



strategisk værdiansættelse af en turnaround virksomhed



Ekstern lektor: Carsten Kyhnauv

Udarbejdet af:

Christian Hald Nielsen
030979-XXXX

Peter Fensholm
050882-XXXX

Indholdsfortegnelse

Executive summery	5
1.0 Indledende afsnit	8
1.0 Indledning	8
1.1 Problemformulering	9
1.2 Metode- og modelvalg	11
1.2.1 Informationsindsamling	12
1.2.2 Undersøgelsesdesign	12
1.2.3 Afgrænsning	17
2.0 Præsentation af empiri	18
2.1 Overblik og historie	18
2.2 Ejerskab og aktiebeskrivelse	19
2.3 Organisation	20
2.3.1 Koncernen	20
2.3.2 Bestyrelse og ledelse	21
2.3.3 Ansatte	21
2.4 Markedet for støbepapemballage	22
2.4.1 Ægemballage overordnet	24
2.4.2 Ægemballage Europa	25
2.4.3 Ægemballage Nordamerika	26
2.4.4 Industriemballage	27
2.4.5 Øvrige forretningsområder	29
2.5 Finansiell beskrivelse	30
2.5.1 Udvikling i Hartmanns aktiekurs	33
2.6 Peergroup	34
2.6.1 Primær-Peergroup	35
2.6.2 Korrektioner	36
2.6.3. Sektor-peergroup	37
3.0 Strategisk analyse	38
3.1 PESTLE analyse	38
3.1.1 Political & Legal	38
3.1.2 Economic	40
3.1.3 Sociocultural	46
3.1.4 Technological	48
3.1.5 Environmental	49

3.1.6 Sammenfatning, PESTLE	50
3.2 Brancheanalyse	50
3.2.1 Truslen for nye indtrængere	51
3.2.2 Truslen fra nye substitutter	52
3.2.3 Kunders forhandlingskraft	53
3.2.4 Leverandørernes forhandlingskraft	54
3.2.5 Konkurrenceintensiteten i branchen.....	55
3.2.6 Sammenfatning, Porters 5 forces:	56
3.3 Intern analyse	57
3.3.1 Indgående logistik	58
3.3.2 Produktionsaktiviteten	59
3.3.3 Udgående logistik	61
3.3.4 Salg og Marketing.....	62
3.3.5 Service.....	63
3.3.6 Selskabets infrastruktur.....	64
3.3.7 Sammenfatning, Intern analyse:.....	65
3.4 Strategisk analyse sammenfatning, SWOT.....	65
4.0 Regnskabsanalyse	67
4.1 Regnskabs kvalitets	67
4.2 Korrektioner	69
4.3 Rentabilitetsanalyse	75
4.3.1 Afkastningsgrad	76
4.3.2 Overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed.....	77
4.3.3 Dekomponering af OG	78
4.3.4 Valuedrivere.....	84
4.4 Sammenkædning af strategi og regnskabsanalyse	86
4.5 Sammenfatning, Regnskabsanalyse	88
5.0 Valg af værdiansættelsesmodel.....	90
5.1 Beskrivelse af værdiansættelsesmodeller.....	90
5.2 Enterprise Kapitalværdimetoden.....	94
5.3 Multiple.....	99
5.4 Følsomhedsanalyse	100
5.5 Sammenfatning, Valg af værdiansættelsesmetode.....	100
6.0 Budgettering.....	101
6.1 Budgettering af resultatopgørelsen	101
6.1.1 Omsætning	102

6.1.2 Omkostninger.....	112
6.2 Balance budgettering.....	119
6.2.1 Driftsaktiver	119
6.2.2 Netto arbejdskapital (NWC)	120
6.2.3 Netto rentebærende gæld (NRBG).....	120
6.2.4 Egenkapital.....	121
6.3 Sammenfatning, Budgettering af resultatopgørelse og balance.....	121
7.0 Estimation af WACC	123
7.1 Estimation af beta.....	123
7.2 Estimation af risikofri rente og markedsrisikopræmie.....	126
7.3 Estimation af unleveraged beta og leveraged beta	126
7.4 Estimation af WACC	127
8.0 Værdiansættelse	128
8.1 Enterprise kapitalværdimodel	128
8.2 Følsomhedsanalyse	131
8.2.1 Diskonteringsrente, Beta vs. Lånerente	131
8.2.2 Omsætningsvækst vs. EBITDA-margin	132
8.2.3 EBITDA-margin vs. WACC.....	134
8.2.4 Sammenfatning, følsomhedsanalyse	135
8.3 Multipel analyse	135
8.4 Sammenfatning, Værdiintervaller	138
9.0 Konklusion	140
10.0 Perspektivering.....	143
11.0 Litteraturliste.....	144
12.0 Appendix oversigt.....	145

Executive summery

We began the thesis with the specific question "What is the fair value of the shares of Brødrene Hartmann A/S.

The question was motivated by the particular challenges associated with the valuation of turnaround companies. Furthermore, we were curious to the valuation problems that arise when fundamental values are not reflected in stock prices. These two aspects are arising from the valuation of the turnaround company Brothers Hartmann A/S.

The analysis has been centered in two areas; the current strategic position and the expectations of the future business. Without historical data for the current business, there was a strong need for a link between the strategic and economic factors.

The solution was a framework of empirical analysis integrated with the theoretical approach. In several cases, we found it appropriate to adjust the theoretical models to Hartmanns specific situation.

Hartmanns adverse situation has changed due to the initial successful implementation of the turnaround strategy. The turnaround strategy, which was launched in the year 2007, includes cost-minimization, a global withdrawal to Hartmann's main markets and finally, focus on the core business of molded fiber packaging.

Our analysis showed that the sale of eggs is not cyclical, which contributes to stability in Hartmanns primary markets during the credit crisis

The socio-cultural trend towards an increased consumer demand for organic food and sustainable packaging supports Hartmanns product strategy and the environmental friendly business profile. This development attracts more competition, but at the same time, it opens up new opportunities in the market.

However, the turnaround situation is synonymous with limited strategic options. If the implementation of the strategy fails, it will have fatal consequences for the survival of Hartmann.

The analysis of the business environment reveals a very intense competition. The negotiation power towards the suppliers and customers is low, while there is a notable threat for substituting materials. If the packaging company wants to earn higher marginal revenue, they must change the customer's perception of packaging as a standard product. The trends towards sustainable packaging, and the retail stores increased focus on differentiating high-value products from discount products, are both factors that promote this process.

The analysis of Hartmann's normalized operating profitability shows that the company has underperformed throughout the period from 2004 to 2008, when compared to both primary peer group and WACC. In the year 2008 the negative trend reversed and for the first time during the analysis period Hartmann realized a positive return rate.

The improvement is driven by growth in both the profitability and asset turnover in 2008. This indicates, that both the earnings and assets utilization have improved. The drivers behind these improvements include production efficiency, restructuring and focusing on high value packaging.

The overall improvement of Hartmanns business shows, that the turnaround strategy is working and, furthermore, that the timing improved the managing of the credit crisis.

We believe, based on the strategic and economic analysis, that the strategy implementation throughout the whole business will take additional time than Hartmann have stated. This assessment is substantiated by Hartmanns historic ability to underperform to their financial expectations. Thus, we want to see the strategic initiatives translated into continuous financial results, before including the full effect of the turnaround strategy. As a result, the budget period is set to 5 years before the steady state will occur.

The choice of theory and valuation model was highly influenced by the situation on the financial markets. As a result, we found it necessary to use both fundamental value methods and supplement this model with the market based methods. We used the Enterprise Capital model for the fundamental value approach and for the market based approach we used trading multiples. The estimates resulting from the use of trading multiples, should be interpreted with care, due to the heterogeneity of the peer group companies.

Our fundamental valuation resulted in a fair value of DKK 114 per share, representing a premium of approx. 39% compared to the current share price. This value signifies the great potential of the Hartmann stock.

The sensitivity of the fundamental value was tested against the key value drivers. The three sensitivity tests confirmed the result of fundamental analysis. The tests showed a minimal downside, but a significant upside potential compared to the current stock price.

The market based relative valuation model showed, that Hartmanns level for both revenue- and the EBITDA-multiple are significantly lower than its peer group. The EBITDA levels shows, that Hartmann is traded with a 31-43% discount relative to its primary peer group. This result supports the fundamental value of the DCF model.

Thus, our estimate is well supported by both the sensitivity analysis and the multiple analysis, since the results of our fundamental value is based on conservative budgeting.

Therefore, we maintain our fundamental value estimate. Fair value of the shares of Brothers Hartmann A / S is kr.114 per. share on 8 June 2009.

1.0 Indledende afsnit

1.0 Indledning

Da den tidligere amerikanske nationalbankdirektør William McChesney¹ blev udspurgt, om sin vigtigste funktion, udtalte han følgende:

“The central job, as chef of the of the Federal Reserve, is to take away the punch bowl just as the party gets going.”

Med det seneste års udvikling på de finansielle markeder, skulle man imidlertid tro, at han havde talt for døve øren. De seneste års økonomiske fest på de amerikanske og europæiske markeder blev netop ikke stoppet i tide, men fik i stedet lov at fortsætte forbi grænsen hvor det var for sent. Resultatet ses i dag i form af den verserende kreditkrise, som har medført de værste økonomiske tømmere, den globale økonomi har oplevet siden krisen i 1930'erne.

Kreditkrisen har betydet, at enorme værdier er forsvundet ud i den blå luft, efterhånden som de finansielle markeder er styrtstykket. Samtidig har analytikere, valuarer og investorer forgæves forsøgt at prisfaste markedsværdierne, men har gang på gang måtte nedjustere estimerne, i takt med nye bundniveauer er blevet realiseret.

Den negative udvikling har fået mange landes økonomier til at gå i recession, samtidig med, at arbejdsløsheden tordner opad. Troen på, at de effektive markeder vil nå at afbøde de dystre økonomiske fremtidsudsigter, er for længst forsvundet, hvilket har ført til statslig indgriben i de ellers frie markedskræfter.

De ændrede markedsvilkår tegner et dystert fremtidsbillede for selskaberne og heriblandt den danske emballageproducent Brødrene Hartmann A/S. Selskabets markedsmæssige situation afviger dog fra det generelle virksomhedsbillede. Brødrene Hartmann A/S oplevede allerede for flere år siden en kolossal nedtur, som medførte økonomisk krise og afskedigelse af den daværende ledelse.

I kølvandet herpå fulgte lanceringen af en større turnaround strategi for selskabet. Denne indebærer store strukturelle ændringer i form af tilbagetrækning til selskabets hovedmarkeder og fokus på kerneforretningen indenfor støbepapproduktion.

¹ William McChesney, nationalbankdirektør i USA fra år 1951 til 1970

Hartmanns situation som turnaround virksomhed medfører særlige udfordringer i forbindelse med værdiansættelse. Kombinationen af ny strategi og ændret forretningsgrundlaget gør, at historiske tendenser ikke kan anvendes fremadrettet, uden en grundig vurdering af påvirkningerne fra de ændrede forretningsbetingelser. Værdiansættelsen stiller således særlige krav til analytikerens evne til, at sammenkoble de strategiske og økonomiske aspekter i et værdimæssigt perspektiv.

Kreditkrise har endvidere vakt en undren over forskellen mellem den nuværende markedsmæssige prissætning og de fundamentale værdier. I en tid hvor markedet synes præget af urationel adfærd kan man stille sig spørgsmålet: Er der tale om en overreaktion i markedet, eller kan man stole på læresætningen ”markedet har altid ret”?

Kun tiden kender svaret, men ovenstående aspekter har vakt vores fagligt nysgerrighed og vi er derfor motiverede for at danne vores egen holdning til værdien af Brødrene Hartmanns A/S.

1.1 Problemformulering

Det overordnede mål med denne afhandling er en strategisk værdiansættelse af emballageproducenten Brødrene Hartmann A/S.

Hartmanns situation som turnaround-virksomhed stiller adskillige ekstra udfordringer til værdiansættelsesprocessen. Den strategiske situation er meget uklar og det er tvetydigt om den nuværende strategi vil bringe Hartmann permanent fremgang, eller om nedturen har bidt sig endegyldigt fast.

Regnskabsmæssigt er Hartmann en særlig udfordrende case, fordi frasalg og store forretningsomlægninger udvisker en stor del af den regnskabsmæssige historik, hvilket komplicerer budgetteringsarbejdet. Derudover vanskeliggøres analyserne af de operationelle og økonomiske forandringer der gør, at de teoretiske modellers forudsætning om stabilitet ikke overholdes.

Den verserende kreditkrise og den globale tilsidesættelse af de normale markeds kræfter bringer et ekstra perspektiv til værdiansættelsen. Aktiemarkederne er præget af panik, og regeringers subsidiering gør relative værdiansættelsesmodeller baseret på markedskurser enten ubrugelige eller svære at tolke.

Disse udfordringer gør Hartmann til et særligt interessant og udfordrende selskab at værdiansætte. Afhandlingens overordnede problemstilling er således:

Hvad er fair værdien af aktierne i Brødrene Hartmann A/S den 10. juni 2009.

Før den overordnede problemstilling kan adresseres, er der en række underliggende spørgsmål, der er nødvendige at afklare.

Efter en årrække med store forandringer, nedture og skiftende strategier er det essentielt at skabe en dybdegående indsigt i Hartmanns strategiske situation. Dette forudsætter grundige analyser af makroøkonomien, brancheforholdene og de interne forhold. De nuværende markedsforhold gør desuden Hartmanns konjunkturfølsomhed til et særligt relevant aspekt. Afhandlingen første delspørgsmål kan derfor formuleres således:

- *Hvad er Hartmanns strategiske situation, givet de makroøkonomiske, branchemæssige og interne forhold, der præger selskabet? Herunder hvad er Hartmanns konjunkturfølsomhed.*

Forståelsen af Hartmanns situation indebærer ligeledes relationen mellem den strategiske situation og selskabets økonomi. Hartmann har gennemlevet store forretningsmæssige og organisatoriske ændringer, hvilket vanskeliggør regnskabernes sammenlignelighed historisk. Den historiske rentabilitet skal udledes ud fra det nuværende forretningsgrundlag og ikke de historiske.

For at kunne udskille den del af den historiske rentabilitet der svarer til det nuværende forretningsgrundlag, foreligger der et omfattende udskilningsarbejde, baseret på den forretningsmæssige indsigt skabt i afhandlingens strategiske analyse.

Netop relationen mellem de strategiske aspekter og den regnskabsmæssige situation er nøglen til forståelsen af Hartmanns situation. Denne relation etableres ved at identificere de operationelle og strategiske faktorer, der driver udviklingen i de regnskabsmæssige nøgletal. Det andet delspørgsmål kan derefter formuleres:

- *Hvad er den normaliserede driftsmæssige rentabilitet af Hartmanns nuværende forretningsgrundlag.*

Med dybdegående indsigt i både den strategiske og den regnskabsmæssige situation, er fundamentet lagt for en realistisk budgettering af den fremtidige økonomiske performance. Med afhandlingens foregående afsnit som referenceramme, kan det tredje delspørgsmål således formuleres:

- *Hvad er Hartmanns forventede økonomiske udvikling, givet den strategiske og finansielle situation.*

Den nuværende tilstand på aktiemarkedet tilføjer værdiansættelsen væsentlige usikkerhedsmomenter, sammenlignet med normaliserede markedsforhold. Før et resultat af værdiansættelsen fremkommer, er det derfor nødvendigt, at tage stilling til valg af værdiansættelsesmodel. Modellen skal både afspejle Hartmanns situation og den konkrete situation på aktiemarkedet. Afhandlingens fjerede delspørgsmål kan således formuleres:

- *Hvilken værdiansættelsesmodel er den bedst egnede til værdiansættelse af Hartmann, under hensyn til den nuværende situation både internt og i omverdenen.*

Besvarelsen af de fire delspørgsmål afføder endvidere en række afledte spørgsmål der forudsættes besvaret før svaret på delspørgsmålene fremkommer. Et eksempel herpå er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC.

Efter besvarelsen af de fire ovenstående delspørgsmål er det herefter muligt at besvare afhandlingens overordnede problemstilling. Besvarelsen af denne vil ske fra en veldiversificeret langsigtet privat investors synsvinkel, der anskuer selskabet på stand alone basis.

1.2 Metode- og modelvalg

I dette afsnit vil vi beskrive valget af undersøgelsesdesign², og den måde indsamling, analyse og tolkning af data er struktureret i opgaven. Målet er at give læser et overblik over afhandlingens metodiske tilgang for at fremme forståelse af de analytiske sammenhænge. Læser kan med fordel have opgavens undersøgelsesdesign i baghovedet under gennemlæsningen.

² Kilde: Den skinbarlige virkelighed, s. 139

1.2.1 Informationsindsamling

Afhandlingen vil indtage den eksterne investors synsvinkel. Dette indbefatter, at opgaven er alene bygger på offentlig tilgængelig information.

1.2.1.1 Datagrundlag

Datagrundlaget bygger fortrinsvis på sekundært data i en kombination af kvalitative og kvantitative data. De mest centrale informationer stammer fra Hartmanns egne årsrapporter, statistiskdata, børsmeddelelser, avisartikler og diverse markedsundersøgelser. Derudover har vi deltaget i et investormøde afholdt af Hartmann i samarbejde med Dansk Aktionærforening.

1.2.1.2 Teori

Den efterfølgende proces samler sig om transformationsprocessen fra det indsamlede data til brugbar viden i henhold til vores problemformulering. Afhandlingens vidensproduktion vil bygge på deduktive slutninger³. Vi vil således benytte teoretiske modeller til at strukturere og fortolke data og herudfra danne vores konklusioner. Derudover er der anvendt teori indenfor flere forskellige økonomiske discipliner, som er udvalgt efter det konkrete analyseformål. Vi har tilstræbt at læse de originale kilder, hvis der har opstået forståelsesmæssige uoverensstemmelser med de benyttede lærebøger.

