eksterne omkostninger	28

Nedenstående har fået tilføjet posteringer som følge af reformuleringen:	
Resultatopgørelsen:	
Finansielle omkostninger	8
Afskrivning	19
Total	27

Balancen:	
Anlægsaktiver i alt	155
Passiver kort (lease obligation)	18
Passiver lang (lease balance)	138
Total	155

A7:

Indregning af eventualforpligtelser i den analytiske balance:

Årsregnskabernes noter vedrørende eventualforpligtelser oplyser om to væsentlige forhold, som ikke er indregnet i balancen. Eventualforpligtelserne er ikke indregnet som følge af, at træk på de økonomiske ressourcer er meget usandsynligt eller fordi en pålidelig beløbsmæssig opgørelse ikke kan foretages.

Forholdene omhandler en udskudt skatteforpligtelse fra et tidligere datterselskab i Brasilien som er opgjort til 89 mDKK pr. 31-12-2012 og garantiforpligtelser overfor købere af ikke-strategiske selskaber og aktiviteter som er opgjort til ca. 48 mDKK pr. 31-12-2012.

Ledelsen oplyser i ledelsesberetningen, at der er foretaget forholdsregler, som hindrer at den udskudte skatteforpligtelse udløses. Dog er der risiko for at forholdsreglerne ikke er tilstrækkelige. Garantiforpligtelserne omhandler virksomhedens garanti mod købers eventuelle tab som følge af politiske forhold og uroligheder.

Begge forhold er elementer som virksomheden ikke har kontrol over og fremmedkapitalinteressenter bør som minimum udarbejde følsomhedsanalyser på konsekvens af en mulig efterfølgende indregning i balancen. For at forbedre beslutningsgrundlaget indregnes disse

eventualforpigtelser i den analytiske balance under rentebærende gæld. Modposten er egenkapitalen i den analytiske balance. Indregningen af posteringerne udgør samlet ca. 116 mDKK svarende til ca. 8,6 % af den analytiske balancesum pr. 31-12-2011.

Bilag 3: Opgørelse af virksomhedens budget – forudsætninger og satser

Budgetforudsætninger	2011-2012	Gns. historisk periode	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Omsætningsvækst	-17,6%	-16,1%	-16,0%	-10,0%	-7,5%	-5,0%	1,0%
EBITDA-margin	0,7%	0,2%	-2,0%	-1,0%	1,0%	2,0%	2,0%
Effektiv skattesats	17,4%	-4,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Af- og nedskrivninger i forhold til anlægsaktiver		10,1%	26,3%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Nettolånerente	N/A	N/A	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Langfristet aktiver i forhold til nettooms	13,2%	16,6%	19,0%	20,0%	21,0%	22,0%	20,0%
Nettoarbejdskapital i forhold til nettooms	25,3%	32,2%	31,0%	31,5%	32,0%	32,5%	30,0%

Kortfattet beskrivelse af sammenhængen mellem budgetforudsætninger og den opgjorte budgetperiode:

For nærmere beskrivelse af budgetforudsætninger henvises til afsnit 4.1.

Omsætningsvækst:

Estimeret procentvis udvikling i nettoomsætningen i forhold til t-1. Forudsætninger vedr. niveau og udvikling er beskrevet i afsnit 4.1.

EBITDA-margin:

Estimeret procentvis udvikling i EBITDA-marginalen i forhold til t-1 fra skæringsåret. Forudsætninger vedr. niveau og udvikling er beskrevet i afsnit 4.1.

Effektiv skattesats:

Anvender den danske selskabsskat som estimat.

Af- og nedskrivninger i forhold til anlægsaktiver:

Anvender en gennemsnitlig afskrivnings sats svarende til 7,5 år, hvilket er i overensstemmelse med anvendt regnskabspraksis.

Nettolånerenten:

Estimeret via den forventede fremtidige nettolånerente.

Langfristede aktiver i forhold til nettoomsætning:

Estimeret via den historiske udvikling og forventning omkring et forværret forhold pga. frasalg af ikke-kerneaktiviteter.