1.2.2 Undersøgelsesdesign

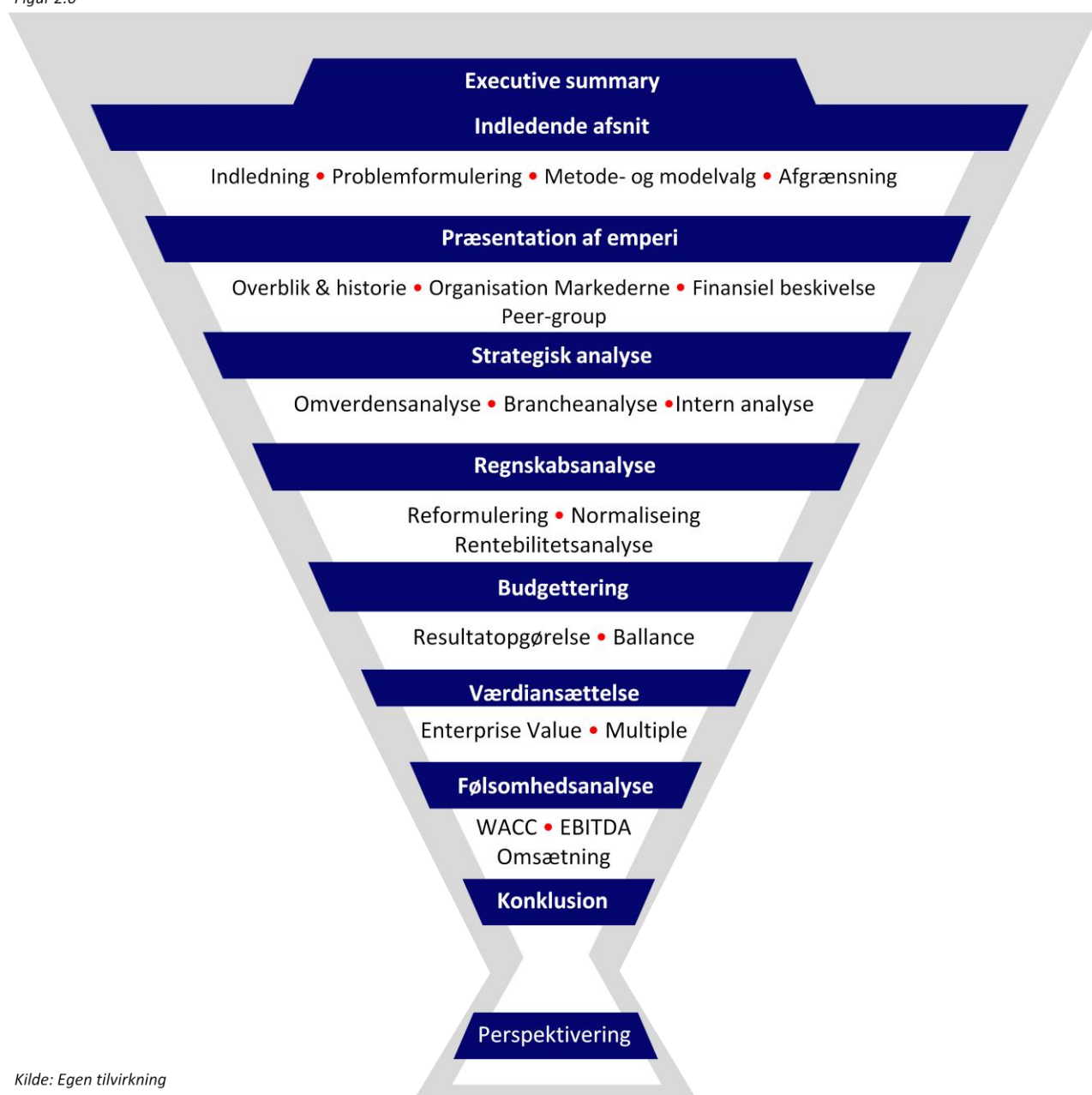
Der findes mange teoretiske skoler indenfor strategisk værdiansættelse, hver med sin holdning til fremgangsmåder. Vores holdning er, at den bedste målopfyldelse opnås ved at udarbejde et case-specifikt undersøgelsesdesign. Derfor er undersøgelsesdesignet til denne afhandling specielt tilpasset Hartmanns situation efter samråd med ekstern lektor Carsten Kyhanuv.

Afhandlingens undersøgelsesdesign og dermed fremgangsmåden i opgaven er illustreres i nedenstående Figur 2.0. Udgangspunkt er et bredt analytisk fokus, som indsnævres ned gennem opgaven. Analyserne vil slutteligt udmunde i en opsummerende SWOT-model, som efterfølgende vil danne referenceramme for den senere budgettering og værdiansættelse.

³ Kilde: Den skinbarlige virkelighed, s. 39

I gennem opgaven vil de forskellige afsnit interagere med hinanden, da de udfærdigede konklusioner løbende vil relateres til konteksten i de senere afsnit. Derudover vil der undervejs være henvisninger til allerede foretagne analyser, for at synliggøre baggrunden for de fremkomne slutninger.

Figur 2.0



Kilde: Egen tilvirkning

1.2.2.1 Præsentation af empiri

Præsentation af empiri har til formål at indvie læser i to centrale opgavedele. Første fokusområde omhandler introduktion af Hartmann, herunder selskabets historik, finansielle udvikling og fremtidsperspektiver. Det andet fokusområde omhandler udarbejdelsen af en repræsentativ peer-group, som skal tjene som benchmarking igennem regnskabsanalysen.

1.2.2.2 Strategisk analyse

Det strategiske afsnit er opbygget over en treleddet analysestruktur. Overordnet analyseres den makroøkonomiske omverden. Derefter indsnævres fokus til at analysere branchen, og slutteligt vil det analytiske fokus være på Hartmanns interne forhold.

Makroanalyse

Den første del af macroanalysen tager udgangspunkt i en analyse af de omverdensfaktorer, som påvirker emballageindustrien. Analysens formål er at få klarlagt de centrale trends og drivers i omverdenen, som vil diktere den fremtidige udvikling i industrien. Da emballageindustrien i dag er en verdensomspændende industri, som påvirkes af mange globale makroøkonomiske faktorer, har vi valgt at benytte PESTLE-modellen i analysen. Modellen skaber en struktureret analyse af henholdsvis de Politiske, Økonomiske, Sociokulturelle, Teknologiske, Lovgivningsmæssige og Miljømæssige (Environmental) omverdensforhold.

PESTLE-analysen vil blive suppleret med en mere branchespecifik analyse i form af Porters Five Forces-modellen⁴. Modellen analyserer Hartmanns muligheder for at restrukturere branchestrukturerne til egen fordel og dermed gøre branchen mere profitabel. Porters 5-forces model er forankret i den neoklassiske teori, hvor virksomhedens interne forhold marginaliseres til en produktionsfunktion – en såkaldt blackbox⁵. Der er fokus på branchen og de eksterne faktorer, som påvirker virksomhederne. Det er en statisk teori, der ikke tager højde for virksomhedernes interaktion med hinanden og endvidere udelukker muligheden for læring over tid. Five Forces fokuserer på fem centrale konkurrencekræfter i form af leverandørerne og kundernes forhandlingskraft, truslen for nye udbydere og substituerende produkter på markedet, for til slut at analysere den indbyrdes konkurrence mellem emballagevirksomhederne.

⁴ Kilde: Exploring Corporate Strategy side 86.

⁵ Kilde: Økonomisk metodologi, side 68.

Microanalyse

Micoranalysen fokuserer på Hartmanns ressource- og kompetenceområder. Analysen skal ses som en naturlig forlængelse af den foregående makroøkonomiske analyse, da et positivt resultat i analysen af brancheattraktiviteten ikke nødvendigvis har nogen værdi for Hartmann, hvis man ikke råder over de rette kompetencer til for at udnytte branchens attraktivitet.

I mikroanalysen har vi valgt at benytte analysemodeller, som er teoretisk forankret i den ressourcebaserede teori. Den ressourcebaserede teori fokuserer til forskel for neoklassiske teori på virksomhedens interne forhold og udgør dermed et godt supplement til den foregående analyse. Ressourcebaseret teori argumenterer for, at virksomhedernes forskellighed skyldes, at de over tid akkumulerer viden, som udvikler deres individuelle kompetencer forskelligt, hvilket resulterer i en differentieret udnyttelse af ressourcerne⁶. Teorien opdeler virksomhedens ressourcer i nødvendige og unikke ressourcer og det er samspillet mellem disse og virksomhedens aktiviteter, der kan skabe økonomisk værdi. Hvis dette sammenspil mestres, besidder selskabet en ny ressource i form af en kompetence. At råde over en kompetence er dog kun værdiskabende, hvis virksomheden er bevidst om kompetencen og kan sælge den i markedet.

For at afdække Hartmanns aktiviteter benyttes Porters værdikæde. Modellen vil anskueliggøre Hartmanns forskellige aktiviteter og danne grundlag for at identificere Hartmanns kompetencer. Styrken ved Porters værdikæde er, at den specifikt er målrettet produktionsvirksomheder, og derfor adskiller de enkelte aktiviteter i værdiskabelsen, så kompetenceområder kan identificeres i forhold til hver aktivitet. Analysen vil genere informationer om Hartmanns muligheder for at udnytte og tilpasse sig udviklingen i omverdenen og dermed styrke realismen i vurderingen af Hartmanns fremtidige indtjeningsmuligheder.

Til slut i afsnittet opsamles de vigtigste pointer fra den strategiske analyse i en SWOT-model. Det er meningen, at den strategiske analyse skal fungere som referenceramme til afhandlingens efterfølgende afsnit. Specielt i den påfølgende regnskabsanalyse, vil resultaterne af den strategiske analyse være afgørende for forståelsen af den finansielle udvikling, og med henblik på at forstå effekterne af de strategiske ændringer. I forbindelse med budgetteringen er det netop den strategiske indsigt og evnen til at løfte denne ind i et økonomisk perspektiv, der er afgørende for realismen af budgetterne

⁶ Kilde: Økonomisk metodologi, side 317.

1.2.2.3 Regnskabsanalyse

Før påbegyndelsen af regnskabsanalysen, er det helt essentielt, at datagrundlaget er af en sådan kvalitet, at det kan tjene som grundlag for pålidelige analyser. Regnskabsanalysen indledes derfor med en vurdering af regnskabets kvalitet. I vores funktion som egenkapitalfokuserede analytikere, består en stor del af arbejdet i at vurdere indtjeningskvaliteten i Hartmanns regnskaber og korrigere disse til den efterfølgende rentabilitetsanalyse.

I rentabilitetsanalysen udledes de historiske nøgletal, som senere skal danne baggrund for budgetteringsafsnittet. Igennem analysen vil vi vurdere Hartmanns performance, ved blandt andet at sammenligne nøgletallenes niveau og udviklingsretning, med den udarbejde peer-group.

Nøgletallene vil ligeledes blive dekomponeret, så det fremgår hvilket faktorer der er baggrunden for udviklingen i det analysere nøgletal. Dette vil synliggøre Hartmanns fundamentale valuedrivere og skabe den centrale forbindelse mellem strategi og regnskabsanalyse.

1.2.2.4 Valg af værdiansættelsesmodel

I dette afsnit diskuteres valget af værdiansættelsesmodel i henhold til forskellige kontekstuelle forhold. Derudover behandles baggrundene for forskelle mellem værdimodelsestimater og aktuelle markedskurser.

1.2.2.5 Budgettering

Budgetteringen af Hartmanns fremtidige økonomiske udvikling tager udgangspunkt i den strategiske analyse og den historiske regnskabsanalyse. Her er det afgørende, at der skabes klar sammenhæng mellem de strategiske operationelle faktorer og de regnskabsmæssige effekter, som argumentation for udviklingen.

1.2.2.6 Estimation af WACC

Fastlæggelsen af det samlede afkastkrav på Hartmanns fremtidige forretning er sidste skridt før den endelige værdiansættelse. I udarbejdelsen af den påhæftede kapitalomkostning kræves en fastlæggelse af den fremtidige kapitalstruktur, samt en estimation af ejernes og fremmedkapitalinteressenternes afkastkrav.

1.2.2.7 Værdiansættelse

Der findes i finansielle teori et utal af forskellige værdiansættelsesmodeller, der ud fra forskellige principper, hver især angiver en metode til værdiansættelse. Valget af værdiansættelsesmodel afhænger af mange forskellige faktorer, men skal være en funktion af Hartmanns konkrete case.

Da vi i denne afhandling har valgt, at udarbejde en værdiansættelse baseret på strategiske og regnskabsmæssige analyser, er valget faldet på en metode indenfor de kapitalværdibaserede DCF-modeller. For at validere denne værdiansættelse, var ønsket at kombinere denne med en af de relative værdiansættelsesmodeller, i henhold til den udarbejdede peer-group. Dette har dog vist sig at være problematisk pga. den krisen på de finansielle markeder, hvor markedet ikke kun er drevet ud fra fundamentale værdier, men også en høj grad af psykologi. Muligheden for at ende op med to meget afvigende virksomhedsværdier er derfor overvejende til stede. Det altovervejende spørgsmål er i den henseende, om aktiemarkedet tager forskud på en længerevarende økonomisk nedtur og dermed lavere virksomhedsværdier, eller om udfaldet af den strategiske værdiansættelse giver et mere retvisende billede af de fremtidige indtjeningsmuligheder og dermed en mere præcis værdi.

1.2.2.8 Følsomhedsanalyse

I følsomhedsanalysen ønsker vi at illustrere sensitiviteten i værdiansættelsen af Hartmann. Scenarierne vil være bygget op omkring forskellige udviklingsretninger for de mest centrale variable i værdiansættelsesmodellen. Målet er at give læseren et overblik over spændet i værdiestimatet på Hartmann, alt efter hvilken udvikling der kommer til at præge virksomheden i fremtiden.

1.2.3 Afgrænsning

Vi har i denne afhandling valgt at behandle de anførte områder i problemformuleringen, da vi mener, at disse bidrager til den største målopfyldelse. Som en konsekvens heraf, har vi afgrænset os fra en række områder.

Værdiansættelsen er baseret på den eksterne investors synsvinkel og som følge deraf bygger analysen kun på offentlig tilgængelig information. I opgaven afgrænser vi derfor fra al anden information, som ikke er offentlig tilgængelig. Vi har ydermere valgt at se bort fra specifikke investorrelaterede forhold, herunder personlige skattesatser, der kan have indflydelse på den individuelle investors investeringscase. Derudover vil vi i opgaven ikke gå i dybden med de valgte modellers teoretiske forudsætninger og bevisførelse for deres berettigelse.

2.0 Præsentation af empiri

I dette afsnit vil vi at give en præsentation af Hartmann og den udviklingen selskabet har undergået. Målet er at give læseren et dybdegående kendskab til Hartmann, herunder virksomhedens forretningsområder, finansielle udvikling og fremtidsperspektiver. Dette ønsker vi at opnå gennem en struktureret gennemgang af virksomhedsspecifik empiri samt anden relevant information indenfor samme kontekst.

2.1 Overblik og historie

Brødrene Hartmann A/S blev grundlagt i år 1917 af de tre brødre Louis, Carl og Gunnar Hartmann. Efter grundlæggelsen erhvervede brødrene rettighederne til at producere emballage i miljøvenlig støbepap, samtidig med at de udviklede en maskine til produktion af æggebakkeemballage. Den første fabrik blev etableret i Lyngby, men ikke længe efter fulgte endnu en fabrik i Tønder og herfra tog produktionen af ægemballage for alvor fart. Den positive udvikling gjorde, at Hartmann i 1982 valgte at lade sig børsnotere på Københavns fondsbørs.

Op gennem 1990'erne opbyggede Hartmann et positivt problem. Udvikling i salget af æggebakker havde resulteret i, at selskabet var blevet overkapitaliseret. Ledelsen stod derfor mellem valget, at øget udlodningen af udbytte til aktionærene eller reinvestere pengene i selskabet. Ledelsen valgte, at reinvestere pengene og med det øgede kapitalgrundlag blev det besluttet, at forfølge en storstilet globaliseringsstrategi, hvor målet var vækst i omsætningen og global ekspansion. Strategien tærede imidlertid så hårdt på selskabets egenkapital, at strategien måtte indstilles igen.

Den mislykkede strategi havde ført selskabet tæt på et økonomisk kollaps og den daværende ledelse blev fyret. Hartmanns nye ledelse besluttede at gennemføre en stor overordnet turnaround-strategi, hvor det strategiske fokus var at konsolidere sig og skabe indtjening frem for omsætningsvækst. Den nye turnaround-strategi har igen givet forhåbninger om en lysere fremtid for Hartmann og sine hårdtprøvede aktionærer. Hartmann oplever igen positiv fremgang i kerneforretning, og samtidig er det lykkedes at gennemføre en aktieemission, der har øget ledelsens strategiske handlefrihed en smule.

Figur 2.0

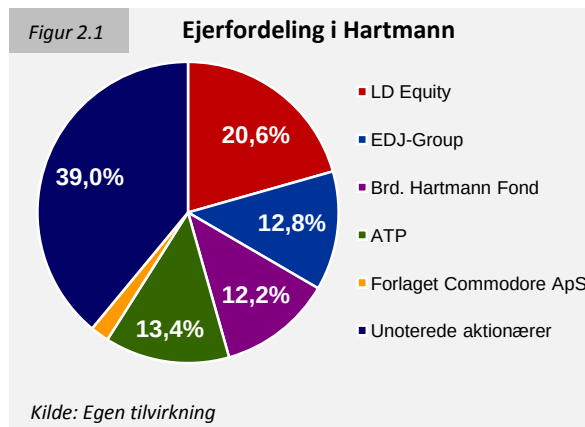


Kilde: Egen tilvirkning

2.2 Ejerskab og aktiebeskrivelse

Hartmann er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S og er klassificeret under SmallCap+ indekset. Aktiekapitalen udgjorde i juni år 2008 nominelt kr. 140,3 mio.⁷, og var indtil for nylig fordelt på tre aktieklasser, A-, AA- og B-aktier. Ejerfordelingen i Hartmann fremgår af Figur 2.1.

Stemmerettighederne var fordelt således, at én b-aktie repræsenterede én stemme, mens A- og AA-aktierne repræsenterede en stemmevægt der var 10 gange større⁸. Samtlige A og AA aktier var ejet af Brødrene Hartmann Fonden, hvilket på daværende tidspunkt svarede til 58,1% af stemmerne i selskabet, men kun 12,2% af aktiekapitalen. Dette har medført, at Brdr. Hartmann fonden har haft magten over selskabet.



Aktieklasserne har ført til en langsommelig beslutningsproces i Hartmanns bestyrelse og fondens indflydelse er ofte blevet beskyldt for at være hæmmende for Hartmann. For at fordele magten mere ligeligt mellem aktionærerne blev samtlige aktieklasser sammenlagt i juni år 2008. I dag repræsenterer hver aktie således én stemme. Ved samme lejlighed blev det besluttet at forbedre kapitalgrundlaget ved en aktieemission.

De to beslutninger var indbyrdes afhængige, da Hartmanns krisesituation ville afholde potentielle investorer fra at nytegne aktier, hvis de samtidig blev holdt udenfor indflydelse. Aktieemissionen blev en fuldttegnet succes, der skabte det kapitalgrundlag, der gør det muligt at forfølge den turn-around-strategi, der fortsat er under implementering i dag.

⁷ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 30

⁸ Kilde: Hartmanns årsrapport 2007, s. 20

2.3 Organisation

2.3.1 Koncernen

Hartmann er i dag en af verdens tre største producenter af ægemballage og er herudover specialiseret i udvikling af maskiner og teknologi til støbepapproduktion.

Efter mange års økonomisk nedtur, har virksomheden iværksat en større turnaround-strategi, under navnet ”forward to basic”. Formålet med strategien er, at rette op på virksomhedens negative udvikling. Dette skal ske gennem en delvis global tilbagetrækning, fokus på indtjening frem for vækst.

Organisationen skal sideløbende tilpasses konkurrencesituationen i markederne gennem produktions-effektivisering og automatisering. Dette har blandt andet medført udskiftninger i ledelsen, en ændring af organisationsstrukturen og reduktion i medarbejderbestanden.⁹

Ydermere har Hartmann opgivet sine aktiviteter i Sydamerika og Asien, så Hartmann i dag har produktionsfabrikker i 7 lande og salgskontorer i 12¹⁰, hvilket fremgår af Figur 2.2.

Figur 2.2 **Oversigt, Hartmanns aktiviteter**



Kilde: Egen tilvirkning

⁹ Kilde: Hartmann årsrapport 2008, s. 39

¹⁰ Kilde: Hartmann årsrapport 2008, s. 86

2.3.2 Bestyrelse og ledelse

Hartmann's bestyrelse og direktion har, grundet selskabets længerevarende negative udvikling, været genstand for en del udskiftninger.

I år 2001 overtog Asger Domino ledelsen af Hartmann efter den tidligere direktør Vagn Genter og det var under hans ledelse, at den fatale globaliseringsstrategi blev iværksat. Dette førte til Asger Dominio's firing i år 2006 og efterfølgende ansættelse af Peter Arndrup Poulsen som ny direktør.

Bestyrelsen i Hartmann har ligeledes været udsat megen udskiftning, og der er således kun 2 gengangere fra den siddende bestyrelse i år 2005. Bestyrelsen og direktionen består i 2008 af følgende, jf. Figur 2.3.

Figur 2.3

Overordnet ledelse	
Ledelse	Titel
Direktion	
Peter Arndrup Poulsen	Administrerende direktør
Tom Wrensted	Koncernfinansdirektør
Bestyrelse	
Erik Højsholt	Formand
Walter V. Paulsen	Næstformand
Niels Hermansen	Alm. medlem
Michael S. Nielsen	Alm. medlem
Peter-Ulrik Plesner	Alm. medlem
Hans Vihelmsen	Alm. medlem
Ove Brandt	Alm. medlem

Kilde: Egen tilvirkning

2.3.3 Ansatte

Hartmann har igennem mange år haft 1900 til 2000 ansatte. I forbindelse med turnaround-strategien, ønsker ledelsen at nedbringe de faste omkostninger i organisationen ved at øge automatiseringen på virksomhedens fabrikker¹¹. Dette har resulteret i omfattende afskedigelser i 2008, hvoraf effekten af disse forventes fuldt implementeret i år 2009, jf. Figur 2.4.

Figur 2.4

Udviklingen i medarbejderstaben						
År	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Antal medarbejdere	1.855	2.091	1.901	1.929	1.946	1.629
<i>Indeks, år 2003</i>	<i>100</i>	<i>113</i>	<i>102</i>	<i>104</i>	<i>105</i>	<i>88</i>

Kilde: Egen tilvirkning

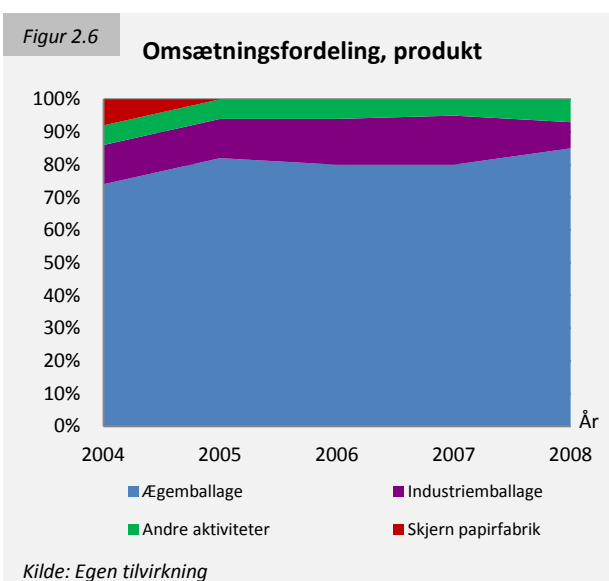
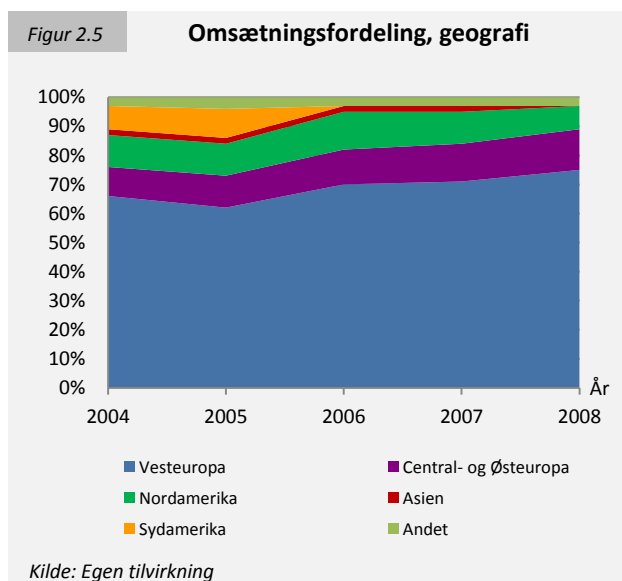
¹¹¹¹ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 8

2.4 Markedet for støbepapemballager

Det totale verdensmarked for støbepapemballager er domineret af tre udbydere, der tilsammen har halvdelen af den globale omsætning. Af disse tre, er Hartmann den eneste virksomhed, der har støbepap som primært forretningsområde. Resten af verdensmarkedet er besat af mindre lokale producenter¹².

Hartmann opererer på nuværende tidspunkt på 24 markeder og af den samlede omsætning på kr. 1.491mio. i år 2008 afsættes 98% af salget uden for Danmarks grænser. Derudover har Hartmann frem fabrikker i Europa, én i Nordamerika og én i Israel, samt 12 salgs- og repræsentationskontorer. Den igangværende turnaround medfører, at Hartmann er i gang med at trække sig ud af flere markeder, hvilket blandt andet gælder det sydamerikanske marked.

Hartmanns markeder kan inddeles i fire overordnede segmenter: Ægemballager Europa, Ægemballager Nordeuropa, Industriemballager og Øvrige forretningsområder. Figur 2.6 viser udviklingen i omsætningsfordelingen mellem forretningsområderne. Bemærk at Asien og Sydamerika ikke længere er en del af Hartmanns forretning. Derudover viser Figur 2.5 den geografiske omsætningsfordeling. Området ”øvrige forretningsområder” dækker over forretningsområdet Hartmann Technology, som producerer maskiner til produktion af emballage, et kraftvarmewærk og andre koncernfunktioner¹³.



¹² Kilde: Hartmann årsrapport 2007, s. 8

¹³ Kilde: Hartmann årsrapport 2007, s. 37

I nedenstående Figur 2.7 vises Hartmanns markeder med tilhørende omsætning i henhold til turna-round-strategien. Af oversigten fremgår tillige de markeder Hartmann er ved at trække sig ud af.

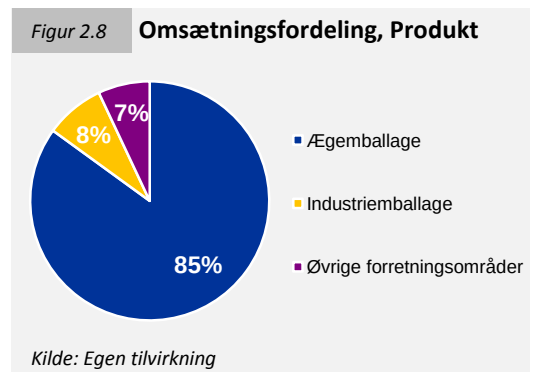
Figur 2.7

Markedsoversigt 2008			
Område	Lande	Omsætning, kr. mio.	Andel af omsætning, %
Vesteuropa 	 Belgien  Finland  Holland  Norge  Storbritannien  Tyskland  Danmark  Frankrig  Italien  Schweiz  Sverige  Østrig	1.113,2	74,7%
Central- og Østeuropa 	 Estland  Letland  Litauen  Kroatien  Rusland  Tjekkiet  Ungarn  Polen	201,1	13,5%
Nordamerika 	 Canada  Mexico  USA	123	8,2%
Sydamerika (ophørende aktiviteter) 	 Argentina  Brasilien  Chile	0	0,0%
Asien (ophørende aktiviteter) 	 Japan  Kina Sydøstasien	3,1	2%
Mellemøsten 	 Israel	50,5	3,4%
I alt (eksl. ophørte aktiviteter)		1.490,1	100%

Kilde: Egen tilvirkning

2.4.1 Ægemballage overordnet

Produktion af ægemballage er Hartmanns kerneforretning og udgjorde i år 2008 85% af den samlede omsætning. Figur 2.8 viser omsætningen fordelt på produktkategorier. Udviklingen på dette marked er altafgørende for Hartmanns overordnede performance, både på kort og lang sigt og derfor har der i forbindelse med den nye turn-around-strategi være et udbredt fokus på dette forretningsområde.



Ægemballage produceres i store serier og kan inddeles i fire primære produkttyper; discountemballage, standardemballage, højværdiemballage og transportemballage¹⁴. De fire emballagetyper er beskrevet mere indgående i nedenstående i Figur 2.9, for hvad angår design og anvendelsesområder indenfor de forskellige ægtyper.

Figur 2.9

Ægemballage, anvendelsesområder for æg- og emballagetype	
Produkt	Beskrivelse
Højværdiemballage 	Højværdiemballage er karakteriseret ved nye designs og muligheder for differentiering ved hjælp af indfarvning, designetiket og flerfarvetryk. Anvendes primært til emballering af specialæg som æg fra fritgående høns og økologiske æg.
Standardemballage 	Standardemballage er karakteriseret ved mere traditionelle designs, som er veletableret i markedet. Mulighed for differentiering ved hjælp af indfarvning, designetiket og flerfarvetryk. Anvendes oftest til emballering af standardæg.
Discountemballage 	Discountemballage er kendetegnet ved mere traditionelle designs (med eller uden vinduer i toppen), som er veletableret i markedet. Tilbydes i et begrænset antal farver med flerfarvetryk. Ingen mulighed for kundespecifik indfarvning eller designetiket. Anvendes oftest til emballering af standardæg, hovedsageligt buræg.
Transportemballage 	Transportemballage fremstilles i f.eks. 20 og 30 stk. bakker. Anvendes primært til distribution af æg mellem æg-producenterne og disses kunder.

Kilde: Egen tilvirkning og tekst fra Hartmanns årsrapport 2008

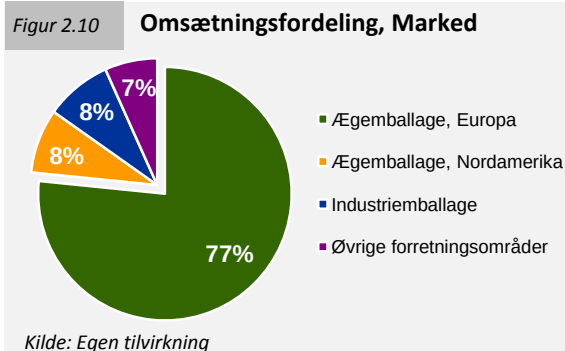
¹⁴ Kilde: Hartmann årsrapport 2008, s. 24

2.4.2 Ægemballage Europa

Ægemballage Europa er Hartmanns hovedmarked og udgjorde 77% af selskabets samlede omsætning i år 2008, jf. Figur 2.10. Udviklingen i dette marked er derfor helt central for Hartmann.

Forbruget af æg i Europa har i en lang årrække været meget stabilt¹⁵, hvilket ligeledes har kendetegnet markedet for salget af ægemballage. Markedet kan således betegnes som et modent og stabilt marked, med størst vækst indenfor højværdiemballage¹⁶. Den stigende efterspørgsel efter højværdiemballage skyldes forbrugernes øgede efterspørgsel efter bæredygtig emballage. Forbrugeres efterspørgsel medfører en øget efterspørgsel blandt detailkæderne. Derudover også ønsker detailkæderne anderledes emballageløsninger, der kan differentierer produkterne¹⁷. Dette er en positiv udviklingen for Hartmann, da den øgede efterspørgsel efter bæredygtigemballage medfører lavere prisfølsomhed på højværdiemballagemarkedet¹⁸.

Det fremgår af Figur 2.11 hvordan Hartmanns tidligere strategi med fokus på omsætningsvækst og mindre fokus på indtjening skinner igennem fra år 2004 til 2007. Omsætningen er over denne periode steg med 11%, samtidig med et fald i EBIT på 32%.



Figur 2.11

ÆG emballage Europa					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	950	994	1.044	1.046	1.142
Indeks oms., år 2004	100	105	110	110	120
EBIT	94	110	78	64	118
Indeks EBIT, år 2004	100	117	83	68	125

Kilde: Egen tilvirkning

Effekten af Hartmanns turnaround, er begyndt at slå igennem i år 2008, hvor omsætning og EBIT henholdsvis er øget med 9% og 83% i forhold til år 2007. Fremgangen i både omsætning og EBIT stammer bl.a. fra udflytningen af produktionen fra Tønder til Ungarn, samt en kombination af højere priser og bedre produktmiks. Forbedringen er sket på trods af stigende råvarepriser¹⁹.

Overordnet set er der sket en markant fremgang i Hartmanns performance på ægmarkedet i Europa.

¹⁵ Kilde: Se Appendix 2, forbrug af æg.

¹⁶ Kilde: Hartmann årsrapport 2007

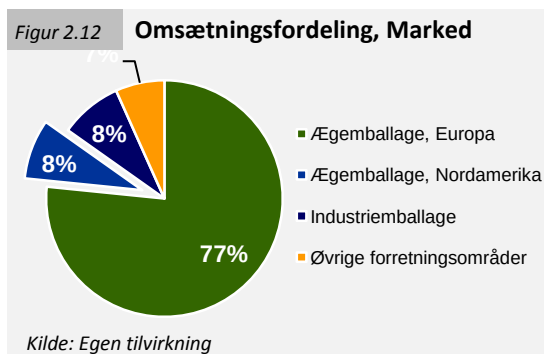
¹⁷ Kilde: Hartmann årsrapport 2007, s. 12

¹⁸ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 19

¹⁹ Kilde: Hartmann årsrapport 2008, s. 4

2.4.3 Ægemballage Nordamerika

Ægemballagemarkedet i Nordamerika udgjorde i år 2008 8% af Hartmanns samlede omsætning, jf. Figur 2.12. Markedet for emballage i Nordamerika er domineret af discount- og standardemballage, med en øget interesse for emballageprodukter i den øvre del af standardsegmentet. Det nordamerikanske marked for støbepapemballage udvikler sig generelt positivt, da



der er en fremherskende efterspørgsel efter bæredygtig emballage²⁰. Derudover er udviklingen i forbruget af æg pr. indbygger i USA relativ stabil. Fra år 2000 til 2007 steg forbruget således kun med ca. 4%.²¹

Fra år 2004 til 2008 faldt Hartmanns omsætning med 15% til kr. 123 mio., mens EBIT er steget hele 80%. I forhold til 2007, er omsætningen faldet med 16%. til kr. 123 mio. i 2008, mens EBIT er steget med 86% fra kr. -144 mio. til kr. -20,8 mio., jf. Figur 2.13.

Figur 2.13

ÆG emballage Nordamerika					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	144	140	153	147	123
Indeks oms., år 2004	100	97	106	102	85
EBIT	-162	-52	-46	-144	-21
Indeks EBIT, år 2004	100	168	172	111	187

Kilde: Egen tilvirkning

Den negative udvikling i omsætning og omkostninger skal i høj grad tilskrives finansielle forhold, i form af en ugunstig udvikling i kursforholdet imellem canadiske dollars og amerikanske dollars. Valutakursproblematikken opstår, fordi Hartmanns produktion af emballage foregår på fabrikken i Canada, mens salget hovedsageligt foregår på det nordamerikanske marked. Dette medfører, at produktionsomkostninger foreligger i canadiske dollar, mens salget sker i amerikanske dollars. Dette har skabt store problemer for Hartmann som følge af ugunstig kursudvikling mellem USD/CAD. For at forbedre dette forhold, har Hartmann forsøgt at afdække valutakurs risiko ved hjælp af finansielle instrumenter. Derudover har man forsøgt at nedbringe enhedsomkostningerne gennem automatiseringer produktionsprocessen i Canada.

²⁰ Kilde. Hartmann delårsrapport for 1. Halvår 2008 s. 7.

²¹ Kilde: http://www.hsus.org/farm/resources/pubs/stats_dairy_egg.html

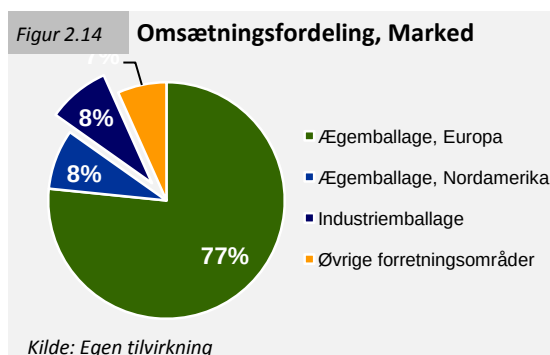
Den store stigning i EBIT fra år 2007 til 2008 skal fortrinsvis tilskrives nedskrivninger af aktiver og engangsomkostninger i år 2007 på kr. 116 mio.²² Det er dog også lykket Hartmann at opnå reduktioner i de faste omkostninger, samt forbedringer i driften²³.

Opsummerende er situationen i Nordamerika utilfredsstillende, men Hartmanns arbejder på at forbedre dette ved at afdække valutakursrisikoen, samt nedbringe omkostningerne ved effektivisering og automatisering af produktionsprocesserne. En positiv tendens på markedet er den stigende efterspørgsel efter bæredygtig emballage.

2.4.4 Industriemballage

Industriemballage dækker over indlægsemballageløsninger, og opdeles i display- og transportemballage og udgjorde i år 2008 8% af Hartmanns omsætning, jf. Figur 2.14.

Displayemballage dækker over emballageløsninger indenfor indpakning og beskyttelse af forbrugerelektronik, såsom mobiltelefoner, mp3-afspillere mv. og udgør over 90% af forretningsområdets omsætning. Transportemballage benyttes til opbevaring og transport af skrøbelige produkter såsom forbrugerelektronik, elpærer og lysstofrør. Produkterne anbringes i indlægsemballagen fra Hartmann før den omslutes af yderemballage. Kendetegnet for industriemballagemarkedet er, at emballagens udformning og visuelle fremtræden bliver mere kundespecifik og det bliver derfor sværere at føre et standardemballagesortiment²⁴.



Industriemballagemarkedet er meget konkurrencepræget og der konkurreres både på pris og leveringsbetingelser²⁵. Den korte livscyklus blandt moderne forbrugerelektronik gør, at der ofte introduceres nye produkttyper, der skal markedsføres med nyt emballagedesign, som skal passe til form og brandingstrategi. Dette stiller høje krav til samarbejdet emballageproducenten og kunderne, ligesom det er en forudsætning at produktionen hurtigt kan tilpasses nye emballagekrav.

²² Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 14

²³ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 14

²⁴ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 25

²⁵ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 25

Industriemballagemarkedet udgjorde i år 2008 i alt 8% af Hartmanns samlede omsætning. Indtil 2007 var omsætningen steget med 15%, mens EBIT var faldet med 42%, hvilket afspejler Hartmanns tidligere strategi med fokus på omsætningsvækst. I år 2008 ændres dette billede, hvilket skyldes implementeringen af turnaround-strategien, samt en negativ udvikling i kundeporteføljen²⁶.

Omsætningen fra år 2007 til 2008 faldet fra med 43% fra kr. 220 mio. til kr. 126 mio., hvilket især skal tilskrives tabet af forretningsområdet største kunden, en saneret produktportefølje, samt nedlukning af industriemballageaktiviteterne i Asien og Nordamerika²⁷, jf. højerestående Figur 2.15. Hartmann

Figur 2.15

Industriemballage					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	192	184	226	233	126
<i>Indeks oms., år 2004</i>	<i>100</i>	<i>96</i>	<i>118</i>	<i>121</i>	<i>66</i>
EBIT	38	20	9	-16	0
<i>Indeks EBIT, år 2004</i>	<i>100</i>	<i>53</i>	<i>24</i>	<i>-42</i>	<i>-1</i>

Kilde: Egen tilvirkning

har dog formået at forbedre EBIT fra kr. -16 mio. i år 2007 til kr. -0,3 mio. i år 2008, hvilket trinsvis skyldes forbedring af omkostningsniveauet og færre nedskrivninger i 2008.