Nettoarbejdskapital i forhold til nettoomsætning:

Estimeret via den historiske udvikling og forventning omkring et forbedret forhold pga. omkostningsminimeringsfokus.

Nettorentebærende gæld i forhold til nettoomsætning:

Estimeret via den historiske udvikling, gns. af commonsizen i perioden og forventning til et forbedret forhold pga. frasalg af ikke-kerneaktiviteter.

Øvrige poster:

Alle øvrige regnskabsposter er af afledt af udviklingen overstående poster.

Bilag4: Opgørelse af virksomhedens budget

Kilde: Afsnit 4.1, bilag 2 og 3

Analytisk resultatopgørelse

Mio. kr.	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Nettoomsætning	2.419	2.467	2.220	2.054	1.951	1.970
Vareforbrug	-2.115					
Bruttoresultat	304					
Personaleomkostninger	-161					
Andre eksterne omkostninger	-126					
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	17	-49	-22	21	39	39
Afskrivninger	-23	-63	-60	-58	-58	-53
Nedskrivninger	0					
Resultat af primær drift (EBIT)	-6	-113	-82	-38	-19	-14
Skat af primær drift (justeret skat)	-1	28	21	9	5	3
Res. af primær drift efter skat (NOPAT)	-7	-84	-62	-28	-14	-10
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	4					
Finansielle indtægter	1					
Finansielle omkostninger	-50	-50	-47	-44	-43	-40
Skat af finansielle poster, netto (justeret skat)	-11	-13	-12	-11	-11	-10
Årets resultat af fortsættende aktiviteter	-63	-97	-73	-39	-25	-20

Analytisk balance - aktiver

Mio. kr.	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Immaterielle aktiver i alt	155					
Materielle anlægsaktiver i alt	71					
Øvrige langfristede tilgodehavender og kapita	0					
Udskudte skatteaktiver, netto	31					
Operationel leasing reformuleret	62					
Langfristede aktiver i alt	319	469	444	431	429	394
Varebeholdninger i alt	483					
Tilgodehavender fra salg	232					
Tilgodehavende selskabsskat	9					
Andre tilgodehavender	27					
Periodeafgrænsningsposter, aktiver	18					
Driftslikviditet	12					
Hensatte forpligtelser i alt	-31	-28	-25	-24	-23	-21
Leverandørgæld	-135	-178	-163	-153	-148	-138
Skyldig selskabsskat	-2					
Periodeafgrænsningsposter, passiver	0					
Arbejdskapital, netto	611	765	699	657	634	591
Investeret kapital	930	1.233	1.143	1.088	1.063	985

Analytisk balance - passiver

Mio. kr.	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
Egenkapital	599					
Modpost for indregnede eventualforpligtelser	-137					
Egenkapital i alt	462	460	426	406	396	367
Indreg. eventualforpl. - genbeskatningsforpligtelse fra Brasilien	89					
Indreg. Eventualforpl. - tidligere frasalgs af ikke-kerneaktiviteter	48					
Kreditinstitutter langfristet	0					
Operationel leasing reformuleret langfristet	48					
Kreditinstitutter kortfristet	352					
Operationel leasing reformuleret kortfristet	14					
Ansvarlig lånekapital	19					
Andre forpligtelser	1					
Aktiver bestemt for salg, netto	-12	-94	-94	-94	-94	-94
Andre kapitalandele og værdipapirer	-4					
Likvider finansielle aktiver	-87	-87	-87	-87	-87	-87
Nettorentebærende gæld	468	774	717	683	667	618
Investeret kapital	930	1.233	1.143	1.088	1.063	985

Bilag 5: Opgørelse af virksomhedens rating

Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 244 ff.

Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Risikotillæg pr. rating	0,45	0,54	0,63	1,44	2,55	3,67	4,45
Vægtning ved opgørelse af samlet rating	N/A	N/A	1	2	3	4	5

Adjusted key industrial financial ratios:	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT Interest cover (x)	21.4	10.1	6.1	3.7	2.1	0.8	0.1
EBITDA interest cover (x)	26.5	12.9	9.1	5.8	3.4	1.8	1.3
Operating cash flow/total liabilities (%)	84.2	25.2	15.0	8.5	2.6	-3.2	-12.9
Return on invested capital (%)	34.9	21.7	19.4	13.6	11.6	6.6	1.0
Total liabilities/total capital (%)	22.9	37.7	42.5	48.2	62.6	74.8	87.7

Definitions:

EBIT Interest cover (x)	EBIT / nettofinansielle omkostninger
EBITDA interest cover (x)	EBITDA / nettofinansielle omkostninger
Operating cash flow/total liabilities (%)	Pengestrømme fra driften / forpligtelser i alt * 100
Return on invested capital (%)	EBIT / investeret kapital * 100
Total liabilities/total assets (%)	forpligtelser i alt/ aktiver i alt * 100

Bemærk: Der anvendes ultimotal for balanceposter

Beregning:	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
EBIT Interest cover (x)	3,35	2,85	-2,94	-5,79	0,73	1,22	-0,13	-2,24	-1,76	-0,85	-0,44	-0,34
EBITDA interest cover (x)	4,51	3,92	-1,34	-3,35	1,14	1,72	0,38	-0,98	-0,48	0,46	0,90	0,98
Operat. cash flow/total liabilities	9,82	5,57	8,17	21,37	2,09	2,13	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20
Return on invested capital (%)	8,24	6,10	-10,35	-28,87	2,44	3,64	-0,65	-9,13	-7,18	-3,46	-1,78	-1,40
Total liabilities/total capital (%)	70,82	70,73	59,25	74,73	73,54	54,05	50,31	62,72	62,72	62,72	62,72	62,72

Bereg rating og Rs tillæg:	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017
EBIT Interest cover (x)	BB	BB	CCC	CCC	CCC	B	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
EBITDA interest cover (x)	BB	BB	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Operating cash flow/total liabilities	BBB	BB	BB	A	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB
Return on invested capital (%)	B	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Total liabilities/total capital (%)	CCC	CCC	BB	B	B	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Selskabsspecifikke risikotillæg	3,4	3,8	4,2	4,0	4,6	4,2	4,4	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Samlet rating	BB	B	B	B	CCC	B	CCC	B	B	B	B	B

Bilag 6: Opgørelse af Altman's Z-score

Kilde: Financial statement analysis s. 540

Z-scoren er opgjort på baggrund af følgende funktion:

$$Z - score = \alpha_1 \frac{WC}{A} + \alpha_2 \frac{RE}{A} + \alpha_3 \frac{EBIT}{A} + \alpha_4 \frac{MVE}{BVL} + \alpha_5 \frac{S}{A}$$

Hvor

α_i = Skalaer

A = Total assets

WC = Working capital

RE = Retained earnings

EBIT = Earnings before interest and tax

MVE = Shareholders equity

BVL = Total liabilities

S = Sales

Altman's Z-score (Analytisk regnskab)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
X1= working capital/total assets	0,06	0,09	0,01	-0,09	0,00	0,11
X2= retained earnings/total assets	0,05	0,04	-0,13	-0,43	-0,02	0,01
X3= EBIT/total assets	0,08	0,08	-0,12	-0,34	0,03	0,05
X4= shareholders equity/total liabilities	0,31	0,38	0,41	0,25	0,29	0,47
X5=sales/total assets	2,33	2,03	1,82	2,11	2,24	2,11
Z-score (analytisk regnskab)	2,79	2,54	1,51	0,71	2,45	2,53

Altman's Z-score	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017	Faktor	Mål for:
X1= working capital/total assets	0,05	-0,01	-0,02	-0,03	-0,03	0,72	likviditeten
X2= retained earnings/total assets	-0,07	-0,08	-0,06	-0,04	-0,02	0,85	virksomhedens alder og cumula rent
X3= EBIT/total assets	-0,09	-0,07	-0,03	-0,02	-0,01	3,11	rentabilitet
X4= shareholders equity/total liabilities	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,42	kapital struktur
X5=sales/total assets	2,00	1,94	1,89	1,83	2,00	1,00	kapital turnover rate
Z-score (analytisk regnskab)	1,85	1,80	1,86	1,88	2,07		