Specielt tabet af storkunden har ramt Hartmann hårdt, da kunden udgjorde 65% af omsætning på industriemballagemarkedet. Som en konsekvens heraf har Hartmann valgt at lukke industriemballageproduktionen på fabrikken i Tønder og overføre den resterende del til fabrikken i Ungarn. Derudover er der iværksat initiativer for, at tiltrække nye kunder som kompensation for tabet af storkunden. Hartmann har dog opgivet industriemballage som et selvstændigt strategisk forretningsområde.

Fremtidsudsigterne tegner sig dystre for forretningsområdet. Markedet er domineret af globalt orienterede kunder, og der er en stigende tendens til, at produktionen af forbrugerelektronik udflyttes til Asien²⁸. Dette faktum er meget ugunstigt for Hartmann, der netop har valgt at nedlukke produktionsfaciliteterne i Asien og nu kun agerer i Europa. Derudover produceres forbrugerelektronikken i dag så hårdfør, at beskyttelsesemballage under transport ikke er nødvendigt. Derfor bliver mange af produkterne pakket direkte i den salgsklare emballage uden Hartmanns indlægsemballage.

Overordnet er situationen på markedet for industriemballage meget utilfredsstillende for Hartmann, men er trods alt i overensstemmelse med selskabets egne forventninger.

²⁶ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 14

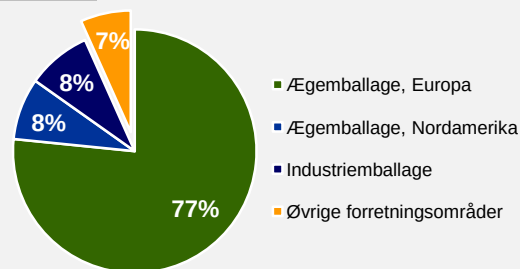
²⁷ Kilde: Hartmann delårsrapport 1 halvår 2008, s. 7

²⁸ Kilde: Hartmanns årsrapport 2008, s. 15

2.4.5 Øvrige forretningsområder

Øvrige forretningsområder omfatter Hartman Technology, kraftvarmedværket i Tønder og andre koncernfunktioner. Omsætningen udgjorde i år 2008 7% af Hartmanns samlede omsætning. Forretningsområdet udgør en strategisk supportfunktion til den primære forretning, i form af udvikling af maskiner, men har samtidig udviklet sig til at udgøre en mindre niceforretning, da maskinerne derudover sælges til andre emballageproducenter.

Figur 2.16 Omsætningsfordeling, Marked



Figur XX, Kilde: Egen tilvirkning

Omsætning er i år 2008 på sammen niveau, som i år 2004. I forhold til år 2007, er omsætningen steget fra kr. 65,7 mio. til kr. 100,3 mio. svarende til en stigning på 29%, jf. figur 2.17. Omsætningsstigningen har været positivt påvirket af salg af anlæg i Hartmann Technology. EBIT er tillige blevet forbedret i forhold til år 2007, fra kr. -50 mio. til kr. -19,1 mio., svarende til en forbedring på 58%.

Figur 2.17

Øvrige forretningsområder					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	100	97	52	66	100
Indeks oms., år 2004	100	97	52	65	100
EBIT	-45	-26	22	-50	-19
Indeks EBIT, år 2004	100	143	248	90	158

Kilde: Egen tilvirkning

Overordnet set er forretningsområdet ikke af væsentlig økonomisk betydning for Hartmann, men besidder en strategisk funktion da Hartmann Technology understøtter resten af virksomheden med udvikling af maskiner og viden om produktionsprocesser.

2.5 Finansiell beskrivelse

Hartmanns har de seneste mange år oplevet en negativ finansiell udvikling, hvilket i høj grad skyldes den tidligere strategi med fokus på omsætningsvækst og mindre fokus på indtjening. Denne strategi resulterede i perioden fra år 2003 til 2007 i, at omsætningen blev forøget med 17%, mens EBITDA faldt med 12%, samtidig med at EBITDA-margin faldt fra 10% til 7,6%. Udviklingen i EBIT var ligeledes negativ påvirket, da EBIT i samme periode faldt fra 62 mio. til -146 mio., samtidig med, at EBIT-margin faldt fra 3% til -10%.

Det samlede resultat for året blev historisk dårligt for Hartmann, da de måtte præsentere aktionærerne for et resultat for år 2007 på kr.-513 mio. Det store tab skyldes især ophørte aktiviteter i Sydamerika og Asien.

Efter mange år med skuffende resultater, iværksatte Hartmann en ny 3-faset turnaround-strategi, og effekten af denne er så småt begyndt at vise sig i årsresultaterne fra 2008, se Figur 2.18 nedenfor.

Figur 2.18

Resultatopgørelse, Hartmann 2003-2008						
Mio. kr.	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning ÆG Europa	-	950	994	1.044	1.046	1.142
<i>Indeks, år 2004</i>	-	100	105	110	110	120
Omsætning ÆG Nordamerika	-	144	140	153	147	123
<i>Indeks, år 2004</i>	-	100	97	106	102	85
Omsætning Industriemballage	-	192	184	226	233	126
<i>Indeks, år 2004</i>	-	100	96	118	121	66
Omsætning øvrige forretningsområder	-	100	97	52	66	100
<i>Indeks, år 2004</i>	-	100	97	52	65	100
Omsætning i alt, ex ophørte aktiviteter	1.276	1.387	1.415	1.475	1.492	1.491
<i>Indeks, år 2003</i>	100	109	111	116	117	117
EBITDA	129	60	159	168	106	193
<i>Indeks, år 2003</i>	100	47	123	130	82	150
<i>EBITDA margin</i>	10,1%	4,3%	11,2%	11,4%	7,1%	12,9%
EBIT	33	-126	53	62	-146	66
<i>Indeks, år 2003</i>	100	-382	161	188	-442	200
<i>EBIT margin</i>	2,6%	-9,1%	3,7%	4,2%	-9,8%	4,4%
Årets resultat efter skat (EAT)	-1	-123	28	-77	-514	-3

Kilde: Egen tilvirkning

Resultaterne fra år 2008 viser, at Hartmann opnåede en omsætning for år 2008 på kr. 1.491 mio. hvilket er på niveau med år 2007. Dette dækker over en forøgelse af omsætningen i ÆG Europa på 9%, men en omsætningsnedgang for ÆG Nordamerika og Industriemballage på henholdsvis med 16% og 46%.

EBITDA er i forbedret fra kr. 106 mio. til kr. 193 mio., samtidig med at EBIT er forbedret fra kr. -146 til kr. 66 mio. Dette har medført, at EBIT-margin er blevet forbedret fra -9,8% i 2007 til 4,4% i 2008.

Årets resultat efter skat blev tillige markant forbedret i forhold til året før, fra kr. -514 mio. til kr. -3 mio. Dette skyldes i høj grad et forbedret overordnet omkostningsniveau i Hartmann, samtidig med, at årets resultat i år 2007 var kraftigt påvirket af ophørende aktiviteter²⁹.

Vendes blikket mod udviklingen i Hartmanns balance fra år 2003 til 2007, fremgår den negative udvikling der fulgte i kølvandet på Hartmanns tidligere strategi, jf. Figur 2.19 nedenfor.

Figur 2.19

Balancetotal, Hartmann 2003-2008						
Mio. kr.	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiver i alt	1.593	1.504	1.599	1.438	1.220	1.189
<i>Indeks, år 2003</i>	<i>100</i>	<i>94</i>	<i>100</i>	<i>90</i>	<i>77</i>	<i>75</i>
Egenkapital	709	539	646	544	220	456
<i>Indeks, år 2003</i>	<i>100</i>	<i>76</i>	<i>91</i>	<i>77</i>	<i>31</i>	<i>64</i>
Rentebærende gæld, inkl.. Sydamerika	448	482	492	431	592	319
<i>Indeks, år 2003</i>	<i>100</i>	<i>108</i>	<i>110</i>	<i>96</i>	<i>132</i>	<i>71</i>
<i>Glæd/EK, %</i>	<i>63%</i>	<i>89%</i>	<i>76%</i>	<i>79%</i>	<i>269%</i>	<i>70%</i>
Netto arbejdskapital	112	144	123	93	132	100
<i>Indeks, år 2003</i>	<i>100</i>	<i>129</i>	<i>110</i>	<i>83</i>	<i>118</i>	<i>89</i>
Investeret kapital	810	979	1.026	911	995	727
<i>Indeks, år 2003</i>	<i>100</i>	<i>121</i>	<i>127</i>	<i>112</i>	<i>123</i>	<i>90</i>

Figur XX, Kilde: Egen tilvirkning

Her ses det, at den negative resultatudvikling har tæret hårdt på Hartmanns egenkapital. Egenkapitalen blev fra 2003 til 2007 reduceret med 69% fra kr. 709 mio. til kr. 220 mio. Samtidig steg Hartmanns rentebærende gæld med 32%.

²⁹ Kilde: Hartmanns Delårsrapport august 2008, s. 12

Dette medførte, at gæld-egenkapital forholdet udviklede sig fra at udgøre 63% i 2003 til at udgøre 269% i år 2007. Gælden udgjorde således en uforholdsmæssig stor andel af Hartmanns kapitalgrundlag, med stigende renteudgifter til følge. Dette resulterede i manglende handlefrihed for ledelsen og var en af hovedårsagerne til, at gennemførte en aktieemission i maj 2008. Denne resulterede i en kapitalrejsning på 252 mio. kr.³⁰. En stor del af den rejste kapital blev i samme periode brugt til at nedbringe den rentebærende gæld og Gæld-egenkapital forholdet blev nedbragt til 70%.

Af Hartmanns pengestrømsopgørelse, i Figur 2.20, fremgår det, at cash-flow fra driftaktiviteten fra perioden år 2003 til 2007 faldt med 20%. Den nye strategi har ændret denne udvikling, således er driftsaktiviteten blevet forbedret med kr. 45 mio. fra 2007 til 2008, svarende til ca. 80%.

Figur 2.20

Pengestrømsopgørelse for Hartmann 2003-2008						
Mio. kr.	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cash flow fra driftsaktivitet, for fortsættende aktiviteter	70	52	58	39	56	101
Indeks, år 2003	100	74	83	56	80	144
Cash flow fra investeringsaktivitet	-186	-91	-71	11	-142	-83
Indeks, år 2003	100	151	162	206	124	155
Frit Cash Flow	-116	-39	-13	51	-86	18
Cash flow fra finansieringsaktivitet	80	62	-28	-70	74	122
Indeks, år 2003	100	78	-135	-188	92	153
Cash flow fra fortsættende aktiviteter	-36	23	-42	-20	-12	140
Indeks, år 2003	100	264	83	144	67	489
Pengestrømme fra ophørte aktiviteter	10	0	25	-3	-65	0
Indeks år 2003	100	0	250	-30	-650	0
Pengestrømme i alt	-26	23	-17	-22	-76	140
Kilde: Egen tilvirkning						

Cash flow fra investeringsaktiviteten er overperioden fra år 2003 til 2008 faldet med 55% til kr. -85 mio. Kun i år 2006 var disse positiv, hvilket skyldes salget af selskabets hovedkontor og andre aktiver for i alt kr.115mio. Det kan diskuteres om nedbringelse af investeringsaktiviteten er godt eller skidt på længere sigt. Men i Hartmanns tilfælde er nedbringelsen positivt, da alle hidtidige investeringer har vist sig urentable og Hartmann råder ikke over ressourcer og kompetencer til at gøre disse rentable indenfor en acceptabel horisont. Frasalget har således været en nødvendig konsekvens for at overleve som virksomhed. Investeringerne i år 2008 er brugt i forbindelse med effektiviseringer på fabrikkerne i Nordamerika og Ungarn.

³⁰ Kilde: Hartmanns Del årsrapport august 2008, s. 2

Det frie cash flow har fra år 2003 til 2007 været negativt i alle år på nær år 2004. Cash flowet fra driften har således ikke været tilstrækkelig til at finansiere Hartmanns samlede investeringer. I 2008 opnåede Hartmann et positivt frit cash flow på kr. 18 mio. Denne udvikling skyldes en særdeles positiv udvikling i cash flow fra driftsaktiviteten, sammenholdt med et lavere investeringsniveau.

Cash flow fra finansieringsaktiviteten består hovedsageligt af optagelse og afdrag på lån. Cash flow fra finansieringsaktiviteten stiger kraftigt i år 2008, hvilket hovedsageligt skydes nettoprovenuet fra aktieemissionen.

Årets samlede pengestrømme, har fra år 2003 til 2007 været negative med undtagelse af ét enkelt år. Dette er fortrinsvist drevet af et fald i driftsaktiviteten, sammenholdt med en stor negativ investeringsaktivitet.

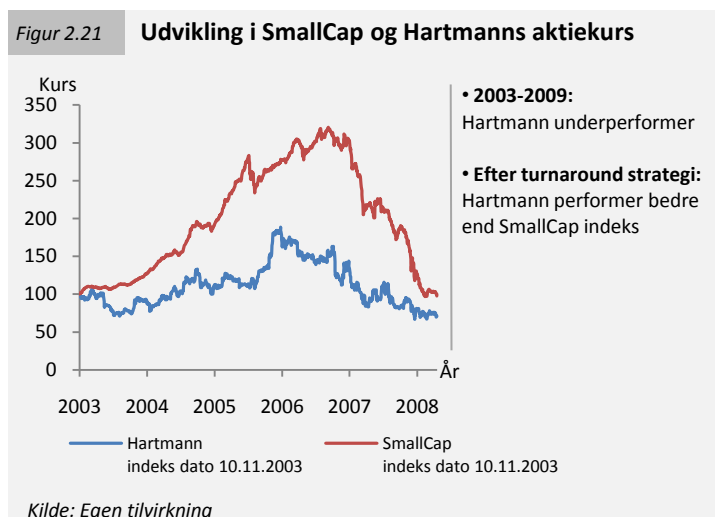
Implementeringen af den nye strategi, er begyndt at vise sin positive effekt, hvilket fremgår af udviklingen i år 2008. Her er årets pengestrømme igen positive med kr. 140 mio., hvilket skyldes emissionen, en lavere investeringsaktivitet og et forbedret cash flow fra driftsaktiviteten. Udviklingen i pengestrømsopgørelsen vidner om Hartmann, trods en lang negativ periode, er på rette spor. Det skal dog understreges, at situationen er fortsat skrøbelig og fremtiden er fortsat usikker.

2.5.1 Udvikling i Hartmanns aktiekurs

Udviklingen i Hartmanns aktiekurs og det samlede SmallCap indeks er illustreret i Figur 2.21. Udviklingen er vist fra den 10. november 2003 til den 24. maj 2009, hvor Hartmann aktiens udgangspunkt er kurs 104, mens SmallCap indekset ligger i kurs 1.460.

Af udviklingen i tabellen fremgår det, at Hartmann aktien, har underperformet

SmallCap indekset markant. Frem mod toppen i november 2006 stiger Hartmann 85% til kurs 193, mens SmallCap steg med 178% til kurs 4.066.



Herefter begynder Hartmann aktien en længerevarende nedadgående trend, således at kursen i dag er 82, svarende til et fald på 60% fra toppen i 2006. SmallCap topper først den 19.juli 2007 i kurs 4.723, hvorefter indekset indleder en nedtrend. SmallCap indekset ligger i dag i kurs 1.907, svarende til fald på ca. 60% fra toppen.

Sammenholdt over hele perioden er Hartmann aktien faldet med 26%, mens det samlede SmallCap indeks er faldet med 1,6%. Udviklingen har således været meget utilfredsstillende for Hartmanns aktionærer. Ser vi imidlertid på udviklingen fra starten af år 2007, hvor implementeringen af turn-around strategi begyndte, er Hartmann faldet 58%, mens SmallCap indekset er faldet med 66%. Udviklingen tyder på, at Hartmann grundet sine tidligere problemer har taget forskud på kreditkrisen og den allerede begyndende restrukturering har rustet virksomheden til de svære tider. Dette kan vise sig, at være til stor fordel for Hartmann i den fremtidige udvikling.

2.6 Peergroup

Formålet med dette afsnit er at udarbejde en repræsentativ peergroup. Primær-peergroup skal både tjene som benchmark i rentabilitetsanalysen og multipleanalyse. Som et supplement til dette udarbejdes en Sektor-peergroup, der alene vil blive brugt som benchmark i multipleanalysen.

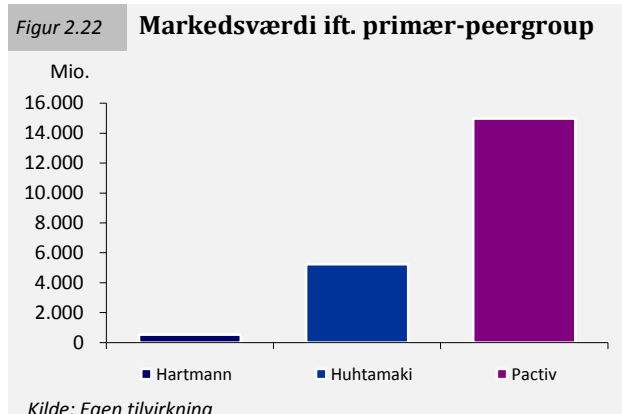
Anvendelse af peergroups stiller flere analytiske krav, for at selskaberne kan tjene som sammenligningsgrundlag. En forudsætning er, at selskaberne er sammenlignelige med hensyn til størrelse, produktmix, strategi og geografisk eksponering. Derudover er det et konsistenskrav, at regnskabspraksis er identiske i de forskellige selskaber.

Primær-peergroup består af Hartmanns to nærmeste konkurrenter, Huhtamaki og Pactiv. Selskaberne skal tjene som benchmark i rentabilitetsanalysen for hvad angår niveau og udviklingsretninger for valuedrivere. Dette vil bidrage med information om hvorvidt Hartmanns performance skyldes den generelle eller selskabsspecifikke forhold. Sektor-peergroup indeholder et generelt udpluk af virksomheder indenfor emballagebranchen. Formålet med dette er, at skabe et generelt billede af niveauforskelle i branche. Vi har ikke korrigeret selskaberne i Sektor-peergroup for afvigelser i regnskabspraksis. Det er derfor vigtigt, at resultaterne heraf tolkes med forbehold.

Det gælder for både Primær-peergroup og for Sektor-Peergroup, at fremadrettede estimer bygger på aktieanalytikeres konsensusestimater for de enkelte selskaber. I det efterfølgende vil der blive redegjort for henholdsvis primær-peergroupen og sektor-peergroupen.

2.6.1 Primær-Peergroup

Primær-peergroup består af Hartmanns to største konkurrenter på verdensmarkedet, finske Huhtamaki og amerikanske Pactiv. Begge selskaber er betydeligt større end Hartmann og der er stor forskellighed i geografisk eksponering og produktmix i forhold til Hartmanns, se Figur 2.22. Dette betyder, at det er nødvendigt at gøre selskaberne sammenlignelige med Hartmanns profil ved at korrigere for forskelle i regnskabspraksis i overensstemmelse med Hartmanns reformulerede regnskab.



2.6.1.1 Huhtamaki

Huhtamaki er en global finsk emballagekoncern, hvis forretning spænder over 35 lande, se info Figur 2.23. Selskabet er specialiseret i produktion af emballage i forskellige materialetyper, herunder papir, plastik og genbrugeligt støbepap. Derudover omfatter Huhtamakis forretning slag af produktionsanlæg. Sammenlignet med Hartmann, er Huhtamaki betydelig større og har en markedsværdi på kr. 5,2 mia. i forhold til Hartmanns kr. 0,52 mia.

Figur 2.23

Primær-peergroup	
Huhtamaki, år 2008	Info
Sektor	Materials, Paper Packaging
Land	Finland
Antal ansatte, stk.	14.664
Markedsværdi	Kr. 5.247.861.306
Omsætning	Kr. 16.831.802.000
Kilde: Egen tilvirkning	

Selskabet har den senere årrække haft en negativ økonomisk udvikling, hvilket har fået virksomheden til at ændre sit strategiske fokus mod de mest profitable forretningsområder. Dette betyder, at Huhtamaki, ligesom Hartmann, øger fokus på at producere bæredygtig emballage indenfor fødevaresektoren³¹.

³¹ <http://www.huhtamaki.com/AREN/2007/eng/operations/strategy.html>

Ifølge Hartmanns direktør, Peter Arndrup Poulsen, ligner Huhtamakis nye strategi på det europæiske marked en kopi af Hartmanns³². Dette vidner om en optrapning af konkurrencen mellem de to selskaber i Europa.

2.6.1.2 Pactiv

Pactiv er verdens største producent af emballage, og har hjemsted i USA, se info Figur 2.23. Ud over at servicere det amerikanske marked er Pactiv også repræsenteret i Kina. Med en markedsværdi på ca. kr. 15 mia. er selskabet en sværvægter i forhold til Hartmann og ca. tre gange så stor som Huhtamaki.

Figur 2.23

Primær-peergroup	
Pactiv, år 2008	Info
Sektor	Materials, Paper Packaging
Land	USA
Antal ansatte, stk.	12.000
Markedsværdi	Kr. 14.979.032.000
Omsætning	Kr. 19.587.110.000
Kilde: Egen tilvirkning	

Strategisk satser Pactiv på udvikling af deres eksisterende forretning og opkøb af konkurrerende virksomheder. Selskabet besidder en meget bred portefølje af forskellige emballagetyper indenfor emballering af forbrugervarer og fødevarerprodukter. Det meget brede sortiment gør, at Pactiv benytter mange forskellige materialetyper, herunder plast, aluminium, pap og genbrugeligt støbepap.

2.6.2 Korrektioner

Huhtamaki og Pactiv's mange forskellige forretningsområder gør, det nødvendigt, at korrigere selskabernes regnskaber. Derudover er det også nødvendigt, at tilpasse de to selskabers regnskabspraksis i forhold til Hartmanns.

Informationsniveauet i Huhtamaki og Pactiv's regnskaber gør imidlertid, at det ikke har været muligt at udskille de forskellige emballagetyper. Dette betyder at man ikke kan isolere den del af værdien, som kommer fra støbepapemballage forretningen. Der må derfor tages forbehold for Primær-peergroupens validitet i forhold til Hartmann. Dataene er imidlertid de bedste der er til rådighed til formålet. Selvom dette ikke er optimalt, vurderes nytteværdien alligevel at være så høj for analysen, at analysen alligevel gennemføres.

³² Kilde: Investormøde hos Hartmann A/S.

Regnskabspraksis for de to selskaber er imidlertid blevet korrigeret, så de er i overensstemmelse med Hartmanns regnskabspraksis. Dette indebærer, at regnskaberne er blevet korrigeret for ekstraordinære indtægter, nedskrivninger, restruktureringsomkostninger og ophørte aktiviteter. Derudover er der sket konvertering af operationel leasing til finansielleasing. Reformuleringen af regnskaberne fremgår af Appendix 9. og Appendix 10.

2.6.3. Sektor-peergroup

Sektor-peergroup består af 7 selskaber, der repræsenterer et generelt udsnit af emballageproducenter indenfor branchen³³. Sektor-peergroup og skal ses som et supplement til multipelanalysen.

Selskabernes regnskabspraksis er ikke blevet korrigeret i overensstemmelse Hartmanns regnskabspraksis. Optimalt set burde dette være blevet gjort, men vi har valgt at afgrænset os fra dette. Vores argument er, at informationerne udledt fra Sektor-peergroup alene skal benyttes til sammenligning af data, og ikke som grundlag for vores konklusioner. Til dette formål mener vi, at denne ukorrigerede Sektor-peergroup vil give et brugbart indblik i prissætning på markedet.

³³ Se Appendix 1 for en beskrivelse af selskaberne

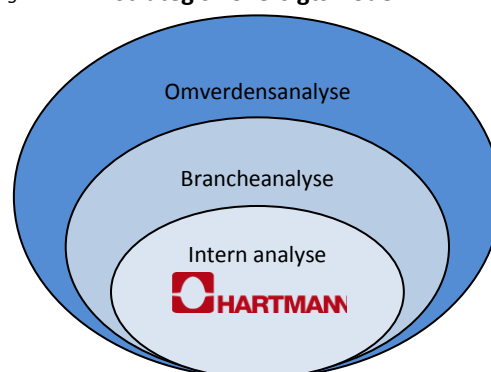
3.0 Strategisk analyse

Hartmann har igennem de seneste år gennemgået store forandringer, som en konsekvens af virksomhedens længerevarende økonomiske nedtur og ændrede strategiske fokus.

Formålet med afsnittet er at opnå et indgående kendskab til Hartmanns strategiske situation. Målet er at udarbejde et fyldestgørende datagrundlag, der i sammenhæng med afhandlingens økonomiske analyse understøtter budgetteringsprocessen og værdiansættelsesmodellen bedst muligt.

Analysen af Hartmanns strategiske situation tager udgangspunkt i en trefaset analyse, der først analyserer de makroøkonomiske omverdensforhold, dernæst de branchemæssige forhold, endelig de interne forhold.

Figur 3.0 **Strategisk oversigtsmodel**



Kilde: Egen tilvirkning

3.1 PESTLE analyse

Formålet med denne analyse er at skabe forståelse og overblik over de omverdensfaktorer, som influerer emballage industrien. Konklusionerne i analysen er basale for den endelige forståelse af Hartmann og den strategiske situation. PESTLE er en forkortelse for følgende omverdensforhold Political, Economic, Sociocultural, Technological, Legal og Environmental.

Ud fra en analyse af disse forhold er vores mål, at finde frem til ”the key drivers of change”, hvilket er de trends og drivere, som vil kunne ændre den fremtidige struktur i industrien. Med henblik på dette vil omverdensfaktorerne blive nedbrudt og behandlet enkeltvis nedenfor.

3.1.1 Political & Legal

Vi har valgt at lægge Political og Legal sammen fordi de, i denne kontekst, hænger tæt sammen. Reguleringen dikteres i høj grad af det politiske klima, der igen understøttes blandt befolkningerne i de vestlige lande³⁴. Emballagebranchen er præget af store investeringer og konkurrence på pris³⁵.

³⁴ Se PESTLE analyse, afsnit 3.1.3 om sociokulturelle forhold

³⁵ Se Brancheanalyse, afsnit 3.2

Politisk stabilitet, herunder lovgivning og afgiftspolitikker, har derfor afgørende betydning for konkurrencen blandt emballageproducenterne. Det er vigtigt for selskaberne at være på forkant med politik og lovgivning, så man kan reagere hurtigt på ændringer. Nedenfor belyses de vigtigste politiske og lovmæssige forhold der præger emballagebranchen.

De enkelte landes afgiftspolitik indenfor forskellige produktionsmaterialer, spiller en væsentlig rolle. Emballageproducenterne foretrækker naturligt de materialer der giver de største marginer, og indretter produktionen bedst muligt derefter. De senere år har miljøtrenden gjort, at vestlige landes regeringer, via afgiftspolitikken, har skabt betydeligt incitament for miljørigtig emballage. Flere heriblandt Hartmann har derfor vinklet deres produktion efter denne trend³⁶. Ved at favorisere miljørigtige emballagetyper med lavere afgifter, har politikere og lovgivningen således medvirket til at gøre materialets miljøprofil til en ny konkurrenceparameter.

Tilgængeligheden af energiressourcer er en anden vigtig politisk faktor. I denne sammenhæng menes der ikke blot tilgængelighed i form af tilstedeværelsen af energiressourcer, men høj grad også de lovmæssige muligheder for at udnytte ressourcerne. På politisk niveau spekuleres der meget i løsninger, der skal begrænse energiforbruget, hvilket hidtil har medført CO₂-kvoter og lignende begrænsninger. Kontinueret overvågning af den politiske udvikling er derfor vigtig, da der i stigende grad vil blive stillet krav til produktionsprocessernes miljøbelastning.

Indføringen af standardkrav for økologimærkning, og de øvrige klasser af æg, har ligeledes skabt nye konkurrencebetingelser for ægemballage i mange vestlige lande³⁷. Standardkravene foreskriver hvilke emballagetyper der må anvendes til de forskellige klasser af æg. Også her dikterer miljøtrenden en udvikling mod miljørigtig emballage.

En veludbygget infrastruktur er endnu en vigtig parameter. I en branche hvor man har stor gavn af stordriftsfordele, er man afhængig af transport. Med Hartmanns nylige tilbagetrækning til Europa og Nordamerika er selskabet mindre følsom på dette punkt, sammenlignet med tidligere, hvor man også producerede i lande der er mindre industrialiserede.

³⁵ Se Brancheanalyse, 3.2

³⁶ Se PESTLE analyse, afsnit 3.1.3 om sociokulturelle forhold

³⁷ Kilde: Landbrugsrådet

Overordnet er et stabilt politisk klima en betingelse for at kunne drive en effektiv forretning. Ved hyppige udsving i lovgivningen, gøres det svært for selskaber at tænke langsigtet, hvilket selvsagt vil forvride konkurrencen. Et eksempel herpå er skattepolitikken, hvor forskelle ikke blot kan give selskaber konkurrencemæssige fordele, sammenlignet med konkurrenter i højere beskattede lande. Men hvis satserne fluktuerer, hæmmes ledelsen også i deres beslutningsproces, og får svært ved at planlægge langsigtet.

Set fra emballageranchens synsvinkel har det politiske klima ikke været stabilt idet både miljøtrenden har medført dynamisk lovgivning indenfor flere af branchens interessefelter. De vigtigste af disse områder vedrører energiforbrug, CO2 kvoter og mærkningskrav der ligeledes præger slutbrugernes købsadfærd.

3.1.2 Economic

I dette afsnit beskrives de centrale økonomiske omverdensfaktorer som påvirker emballageindustrien, samt den betydning disse har for industrien.

Efter år med global økonomiske fremgang, oplevede verdensøkonomien i 2008 den største finansielle krise siden krisen i 30'erne³⁸. Krisen begyndte oprindeligt på det amerikanske boligmarked og spredte sig herefter til de amerikanske banker. De globaliserede finansmarkeder medvirkede til, at situationen hurtigt spredte sig til de europæiske banker og dermed til de øvrige europæiske sektorer. Krisen der er formentlig langt fra over, har allerede ført til flere bankkollaps verdenen over, til trods for flere landes forsøg på at afbøde krisen med hjælpepakker. Dette har tilsammen skabt enorm usikkerhed om den fremtidige udvikling i verdensøkonomien og meget tyder på, at de fleste lande står overfor en periode med lavkonjunktur og trængte vilkår for virksomhederne

Set fra et analytisk perspektiv, medfører denne usikkerhed desuden, at forudsigelser om den fremtidige udvikling og virksomhedernes fremtidige indtjening vanskeliggøres betydeligt. Dette problem forstærkes endvidere af aktiekursernes værdier i dag ikke afspejler selskabernes fundamentale værdier, og at selskaberne derfor er prissat med en tilsidesættelse af de normale prismekanismer. Med fastfrysningen af lånemarkederne og ringe finansieringsmuligheder på aktiemarkederne er selskabernes finansieringsmuligheder særdeles begrænsede, hvilket tilføjer en ekstra dimension til de negative effekter der følger af krisen.

³⁸ Kilde: Dagbladet Børsen, artikel: borsen.dk/okonomi/nyhed/148531/

3.1.2.1 ÆG forbrug

Med henblik på den fremtidige udvikling i salget af æggebakker, er det relevant at se nærmere på den historiske udvikling i forbruget af æg i forhold til de generelle konjunkturer. I Figur 3.1 er konjunkturerne målt ved udviklingen i renteniveauet og det reale bruttonationalprodukt³⁹.

Da der ikke foreligger tilstrækkelig data om det europæiske forbrug af æg, har vi

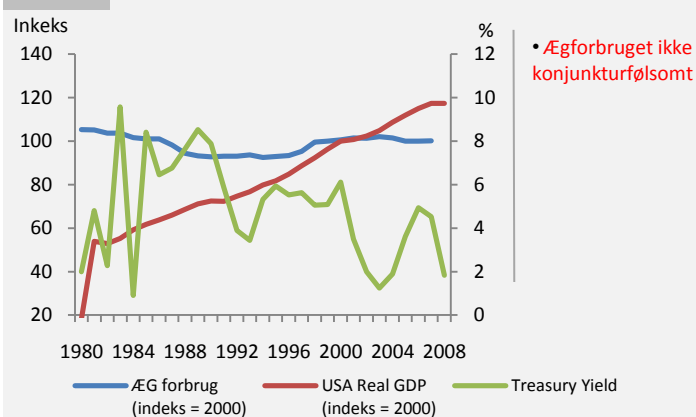
valgt at benytte data analogt fra det amerikanske marked. Der er tegn på at det europæiske og amerikanske marked ikke er fuldstændig sammenlignelige, men vores vurdering er, at disse er tilstrækkelig sammenlignelige til analyse af konjunkturfølsomheden.

Overordnet set viser den historiske udvikling, at forbruget af æg er faldet med 8% fra år 1980 til 2008. Udviklingen vider om, at ægforbruget har været i en nedadgående trend siden år 1980, kulminerende i år 1997 med et fald på 15%. Herefter er der sket positiv udvikling i forbruget af æg, så det i år 2008 ligger 7% højere end i år 1997. Generelt har forbruget af æg ligget nogenlunde status quo fra år 2000 til 2008.

Vi vil nu undersøge, om der er sammenhæng mellem forbruget af æg og udviklingen i det reale bruttonationalprodukt eller renteniveauet i samfundet. Analysen vil fortælle, om en forøgelse i den samfundsmæssige velstand påvirker forbruget af æg, eller om renteniveauet, som i udpræget grad påvirker folks disponible indkomst til forbrug, har en indvirkning for forbruget af æg.

Af den historiske udvikling ses det, at det reale bruttonationalprodukt for USA (Real GDP) har været stigende over hele perioden med samlet 64%. Renteniveauet har over perioden været meget volatilt, svingende fra 0,6% til 9,5%. Dog forekommer en nedadgående trend i renteniveauet fra 1990 til i dag, så renten i 2008 ligger på 1,8%. For at vurdere om der er en sammenhæng mellem forbru-

Figur 3.1 Udvikling i Æg forbrug, USA Real-GDP og Treasury Yield



Kilde: Egen tilvirkning

³⁹ Se Appendix 12. Egen regressionsanalyse af ægforbruget sammenholdt med bruttonationalproduktet.

get af æg og det reale bruttonationalprodukt eller renteniveauet, har vi valgt at teste dette ved en regressionsanalyse.

Af sammenhængen mellem forbruget af æg og real bruttonationalproduktet i USA fremkommer følgende data af regressionsanalysen jf. Figur

3.2. For at vurdere om esitmaterne er gode approksimationer for de rigtige alfa og beta værdier, testes værdierne i forhold til nulhypotesen og den alternative hypotese på et 5% signifikansniveau.

Figur 3.2

Real GDP USA og forbrug af æg			
Symboler	R^2	Koefficient	P-værdi for $H_0: \alpha, \beta = 0$
α_i	0,0000114	-0,0059	0,2492
β_i		0,0030	0,9824

Kilde: Egen tilvirkning

En accept af nulhypotesen, $\beta=0$, vil medføre at der ikke forekommer en lineær sammenhæng mellem udviklingen i Real GDP og forbruget af æg, mens en forkastelse af nulhypotesen og en accept af den alternative hypotese, $\beta \neq 0$, vil medføre en accept af en lineær sammenhæng.

Testen viser imidlertid, at p-værdien for $\alpha_i = 0$ ligger på 24,9%. Dette indikerer, at α_i kan antage 0 og det er dermed ikke muligt at på et 5% signifikansniveau at forkaste nulhypotesen. Ses vi på data for β_i , er p-værdien for $\beta_i = 0$ på 98,2%, hvilket stærkt indikerer, at der ikke er lineær sammenhæng og β_i med stor sandsynlighed antager 0. Samtidig viser R-kvadreret (R^2), at modellen ikke tilnærmelsesvis forklarer variationen i dataene.

Det kan ud fra testen hermed konkluderes, at der ikke er sammenhæng mellem udviklingen i det reale bruttonationalprodukt og forbruget af æg.

Ser vi på analysegrundlaget for en mulig sammenhæng mellem renteudviklingen og forbruget af æg viser regressionsanalysens Figur 3.3⁴⁰, at p-værdien for $\alpha_i = 0$ at være 37,7% og vi kan derfor ikke forkaste nulhypotesen og dermed at α_i kan antage 0. Ser vi på p-værdien for $\beta_i = 0$ er denne 11,7%, hvilket igen forkaster nulhypotesen på et 5% signifikansniveau. Samtidig viser R^2 , at modellen kun forklarer 9,5% af variationen i dataene.

Figur 3.3

Renteudvikling og forbrug af æg			
Symboler	R^2	Koefficient	P-værdi for $H_0: \alpha, \beta = 0$
α_i	0,09506	-0,0027	0,3772
β_i		-0,0062	0,1177

Kilde: Egen tilvirkning

⁴⁰ Se Appendix 12. Egen regressionsanalyse af ægforbruget sammenholdt med renten

Det kan derfor konkluderes, at der ikke er en sammenhæng mellem udviklingen i rentenniveauet og forbruget af æg.

3.1.2.2 Energipriser

Da emballagebranchen er præget af et stort fokus på lave omkostninger, er udviklingen i energipriserne meget vigtig for omkostningsniveauet i virksomhederne. En eventuel stigning i energipriserne får en direkte påvirkning af virksomhedernes indtjening, idet stigningen i råvarepriserne først kan overføres til kunderne med en vis forsinkelse.

Olie er en vigtigst energikilde indenfor for emballagebranchen, da den både indgår som en del af energiforsyningen, men også som materiale i emballage fremstillet af plast.olieprisen har siden 1980, hvor prisen var 98\$ pr. tønde, været i nedtrend og nåede bunden i 1998 i 16\$ pr. tønde. De efterfølgende år vender denne udvikling og der forekommer en eksplosiv stigning i prisen på olie, hvor denne toppe i 2008 på 100\$ pr. olietynde. Fra 2008 er olieprisen imidlertid faldet tilbage til et niveau på 45\$ pr. tynde.

Den eksplosive stigning i olieprisen op til år 2008 har i denne periode forøget virksomhedernes udgifter til energi. Ydermere har olieprisen haft en negativ indvirkning på prisen for de virksomheder, som fremstiller emballage af plast⁴¹. Det skal dog bemærkes, at den kraftige stigning i olieprisen dæmpes af en faldende dollar-kurs, jf. afsnittet om valutakurser.



Den fremtidige oliepris kommer til at betyde meget for den generelle økonomiske konjunktur i verdenen og vil derfor være en helt afgørende faktor. I denne sammenhæng vil år 2009 bliver et vigtigt år for den globale energipolitik og vil uden tvivl få stor indflydelse på den fremtidige udvikling for emballageindustrien. Der vil i 2009 specielt være fokus på 3 områder indenfor energi- og klimaområdet.

⁴¹ Kilde: <http://www.packnews.dk/xp/pub/venstre/automation/359514>

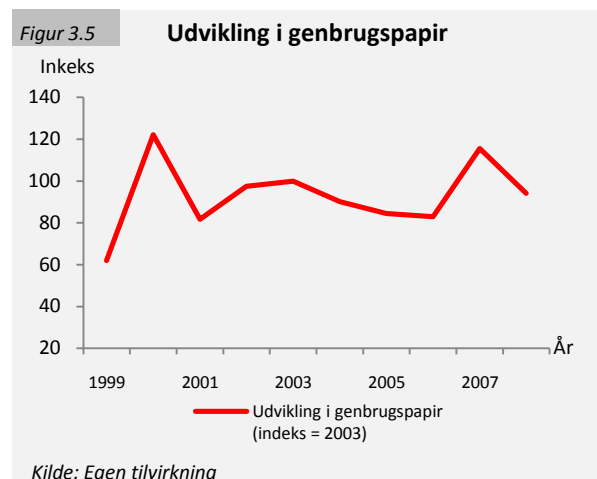
Første område, som vil kunne få stor betydning er USA's nyvalgte præsident, Barack Obama's, beslutninger indenfor energiområdet. Det andet vigtige område bliver EU's stats og regeringscheferes kommende beslutninger indenfor energi- og klimalovgivning. Endeligt vil det store klimatopmøde i november i København, kunne danne grundlag for eventuelle globale energi- og klimaaftaler.

Overordnet vil disse begivenheder kaste lys over fordelingen af CO₂-kvoter, samtidig med, at de vil afklare hvilket teknologier virksomhederne skal satse på i fremtiden. Således vil år 2009 kunne blive et meget centralt år for den enkelte virksomhed, da udfaldene af ovenstående spørgsmål vil kunne ændre de markedsmæssige spilleregler og dermed den konkurrencemæssige situation i branchen.

3.1.2.3 Udviklingen i papirpriser

Da returpapir er et vigtigt materiale indenfor støbepapemballageproduktion, er prisudviklingen indenfor dette område af stor betydning for mange virksomheders omkostningsniveau.

Priserne på returpapirmarkedet styres i høj grad af priserne på det internationale marked. For at belyse udviklingen i prisudviklingen har vi valgt at benytte oplysninger fra det tyske tidsskrift EU-WIND, der løbende bringer prisoplysninger for det tyske marked. Disse oplysninger er en god indikator for det generelle prisniveau på returpapir, da markederne konjunkturmæssigt følger hinanden tæt⁴².



Prisudviklingen for genbrugspapir illustreret i Figur 3.5, viser at prisniveauet fra år 2003 har faldet med 17% frem til år 2006. I år 2007 ser imidlertid en kraftig stigning i papirprisen, så denne ligger 15% over prisniveauet i 2003. Herefter falder prisniveauet i år 2008 til 6% under indeksåret.

⁴² Kilder: EUWID 1992-2005: Tidligere års statistikker /4/ 2006-2008

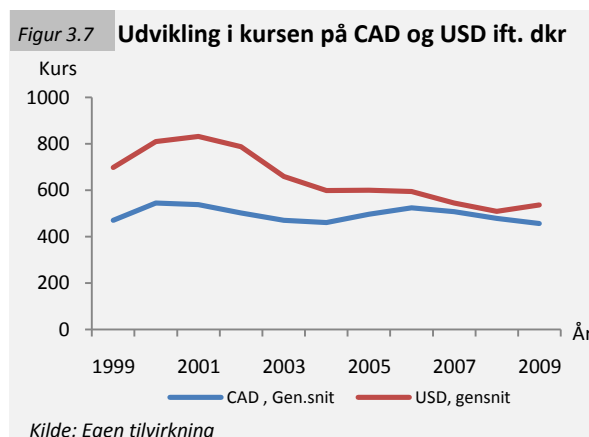
Overordnet set har prisudviklingen ligget forholdsvis stabilt fra år 2001 til 2006. Herefter har prisudviklingen været meget volatil, hvilket gør estimationen om den fremtidige prisudvikling meget usikker.

3.1.2.4 Valutakurser

I dette afsnit vil vi belyse udviklingen af den amerikanske og canadiske dollarkurs, set i forhold til udviklingen i den danske kronekurs, jf. Figur 3.7.

Den amerikanske dollarkurs har apprecieret i forhold til danske kr. fra år 1999 til 2001 hvor dollarkursen toppede i sit hidtil højeste niveau på 842 kr. pr. 100\$. Herefter indledte dollaren en længerevarende depreciering overfor den danske krone og lå

i 2008 på 506 kr. pr. 100\$. I starten af 2009 har dollaren dog apprecieret overfor kronen, således at kursen i skrivende stund er 537 kr. pr. 100\$. Canadiske dollar har over perioden 1999-2009 ligget forholdsvis stabil, og ligger i starten af år 2009 omkring 440 kr. pr. 100 CAD.



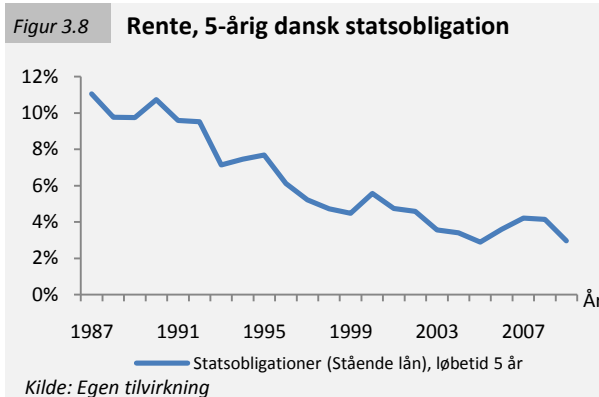
Overordnet betyder udviklingsforløbet for amerikanske dollar, at konkurrencesituationen på det amerikanske marked for danske og andre europæiske virksomheder er blevet forværret. Udviklingen har desuden gjort det svært for disse virksomheder at opretholde det samme omsætningsniveau som tidligere. Dog har faldet i dollarkursen, lagt en dæmper på prisen på olie, hvilket har haft en afdæmpende effekt på de udenlandske afdelingers omkostningsniveau.

Som omtalt tidligere, er Hartmann specielt sårbar overfor udviklingen i krydskurforholdet mellem CAD og USA. Udviklingen har indtil nu været ugunstig for Hartmann, da omsætningen genereres i USD, samtidig med at omkostningerne genereres i CAD.

3.1.2.5 Renteniveau

Renteniveauet er helt afgørende for den globale vækst. Det generelle renteniveau har i de seneste år været nedadgående. Dette har specielt inden for de senere år stimuleret til et øget privatforbrug, pga. lavere renteudgifter og stigende boligpriser. Det lave renteniveau har desuden haft en positiv indvirkning på virksomhedernes investeringslyst.

Med den huserende kreditkrise er tiderne imidlertid skiftet. På trods af diverse rentesænkninger og bankpakker, har dette ikke kommet forbrugerne og virksomhederne til gode. De har tværtimod oplevet stigende renter. Dette skyldes, at bankerne ikke kanalisere rentesænkningerne videre ud i markedet.. Dette sammenholdt med en skærpet udlåningspolitik har skabt et fastfrosset lånemarked, som gør det svært for virksomhederne at drive forretning.



De dystre økonomiske fremtidsudsigter har siden kreditkrisen begyndelse i efteråret 2008, været det alt overskyggende emne på den politiske dagsorden. Skræks scenariet er en længerevarende global recession og derfor er fokus er rettet mod at skaffe fornyet fremgang i den globale økonomi. Dette taler for, at man globalt vil forsøge at holde renteniveauet i ro, eller sænke denne for at tilsigte øget vækst. Derfor vil det fremtidige renteniveau sandsynligvis være på niveau med i dag eller lavere.

3.1.3 Sociocultural

Der er to sociokulturelle tendenser der er særlig dominerende i emballagebranchen. Dels forbrugernes købeadfærd og dels den generelle miljøbevidsthed. Disse to tendenser belyses nedenfor.

Gennem de senere års højkonjunktur, har Europa oplevet en stigning i befolkningens levestandard og dermed livsstilsændringer. Forbrugere er både blevet mere personligt og socialbevidste og stiller krav om miljørigtig produktion og sunde produkter⁴³. Denne trend udgør en enorm bevægelse i den vestlige befolkning der efterhånden har manifesteret sig og danner en sociokulturel megatrend. Forbrugsmønstret viser dog, at den øgede miljøbevidsthed er særligt rettet mod produkter indenfor ernæring, og i lavere grad indenfor industrivarer. Forbrugere udviser således stor personlig bevidsthed overfor fødevarer, hvor det tillægges større værdi at varerne er sunde og miljørigtige, end hvis der er tale om en forbrugsvare der ikke skal fortæres. For emballageindustrien betyder dette, at miljørigtig emballering af fødevarer har en stigende efterspørgselskurve, mens emballagen for industriprodukter stadig skal være billigst muligt⁴⁴.

⁴³ Kilde: Hartmann årsrapport 2007 s. 14

⁴⁴ Valcon management consultants, Analyse af den danske emballagebranche, ultimo 2007

Priskravene til industriemballagens afspejles i producenternes stærke fokus på at producere billigst mulig. Hartmanns tab af deres største kunde indenfor industriemballage, er et eksempel på denne udvikling⁴⁵.

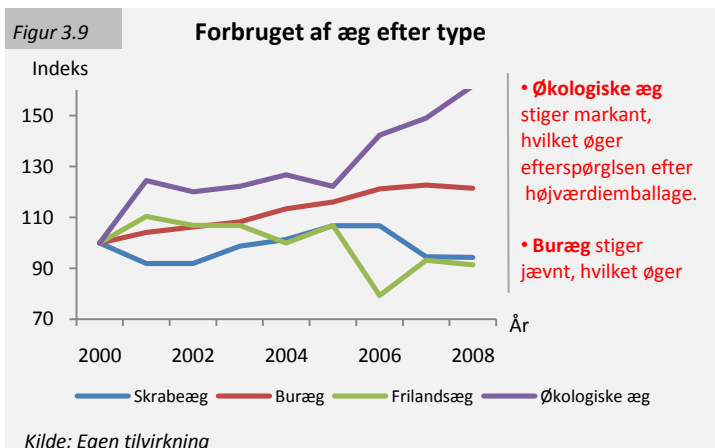
Den sociale bevidsthed, miljøbevidstheden, er en accelererende trend, der grunder i de vestlige befolkningers opmærksomhed på det globale klima. Befolkningernes voksende interesse understøtter endvidere, at miljø- og klimapolitik prioriteres højt på den politiske dagsorden. På denne måde præger det sociokulturelle mønster til politik og lovgivning. Situationen gør, at virksomhederne konstant må monitorere og analysere de sociokulturelle tendenser, idet den langsigtede performance i høj grad afhænger af evnen til at forstå markedets udvikling. Dette gælder ligeledes for emballagebranchen, hvor succes afhænger af evnen til at efterleve den hårde priskonkurrence balanceret med forudsigelse og imødekommelse af sociokulturelle og regulatoriske ændringer på markedet.

3.13.1 Forbrug af æg

Afsætningen af de forskellige ægemballagetyper dikteres i høj grad ud fra hvilke typer æg forbrugerne efterspørger. Dette skyldes, at der er en tæt sammenhæng mellem typen af æg og den emballage æggene pakkes i.

Salget af æg skal forstås, som salg af ét samlet produkt, bestående af både æg og emballage. Økologisk æg pakkes således udelukkende i miljørigtig emballage, således at det samlede produkt fremstår som helt igennem naturligt. Derimod, bliver buræg ofte pakket i discountemballage, da forbrugerne her udelukkende har fokus på pris. Det er derfor ganske essentielt, for at forudsige det fremtidige salg af ægemballagetyper, at analysere forbruget af de forskellige ægtyper.

Udviklingen af de forskellige ægtyper fremgår af Figur 3.9. Her ses det, at der har været en kraftig stigning i salget af økologiske æg, drevet af den fremherskende socialbevidste forbruger. Samtidig har der været en jævnt stigning i forbruget af buræg, drevet af den prisbevidste forbruger.



⁴⁵ Kilde: Hartmann børsmeddelelse, ”ændrede markedsvilkår for industriemballage”

Derimod har salget af frilandsæg, samt skrabeæg været stagnerende. Der tegner sig således et billede af, at salget af æg i fremtiden vil gå yderligere mod at blive dikteret af to forbruger typer – den prisbeviste og den socialtansvarlige forbruger.

Overordnet set, tegner udviklingen imod, at det fremtidige forbrug af æg fortsat vil ske indenfor økologiskeæg og buræg. Dermed vil det fremtidige salg af ægemballage være koncentreret om højværidemballage og discountemballage.

3.1.4 Technological

Emballagebranchen er, som beskrevet, meget fokuseret på lave omkostninger og høj omsætningshastighed pga. små marginer pr. produktenhed. Selvom branchen ikke er karakteriseret som værende teknologitung, er virksomhederne derfor alligevel tvunget til at følge den nyeste udvikling, for at kunne producere til konkurrencedygtige priser.

Historisk set, har den teknologiske udvikling hovedsagelig vedrørt udviklingen af produktionsanlæg med henblik på omkostningsminimering. Efterhånden som ”business intelligence” er blevet mere udbredt, er produktionsplanlægning, kontrolsystemer og økonomistyringssystemer blevet den nye teknologiske konkurrenceparameter, som giver information og indsigt til nye angrebsvinkler i produktionen.

I dag, har teknologi fået en mere markant rolle, efter miljøaspektet er blevet centralt blandt forbrugere og politikere. Den nye teknologiske udvikling deler sig i to dominerende retninger. Dels fokuseres der på materialeudvikling, idet mange producenters sortiment domineres af materialer der er dyre at genbruge. Det andet fokusområde vedrører produktionen, hvor udfordringen er at producere så billigt, men miljørigtigt, som muligt.

Uanset virksomhedernes situation, er teknologi blevet en alvorlig konkurrenceparameter. Pris som konkurrenceparameter stiller fortsat krav til produktion og business intelligence, og der er ingen tvivl om, at lovgivningen vil diktere miljømæssige forbedringer i fremtiden.

3.1.5 Environmental

Som det fremgår af de foregående afsnit, spiller miljøet en stigende rolle for emballagebranchen. Den sociokulturelle megatrend får både politikere og virksomheder til at konkurrere i nytænkning og image indenfor miljø.

Konkret har den stigende miljøinteresse bl.a. udmøntet sig i CO₂-kvoter og diverse hensigtserklæringer. Selvom CO₂-kvoterne er forholdsmæssigt allokeret til de enkelte lande, der herefter videreallokerer, kan systemet ikke karakteriseres som fuldendt. Kvotesystemet forventes at blive udbygget, og ikke mindst mere specifikt afmålt til hver enkelt CO₂ forbruger (selskaberne). Hensigtserklæringer, som eksempelvis Kyoto-landene har tilsluttet sig, er et signal om de ændringer man kan forvente i fremtiden⁴⁶. Hensigtserklæringerne er ikke fuldstændig konkrete, men deres ambitiøse og relativt forpligtende udformning, giver et solidt signal om de miljø- og klimapolitiske ændringer virksomhederne står overfor.

FN har ligeledes indført programmer der minder om Kyoto-aftalen, men, på frivillig basis, henvender sig til erhvervsvirksomheder. Virksomheder der tilslutter sig "FN Global Compact" forpligter sig eksempelvis til at indføre principper for menneskerettigheder og miljøbeskyttelse. Virksomhederne kan ligeledes tilslutte sig FNs "Caring for Climate" program, hvorunder FN deltager i opstillingen af forpligtende målsætninger der kobler "ansvarlig" selskabsdrift og god forretningsskik.

Denne type programmer bevidner, at kvotesystemerne og de øvrige tiltag for bæredygtig udvikling, både indebærer alvorlige udfordringer, men også nye forretningsmuligheder. Hartmann har eksempelvis modtaget henvendelser fra store amerikanske detailkæder der er interesseret i samarbejde pga. Hartmanns miljøvenlige profil⁴⁷.

Den Makroøkonomiske situation, stiller virksomhederne tøvende overfor spørgsmålet om, i hvor høj grad der, på kort sigt, skal investeres på miljøområdet. Den finansielle usikkerhed gør det fordelagtigt at udskyde indsatsen, men den politiske dagsorden og konkurrencesituationen trækker i den modsatte retning. Den nære fremtid vil afsløre, hvor store forskydninger miljøaspektet vil forårsage for strukturen i branchen.

⁴⁶ Kilde: Kyotoaftalen år 1997

⁴⁷ Kilde: Hartmann årsrapport 2007

3.1.6 Sammenfatning, PESTLE

Formålet med PESTLE-analysen var at analysere de trends og drivere i omverdenen, som med stor vil diktere den fremtidige struktur i emballageindustrien. En vigtig slutning fra analyserne viser, at forbruget af æg ikke er konjunkturfølsomt.

Samtidig viser analyserne, at en sociokulturel megatrend mod sundere og miljørigtige fødevarer, har katalyseret et skift indenfor salget af æg, hvilket smitter af på salget af miljøvenlig emballage. Udviklingen har for alvor vundet indpas på det europæiske marked, mens udviklingen er på tidligere stadier på det amerikanske marked.

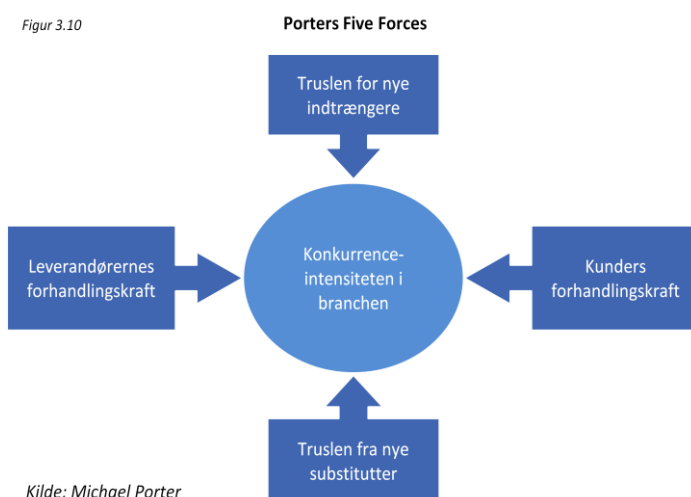
Udvikling vil utvivlsomt forårsage forskydninger i branchestrukturerne, fordi efterspørgslen præges af flere parametre end pris og leveringsbetingelser.

3.2 Brancheanalyse

I analysen af brancheforholdene på emballage markedet, har vi valgt at benytte Porters Five Forces⁴⁸. Modellen danner et billede af mulighederne for at påvirke konkurrencekræfterne og dermed muligheden for at skabe overnormal profit. Dette sker ved at analysere den markedsmæssige konkurrenceintensitet mellem aktørerne i branchen,

Analysen skal foretages på SBU niveau,⁴⁹ da Hartmanns forretningsområder udvikler sig forskelligt både drifts- og markedsmæssigt. Ægemballage og Industriemballage vil således blive behandlet som to selvstændige SBUer.

Ved hjælp af brancheanalysen vil vi koble sammenhæng mellem ”the key drivers” fra makroanalysen og konkurrencekræfterne i branchen.



⁴⁸ M. Porter, 1979

⁴⁹ Strategic Business Units

3.2.1 Truslen for nye indtrængere

Emballagebranchen, i bred forstand, er præget af stordrift, hvilket forudsætter store investeringer i moderne og veludviklet produktionsudstyr. Små marginer og konstant prispres fra konkurrenter og substituerende produkter gør, at emballagemarkedet, og ikke mindst markedet for støbepap, er kendetegnet ved lange break-even perioder på anlægsinvesteringerne, hvilket gør indtrængning til en langsigtet og kapitaltung satsning.

Dette er faktorer der normalt udelukker ikke-brancherelaterede interessenter fra at foretage initialinvesteringer i branchen. Omvendt udelukker dette ikke PE-fonde og lignende investorer i at have interesse i overtagelser af eksisterende, eventuelt nødlidende, selskaber i branchen. Et andet tænkeligt scenarium inden for støbepapemballage kunne være en konsolidering blandt de mindre producenter af ægemballage, eventuelt i samarbejde med en kapitalfond.

De massive investeringer gør det tillige meget omkostningsfuldt at forlade branchen eller nedlukke produktionsfaciliteter. Dette har Hartmann erfaret i forbindelse med de senere års afvikling af divisionerne i Sydamerika og Asien, hvilket har kostet Hartmann flere hundreder millioner kroner

De teknologiske forudsætninger er meget varierende på det generelle emballagemarked. Indenfor støbepap er markedet meget stabilt og der er få designmæssige afvigelser. Produktionsanlæggene hviler ikke på komplicerede teknologier og det vil derfor ikke være svære at tilvejebringe for potentielle nye indtrængere på støbepapmarkedet. En barriere i denne sammenhæng er mangel på know-how indenfor støbepap specifikt.

Det er vigtigt at adskille de lave indgangsbarrierer der er forbundet med at frembringe den fornødne teknologi, med de essentielle konkurrenceparametre der ligger i at besidde den mest opdaterede produktionsteknologi med henblik på omkostningsminimering.

Faktorerne trækker i to forskellige retninger. Kapitalkravene udgør en væsentlig adgangsbatteri, der gør, at truslen fra nye indtrængere på markedet for støbepap er lille. Omvendt vil de teknologiske adgangsbARRIERER for store eksisterende emballageproducenter være relativt ukomplicerede. Under forudsætning af, at trenden for brug af genbrugsemballage fortsætter, er det sandsynligt, at der vil være nye indtrængere på markedet for støbepap.

Opsummerende må truslen fra nye indtrængere på ægemballagemarkedet anses som relativt lille pga. store kapitalkrav og lang break even periode. De teknologiske adgangsbarrierer for store etablerede emballageproducenter er små. Udviklingen i makro-omverdenen, herunder forbrugernes stigende efterspørgsel efter miljørigtig emballage til økologiske fødevare, vil få stor betydning for nye indtrængeres interesse i ægemballagemarkedet.

3.2.2 Truslen fra nye substitutter

Markedet for industriemballage repræsenterer mange forskellige materiale typer, der i høj grad besidder samme funktionalitet. Plast, skumplast, flamingo, støbepap og kombinationsmaterialer er de mest anvendte. De markedsmæssige vilkår og de makroøkonomiske forhold, har stor indflydelse på, hvilke materialetyper der finder anvendelse. Ægemballage og industriemballage henvender sig til forskellige markeder og påvirkes derfor forskelligt.

Hartmanns ægemballage nyder stor fordel af private forbrugeres stigende præference for miljørigtige fødevarer⁵⁰. Når forbrugerne køber miljørigtige madvarer, så skal varen også være indpakket i miljørigtig emballage. Dette katalyseres yderligere af myndighedernes favorisering af miljørigtig emballage, i form af lavere afgifter. Hartmanns forhandlingsposition styrkes dermed overfor kunderne, fordi fokus er rykkes en anelse væk fra prisen. Prisen er dog stadig den vigtigste parameter for kunderne, hvorfor truslen fra substitutter stadig er betydelig.

Indenfor industriemballage favoriseres Hartmann ikke af forbrugernes efterspørgsel af miljørigtig emballage. Dette skyldes, at forbrugernes krav til emballagen hænger sammen med den vare emballagen omslutter⁵¹. I Hartmanns tilfælde, hvor der er tale om støbepapemballage til elektroniske produkter, stiller slutbrugerne således ikke krav til emballagens miljøprofil. Forbrugernes oplevede værdi af miljørigtig emballage er altså varierende til trods for, at miljørigtig emballage tilgodeses via lempeligere afgifter. Årsagen er, at forbrugertrenden indenfor fødevarersegmentet, endnu ikke findes blandt industrikunderne. Hartmanns kunder, elektronikproducenterne, er derfor ikke begyndt at integrere dette i deres egen branding. I Hartmanns tilfælde har disse sammenhænge medført, at selskabets største aftager af industriemballage, har fravalgt Hartmanns relativt dyre støbepapløsninger fra år 2009.

⁵⁰ Se PESTLE analyse, afsnit 3.1.3 om sociokulturelle forhold

⁵¹ Kilde: Valcon mannagement consultants, Analyse af den danske emballagebranche, ultimo 2007

Foruden pris, er fleksibilitet mht. design og leveringshastighed, vigtige parametre for kunderne i industrisegmentet. Med de senere års hastige teknologiske fremskridt indenfor telefoner, iPod's, mini kameraer ol., er elektronikprodukters livscyklus væsentlig forkortet. Dette medfører en forøgelse af antallet af emballageordre, men samtidig større variation i emballagens design, fordi dette skal afspejle markedsføringen af den nye generation af elektronik. En anden tendens indenfor industriemballage er, at indpakningen er blevet en mere integreret del af markedsføringsstrategien af produkterne, hvorfor emballagens design har fået en mere fremtrædende rolle. Dette betyder at industriemballagen oftere udskiftes til fordel for substitutterne.

Endelige gælder det for både ægemballage og industriemballage, at der investeres intensivt i udviklingen af nye materialetyper, hvilket understreger truslen for helt nye materialetyper vinder indpas. Kombinationsmaterialer er blandt de materialetyper der forskes mest i.

Sammenfattende kan det konkluderes, at truslen for substituerende produkter er høj grundet de forskellige materials sammenfaldende funktionalitet. Truslen indenfor ægemballagemarkedet er blevet mindre i takt med trenden blandt miljøbevidste forbrugere. De samme faktorer gør sig ikke gældende indenfor industriemballage, hvor pris og fleksibilitet er de vigtigste parametre. Truslen for substituerende produkter er derfor størst indenfor industriemballage.

3.2.3 Kunders forhandlingskraft

Hartmanns kunder virksomheder indenfor ægemballage og industriemballage. Det er dog vigtigt at forstå, at disse kunder i høj grad dikteres af slutbrugerne længere fremme i forsyningskæden, eksempelvis detailkæder.

På ægemballagemarkedet består Hartmanns kunder af ægproducenter, ægpakkerier og detailhandelskæder. Kundeporteføljen er veldiversificeret, og omfatter mere end 1500 kunder fordelt over 50 lande. Desuden er Hartmann markedsleder i Europa indenfor ægemballage fabrikeret i genbrugeligt støbepap. Dette gør Hartmann mindre sårbar overfor enkelte kunder, hvilket i sig selv styrker forhandlingssituationen. Sammenholdes dette med slutbrugernes stigende efterspørgsel efter miljøvenlig fødevareremballage, viser det sig, at kundernes fokus har rykket sig fra næsten udelukkende at fokusere på pris, til også at lægge vægt på materialets miljøprofil.

På den anden side, er detailhandlen gennem konsolidering de seneste årtier blevet mere og mere magtfulde, hvilket udnyttes til at presse producenterne af emballage til at levere billigere. Hartmanns forhandlingsstyrke på ægemballagemarkedet er derfor moderat styrket fra et udgangspunkt der tidligere lå under middel.

På industriemballagemarkedet er Hartmanns kunder primært globale producenter af forbrugerelektronik. Der tale om et begrænset antal større kunder, hvilket selvsagt har en negativ indflydelse på Hartmanns forhandlingsstyrke. Den overvejende konkurrenceparameter på industrimarkedet er prisen, hvilket heller ikke forbedrer Hartmanns forhandlingsmuligheder. Disse svækkes yderligere af forbrugernes manglende præference for miljørigtig emballage, samt af industrikundernes højere krav til design og hurtig leveringstid.

Som et lille plus, kræver industriemballage et meget tættere samarbejde med kunderne, sammenlignet med ægemballage, idet produktionsserierne skal være meget mere kundespecifikke⁵². Løbende kommunikation med kunden opbygger knowhow for Hartmann, hvilket øger switching costs for kunden ved valg af ny leverandør. Generelt er omkostninger ved at skifte leverandør dog begrænsede og industrikundernes forhandlingsstyrke er fortsat stor.

Det kan konkluderes, at Hartmanns forhandlingsstyrke indenfor ægemballage er stigende fra et udgangspunkt under middel. Stærk repræsentation i Europa og stigende forbrugertrend mod genbrug åbner forhandlingsmuligheder for Hartmann. Forhandlingsstyrken på industriemballagemarkedet er meget lav pga. få kunder, prispres og krav til fleksibilitet.

3.2.4 Leverandørernes forhandlingskraft

Hartmanns væsentligste input til produktion af støbepap er genbrugspapir og energi (el og gas)⁵³. Resultatfølsomheden overfor genbrugspapir og energi ved prisændringer på 5% er hhv. 5-6mio kr. og kr.7-8 mio. Hartmann er således stærkt eksponeret overfor prisændringer.

Overfor leverandørerne af energi styres priserne af officielle markedspriser, hvilket efterlader Hartmann uden forhandlingsstyrke. I stedet tegner Hartmann forwardkontrakter et år ud i fremtiden, hvilket gør det muligt at tilpasse priserne overfor kunderne på forhånd.

⁵² Kilde. Hartmann årsrapport 2007, s. 8

⁵³ Kilde: Hartmann årsrapport 2007, s. 16

Returpapir erhverves gennem store papirleverandører. Hartmann har indgået prisudligningsaftaler med selskabets største Europæiske leverandører et år ud i fremtiden. Prisstigninger kan derfor tilpasses i priserne overfor kunderne i tide.

3.2.5 Konkurrenceintensiteten i branchen

Markedet for ægemballage er et modent marked med et stabilt afsætningsniveau. Dette øger konkurrencen i branchen, idet øget omsætningsvækst skal ske på bekostning af markedsandele hos konkurrenterne. Dette er der fortsat rum for da ca. 50 % af det europæiske marked stadig serviceres af mindre lokale udbydere, som Hartmann har størrelsen til at udkonkurrere. Det er dog vores vurdering, at en stor af de lokale udbyderes kunder aftager så små mængder, at de ikke vil være profitable for Hartmann.

Overfor Huktamäki og Pactiv har Hartmann den styrke, at man fokuserer kraftigt på ægemballage, hvorimod konkurrenternes støbepapdivisioner spreder sig over væsentlig flere produkter. Desuden fokuserer Hartmann alene på støbepap, hvorimod konkurrenterne opfatter støbepap som et forretningsområde blandt flere. Omvendt har konkurrenterne det fornødne kapitalberedskab der kræves for at ekspandere forretningsområder, hvis det bliver attraktivt. Samtidig er de rustet til at reducere prisen for en periode som strategisk modtræk.

Markedet for industriemballage har været præget af vækst de senere år. Forklaringen er dels generel højkonjunktur og dels forkortet livscyklus for elektronikprodukter. Konkurrencen har derfor været mindre koncentreret om at erobre markedsandele, sammenlignet med stagnerende markedsforhold. På trods af det voksende marked, er det ikke lykkedes Hartmann at skabe en rentabel forretning på. Industriemballagemarkedet er underlagt høj dynamik og intens konkurrence, hvilket kan intensivere yderligere under den ventede afmatning af de europæiske og amerikanske økonomier.

Overordnet set må konkurrenceintensiteten i branchen betegnes som høj. Dette skyldes, at aftagerne af emballage stadig har stor fokus på prisen. Grunden til dette bunder i emballageproducenternes manglende evne til at differentiere sig, og dermed ændre kundernes opfattelse af emballage som en standardvare. Man kan tolke Hartmanns miljørigtige emballage som et skridt i retning mod ændringen af kundernes syn på emballage. Vores holdning er, at det er denne vej emballageproducenterne skal gå, hvis de på længere sigt vil forbedre profitmarginen.

Opsummerende er konkurrencesituationen på ægemballagemarkedet kendetegnet ved intens konkurrence, og strategisk er Hartmann i en trængt position, hvor konkurrenternes modtræk skal vejes grundigt før nye strategiske tiltag iværksættes. Industriemballagemarkedet er ligeledes underlagt intens konkurrence, men hvis markedsvæksten stagnerer, kan konkurrencen skærpes yderligere.

3.2.6 Sammenfatning, Porters 5 forces:

Sammenfattende kan det konkluderes, at detailhandlens store pres på emballagebranchens kunder øger prispreset og dermed mindsker emballageproducenternes forhandlingsstyrke overfor disse. Samtidig medvirker det store udbud af substituerende produkter og producenternes store interne rivalisering, til en forringelse af forhandlingsstyrken overfor kunderne.

Hartmanns forhandlingsstyrke er dog blevet forbedret indenfor ægemballage, som følge af trenden blandt forbrugerne mod miljørigtig emballage til økologiske fødevarer. Dog må den overordnede forhandlingsstyrke betegnes som relativ lav og branchen vil fortsat være under økonomisk pres fremover.

En forbedring af indtjeningen i branchen kræver derfor en restrukturering af branchestrukturerne. Dette skal forventelig ske gennem en øget differentiering mellem de forskellige emballageaktører og gennem et tættere samarbejde med emballagekunderne.

Truslen fra nye indtrængere på ægemballagemarkedet anses som relativt lille pga. store kapitalkrav og lang break even periode. Derimod er de teknologiske adgangsbarrierer for store etablerede emballageproducenter små. Udviklingen i makroomverdenen, herunder forbrugernes stigende efterspørgsel efter miljørigtig emballage til økologiske fødevarer, vil derfor få stor betydning for nye indtrængeres interesse i ægemballagemarkedet.

Konkurrencesituationen på ægemballagemarkedet kendetegnet af er intens konkurrence, og strategisk er Hartmann i en trængt position, hvor konkurrenternes strategiske modtræk bør nøje overvejes. Industriemballagemarkedet er ligeledes underlagt intens konkurrence og hvis markedsvæksten stagnerer, kan konkurrencen skærpes yderligere.

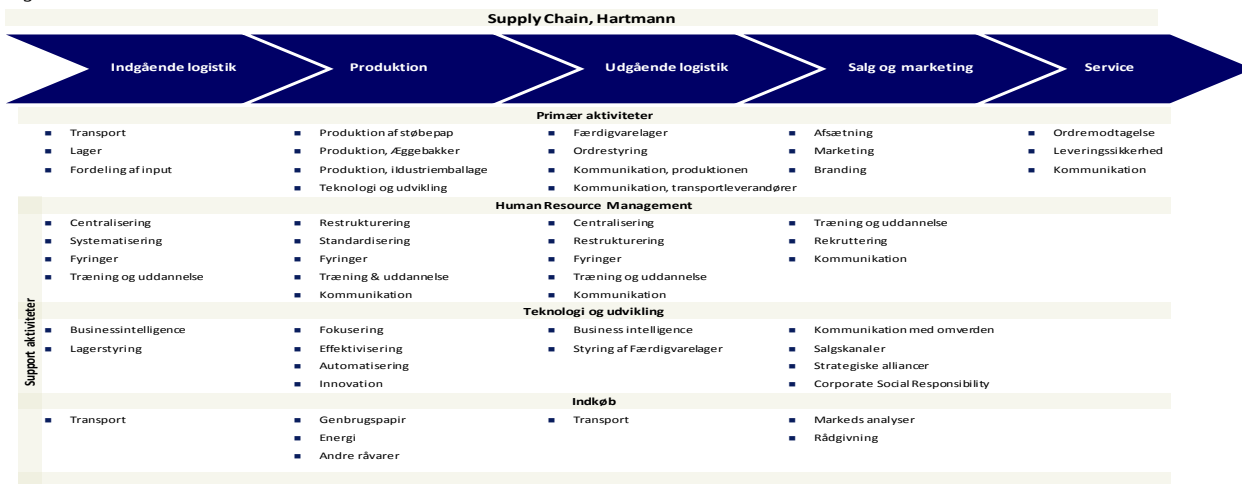
3.3 Intern analyse

I dette afsnit vil vi udarbejde en analyse Hartmanns interne forhold. Hensigten er opnå et indgående kendskab til Hartmanns koncernfunktioner og dermed anskueliggøre forretningsmæssige kernekompetencer og problemområder, som vil kunne påvirke den fremtidige værdiskabelse i Hartmann. Til at udfærdige denne analyse, har vi valgt at benytte Porters værdikædemodel⁵⁴. Modellen er udviklet med henblik på produktionsvirksomheder og passer derfor direkte til Hartmanns profil.

Modellen opdeler selskabets aktiviteter i primære og supportaktiviteter, hvilket strukturerer selskabets kompetencer og værdiskabelse overskueligt. Hartmanns primære aktiviteter kan opdeles i fem kategorier. Indgående logistik, Produktion, Udgående logistik, Salg og marketing, samt Service. Hver af disse trækker på supportaktiviteterne; Human ressource management (HRM), Teknologi og udvikling, Indkøb samt infrastruktur.

Analysen af Hartmanns interne forhold vil i de efterfølgende afsnit blive gennemgået punkt for punkt efter strukturen i værdikædemodellen. Indledningsvis har vi for læses overblik valgt, at bringe værdikædemodellen, jf. nedenstående Figur 3.11

Figur 3.11



Nedenfor beskrives de fire primære aktiviteter og deres træk på supportaktiviteterne. Den sidste supportaktivitet, infrastruktur, går per definition på tværs af de primære aktiviteter⁵⁵. Derfor vil infrastruktur blive behandlet løbende i forbindelse med gennemgangen af de fem primære aktiviteter.

⁵⁴ M. E Porter ; Competitive advantage, 1985

⁵⁵ M. E Porter ; Competitive advantage, 1985

3.3.1 Indgående logistik

Indgående logistik består af transport, lagring og fordeling af produktionsinput. Inputtet består overvejende af aviser og kemikalier. Energi og vand er ligeledes vigtige input, men disse kontrolleres automatisk via den permanente forsyning. Hartmanns krisesituation, der har fået ledelsen til at foretage effektiviseringer, gør, at den indgående logistik undergår store ændringer. Et af tiltagene er et centralt logistik- og styringssystem European Supply Chain. Systemet har til formål, at forbedre koordineringen mellem indkøb, produktion og salg, hvilket medfører store forandringer på tværs af hele organisationen.

HRM, Indgående logistik

HRM i forbindelsen med indgående logistik, er præget af implementeringen af European Supply Chain. Systematiseringen gør, at praktiske, rutineprægede arbejdsopgaver mht. lagring og fordeling effektiviseres, hvilket medfører nedlæggelser af arbejdspladser. Centraliseringen betyder desuden, at administrative stillinger indenfor logistik og indkøb, i de lokale afdelinger, er blevet nedlagt. I alt er der sket en betydelig reduktion af ansatte i aktiviteten, indgående logistik. For det tilbageværende personale, sker der uddannelse i de nye systemer og forretningsgange.

Hartmann har udviklet sin egne ledelsesmodeller STEP®Human og STEP®Environment der skal sikre bæredygtig udvikling og social ansvarlighed blandt personalet i hele organisationen. Model-lerne har tidligere modtaget EU's ledelsespris for bæredygtig udvikling. Hartmann oplyser at deres fabrikker alle ligger på de øverste to karakterer på modellernes 5-trins-skala.⁵⁶

Teknologi og udvikling, Indgående logistik

De teknologiske fremskridt vedrørende indgående logistik sker især indenfor logistik- og styrings-systemer, herunder European Supply Chain.

Indkøb, Indgående logistik

Transportydelser er eneste væsentlige indkøb der foretages med henblik på indgående logistik.

Opsummering for Indgående logistik

Under aktiviteten Indgående logistik, råder Hartmann ikke over kompetencer der i særlig grad bi-drager værdiskabelsen for hverken selskabet eller dets kunder.

⁵⁶ Hartmann årsrapport 2007, side 18.

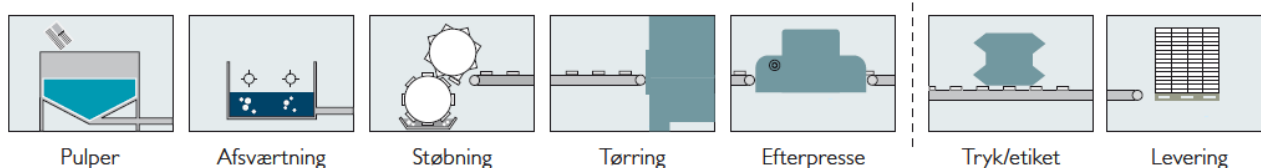
3.3.2 Produktionsaktiviteten

Den primære aktivitet, *Produktion*, består grundlæggende af tre aktiviteter; Produktion af støbepap, produktion af æggebakker og produktion af industriemballage.

Produktion af støbepap er en genbrugsproces, hvor genbrugspapir pulveriseres, tilsættes vand, kemikalier og bindingsmiddel der får massen til at hænge sammen. Samtlige af Hartmanns produkter består af støbepap, hvorfor produktion af støbepap er en helt central kompetence for Hartmann. Produktionen af æggebakker er ligeledes en værdiskabende kompetence for Hartmann. Selve produktionen af æggebakker, når papmassen er tilvejebragt, er en simpel proces, både teknologisk og arbejdsmæssigt for de ansatte.

Produktionen består i at hælde massen på de rette forme og derefter presse og tørre massen. Kompetencen, æggebakkeproduktion, er på den ene side Hartmanns mest værdiskabende kompetence, og samtidig en ganske simpel aktivitet. Se Figur 3.12

Figur 3.12



Kilde: Hartmann

Industriemballageproduktionen har været kendetegnet af ringe performance. Dette begrundes Hartmann bl.a. med langsomme omstillingsprocesser i produktionen, samt mangelfuld koordinering mellem salgsfunktion og produktion⁵⁷. Problemet har ikke været omsætningsniveauet, men evnen til at holde omkostningsniveau tilstrækkelig lavt. For at forstå dette problem er det relevant at notere sig, at produktionen af industriemballage beror på samme teknologi og arbejdsopgaver som æggebakkeproduktion. Forskellen er, at æggebakker i højere grad har generiske design, der kan masseproduceres, hvorimod industriemballage har varierende design og produktionsserierne er mindre. Hartmann råder således over en kompetence, der er værdiskabende for kunderne, men ikke for Hartmann selv.

⁵⁷ Hartmann årsrapport 2007

Et vigtigt punkt i Hartmanns Turnaround strategi er at trimme produktporteføljen. Dette gælder både produkter indenfor industrisegmentet og ægemballager. Målet er at koncentrere kræfterne om de mest profitable produkter.

Foruden støbepap, æggebakker og industriemballage, udvikler Hartmann selv produktionsanlæg og teknologi til produktionen. Dette er en indirekte kompetence for Hartmann, da det reelt er selskabets evne til at producere billigt, energibesparende og hurtigt, der dikterer Hartmanns konkurrenceevne.

I det følgende vil supportfunktionerne vurderes i relation til den primære aktivitet, *Produktion*.

HRM, Produktion

Personalet i produktionen er overordnet inddelt i to funktioner, produktion og udvikling.

Produktionsbemanding, beskæftiger sig i høj grad med rutineprægede opgaver, hvor behovet for træning og uddannelse er relativt begrænset. Hartmanns strategi indebærer løbende effektivisering af produktionen⁵⁸, hvilket medfører automatisering, restruktureringer, og nedlæggelse af arbejdspladser⁵⁹. Et mere snævert produktsortiment, samt nye styringssystemer ventes at føre til yderligere nedskæringer.

Den anden personalegruppe beskæftiger sig med forskning og udvikling af processer og maskiner. For denne gruppe er rekrutteringsprocedurer og uddannelse en central del af selskabets kontrol med de ansatte. Formålet med restruktureringen af denne afdeling var ikke at spare penge, men at målrette forskningen efter den trimmede produktportefølje, og samtidig gøre udviklingsarbejdet mere resultatorienteret.

Teknologi og udvikling, Produktion

Som antydnet befinder Hartmann sig på et marked hvor konkurrencen forudsætter lave priser, hurtig levering og høj kvalitet. Dette stiller konstant krav til Hartmanns evne til innovation og udvikling. Teknologi og udvikling er derfor en vigtig support funktion til produktionsaktiviteten, ikke mindst i denne krise situation hvor forbedringer er et krav for overlevelse.

⁵⁸ Hartmann årsrapport 2007

⁵⁹ Hartmann årsrapport 2007 side10.

Indkøb, Produktion

Indkøb til produktionsaktiviteten består i af genbrugspapir, energi, vand og kemikalier til produktionen af støbepap. Med introduktionen af European Supply Chain vil indkøbene centraliseres for hele Europa. Målet er bedre koordination mellem salg og indkøbsafdelingerne.

Opsummering for Produktionsaktiviteten

Hartmann råder over to kernekompetencer der er værdiskabende for både for Hartmann og for kunderne; produktion af støbepap og produktion af æggebakker.

Hartmann råder ligeledes over kompetencen produktion af industriemballage, men denne er ikke rentabel for Hartmann selv. Endelig besidder Hartmann indirekte en værdiskabende kompetencer i sin udviklingsafdeling, der spiller en vigtig rolle for Hartmanns fremtid.

3.3.3 Udgående logistik

Aktiviteter relateret til udgående logistik omfatter administration af færdigvarelager, logistisk ordrestyring og kommunikation med transportleverandører.

Leveringssikkerhed er blandt de vigtigste parametre for Hartmanns kunder, og det er under udgående logistik, at ansvaret for dette ligger. European Supply Chain er blandt andet en reaktion på, at Hartmann ikke har levet op til dette.

HRM, Udgående logistik

Udgående logistik er, ligesom indgående logistik, præget af fyringer efter implementeringen af European Supply Chain. Systematiseringen betyder at praktiske arbejdsopgaver effektiviseres og der sker nedlæggelser af arbejdspladser. Resultatet af centraliseringen er ligeledes, at administrative stillinger indenfor logistik i de lokale afdelinger nedlægges. For det tilbageværende personale, sker der uddannelse i de nye systemer og forretningsgange.

Teknologi og udvikling, Udgående logistik

De teknologiske fremskridt vedrørende udgående logistik sker især indenfor logistik- og styringssystemer, herunder European Supply Chain.

Indkøb, Udgående logistik

Transportydelser er eneste væsentlige indkøb der foretages til denne primære aktivitet.

Opsummering for Udgående logistik

Det kan diskuteres om leveringssikkerheden er en værdiskabende kompetence for Hartmann. Vi argumenterer for at leveringssikkerheden er en forudsætning for overhovedet at agere på emballagemarkedet. Der er altså ikke tale om en kompetence, der kan sælges i markedet ligesom ægemballage, men en leveringsbetingelse der skal være opfyldt for overhovedet at kunne sælge sine kernekompetencer.

3.3.4 Salg og Marketing

Aktiviteterne relateret til Salg og Marketing vedrører afsætning, marketing og branding. Salget er opdelt i tre segmenter, der afspejler selskabets produkter og geografiske markeder, Ægemballage Europa, Ægemballage Nordamerika og Industriemballage (kun Europa).

Der har været store vanskeligheder i koordineringen mellem salg og produktion. Salgsafdelingerne har ikke været informeret om kapacitetssituationen i produktionen og der har ikke været fokus på, hvilke opgaver der har været profitable. Manglende kommunikation og information har derfor medført, at man har taget for mange urentable opgaver ind. Konklusionen er at kundeporteføljen skal trimmes for uprofitable kunder og produkter. Ledelsesrapporteringssystemer og European Supply Chain er tiltag der skal udbedre dette problem.

For ægemballage er marketing rettet mod ægproducenter, ægpakkerier og store detailkæder, mens industriprodukterne markedsføres overfor globale industrivirksomheder, hovedsageligt elektronikproducenter. Branding er en anden vigtig opgave under Salg og marketing. Formålet er at tegne et billede af Hartmann der appellerer til kunderne, og som passer til det signal Hartmanns kunderne gerne vil sende til deres kunder ved brug af Hartmanns miljørigtige emballage.

Indenfor ægemballage har Hartmann oplevet en trend mod højværdiemballage og indenfor industriemballage, er det først og fremmest prisen samt evnen til at producere kundespecifikke løsninger, der er afgørende. Disse observationer understreger vigtigheden af koordinationen mellem salg og produktion, jf. de tidligere beskrevne problemer med omstillingsprocesser i produktionen, og manglende lønsomhed ved mindre produktionsserier med uregelmæssige design.

HRM, Salg & Marketing

Hartmanns vigtigste opgave indenfor HRM er at uddanne salgspersonalet i at skelne mellem profitable og uprofitable opgaver. Det gælder generelt, at personalet i Salg og Marketing er veluddannet, hvilket gør både rekrutteringsprocedurer og løbende uddannelse til vigtige parametre.

Teknologi og udvikling, Salg & Marketing

Koordination mellem salg og produktion er et af Hartmanns helt store problemer. Problemet har forårsaget forsinkede leveringer og tab af vigtige kunder. Et vigtigt tiltag i denne forbindelse er implementeringen af European Supply Chain, der skal fungerer som en central kommunikationskanal mellem produktion og salgsafdelingen. Funktionen skal stå for planlægning og kapacitetsstyring og skal generere de informationer om produktionskapaciteten, der er nødvendige for at kunne aftale realistiske salgsbetingelser med kunderne.

Hvad angår STEP®Human og STEP®Environment, så er ikke alene informationsmodeller til ledelsesbrug, men også beviste branding strategier. Corporate Social Responsibility (CSR) er blevet en moderne konkurrenceparameter, og der er ingen tvivl om Hartmanns brand styrkes ved offentlighedens bevidsthed om de to tiltag.

Indkøb, Salg & Marketing

Indkøb til Salg og marketing vedrører konsulenttydelser fra marketing og mediebyureauer samt evt. markedsanalyser fra analyseinstitutter.

Opsummering for Marketing og salg

To af Hartmanns helt store problemer vedrører Salg og marketings ukritisk tilgang til forretningsaftaler samt dårlig koordination mellem salg og produktion. Begge problemer er der gjort seriøse tiltag for at løse. Ingen af de kompetencer der er beskrevet under Salg og marketing er direkte salgbar for Hartmann, men forudsætninger for at kunne overleve på emballagemarkedet.

3.3.5 Service

Service for Hartmann er et relativt begrænset, men vigtigt, område. Service for Hartmann betyder fejlfri modtagelse af ordren, levering af det bestilte til aftalt tid og sted, og give kunden en oplevelse af god kommunikation før, under og efter salget.

Undersøgelser viser, at kunderne i emballagebranchens valg af leverandør, placerer leveringssikkerhed som den tredje vigtigste parameter. Hartmanns kunder har selv produkter der skal sælges og deadlines der skal overholdes med deres kunder. Derfor er leveringssikkerhed og god kommunikation med kunderne en kritisk betingelse der skal være i orden. Det er ganske enkelt et krav for at agere i branche.

3.3.6 Selskabets infrastruktur

Den sidste support aktivitet, selskabets infrastruktur, beskrives separat, fordi denne går på tværs af selskabets primære aktiviteter. Selskabets infrastruktur relaterer sig til organisationsstruktur, styrings og informationssystemer, planlægning og finansiering.

Hartmanns profil som klassisk produktionsselskab placerer naturligt ledelsessystemerne meget centralt. Generelt vil produktionsvirksomheder ofte centralisere og gøre intensiv brug af formelle styringssystemer, med henblik på omkostningsminimering og effektivisering⁶⁰. Hartmann er ingen undtagelse. Faktisk kan en del af Hartmanns krisesituation forklares ved den tidligere ledelses blinde jagt efter omsætningsvækst, og for lidt fokus på styring og kontrol.

Den nuværende ledelsens håndtering af krisesituationen, har til gengæld placeret centralisering og styrings- systemer som første prioritet. Med implementeringen af European Supply Chain flyttes komplekse opgaver såsom planlægning og kapacitetsstyring ind på central hold, tæt på ledelsen. Derudover vil informationssystemer overalt i organisationen løbende generere viden til ledelsen om hvor der kan skæres ned, og hvor flaskehalse forsinker produktionsprocessen. Efterhånden som beslutningstagen bliver mere og mere centraliserede, reorganiseres de decentrale enheder så opgaver automatiseres og standardiseres. Som redskab til dette har man implementeret lean.

Den Nordamerikanske Ægemballage division er ligeledes blevet automatiseret kraftigt, men en del styringen vil foreløbig forblive lokalt, men med tæt bevågenhed fra ledelsen i Danmark. Det fremgår af årsrapporten, at man vil overveje strategiske alternativer for Nordamerika, hvis planerne ikke realiseres som planlagt.

⁶⁰ H. Mintzberg, Strategy Safari, 1998

3.3.7 Sammenfatning, Intern analyse:

Hartmann råder over følgende kernekompetencer: Produktion af støbepap, Produktion af ægembal-lage og indirekte forskning og udvikling indenfor støbepaprelaterede processer og maskiner.

Selskabet gennemløber en omfattende reorganisering hvor kunde og produktporteføljer trimmes, stabsfunktioner og beslutningskompetencer centraliseres, og produktionen automatiseres. Denne proces er iværksat som et i turnaround-strategien.

3.4 Strategisk analyse sammenfatning, SWOT

I de foregående afsnit blev Hartmanns strategiske situation analyseret mht. makroøkonomiske, branchemæssig og interne forhold.

De vigtigste konklusioner på analyserne er blevet opstillet i nedenstående SWOT model, efter kate-gorierne; Strengths, Opportunities, Weakness og Threats. Faktorerne i hver kategori står i prioriteret rækkefølge med de vigtigste øverst.

Strengths	Weakness
✓ Salget af æg er ikke konjunkturfølsomt ✓ Timing af turnaround strategi (før kreditkrisen begyndte) ✓ Timing af kapitaludvidelse og lånetilsagn (før kreditkrisen begyndte) ✓ Miljøvenlig brand og profil ✓ Veldiversificeret og trimmet kundeportefølje ✓ Markedsleder i Europa ✓ Stærk knowhow indenfor ægemballage af støbepap ✓ Optimeret produktportefølje	✓ Omkostningsminimering er påkrævet ✓ Turnaround-virksomhed ✓ Størrelse, Hartmann er lille sammenlignet med konkurrenterne ✓ Ringe kommunikation mellem salg og produktion ✓ Underskud i Nordamerika og industriemballage ✓ Mangelende fokus på materialeudvikling og innovation ✓ Kapacitetsknaphed i Nordamerika ✓ Vigende tillid blandt investorer ✓ Lav forhandlingskraft på industriområdet
Opportunities	Threats
✓ Sociokulturel megatrend mod miljørigtige fødevarer ✓ Vækst i højværdiemballage ✓ Forhandlingskraft overfor kunder på ægemballagemarkedet ✓ Nordamerikansk miljøtrend ✓ Øget automatisering og effektivisering af produktion omkostningsminimering	✓ Nye miljørigtige materialerformer ✓ Kreditkrise ✓ Priskrig ✓ Øget interesse for miljøvenlig ægemballage blandt konkurrenter ✓ Kreditkrisen afdæmper miljøtrenden ✓ Nye kapitalstærke indtrængere ✓ Valutakursudsving ✓ Energifriser ✓ Lovændringer

Hartmanns strategiske situation er både positivt og negativt påvirket af den makroøkonomiske udvikling. Et overordnet positivt faktum er at salget af æg ikke konjunkturfølsomt, hvilket danner et stabilt forretningsgrundlag i denne tid med økonomisk recession.

Den sociokulturelle trend mod øget forbrugerefterspørgsel på økologiske fødevarer og bæredygtig emballage, understøtter Hartmanns produktstrategi og miljøvenlige virksomhedsprofil. Denne udvikling tiltrækker øget konkurrence, men åbner samtidig op for muligheder i markedet.

Hartmanns timing af turnaround-strategien og den dertilhørende kapitaludvidelse har rustet virksomheden til den verserende kreditkrise. Turnaround-situationen er dog ensbetydende med begrænsede strategiske muligheder og en fejlagtig gennemførelse af strategien vil have fatale følger for Hartmann. Selskabet er desuden meget sårbar overfor udviklingen i energipriser, råvarepriser og valutakurser.

De branchemæssige forhold tegner et billede af en branche, hvor konkurrenceintensiteten er meget intens. Der er lav forhandlingskraft overfor leverandører og kunder, samtidig med at truslen for substituerende materialer er stor.

Hvis branchestrukturerne skal restruktureres, så der kan tjenes overnormal profit, skal Hartmann fokusere på at ændre kundernes opfattelse af emballage som en standardvare. Trenden mod bæredygtig emballage samt detailbutikkernes fokus på at differentiere højværdiprodukter fra discountprodukter, er begge faktorer, som fremmer denne proces.

Hartmann besidder kernekompetencer indenfor fremstilling af støbepap og produktion af æggebakker. Det er endvidere lykkedes, at udvikle disse kompetencer, i form af øgede automatisering og effektivisering i produktionen, således at kompetencerne nu kan sælges rentabelt (kun i Ægemballage i Europa).

En trussel er Hartmanns manglende fokus på materialeudvikling og innovation. Nye innovative materialeformer kan være en potentiel trussel for virksomhedens eksistens. Derudover har Hartmann oplevet en dårlig kommunikation mellem salgs- og produktionsfunktionerne, hvilket har resulteret i mange urentable forretningsaftaler. Dette arbejdsder imidlertid hårdt på at forbedre, som et led i turnaround-strategien.

4.0 Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er at afdække alle væsentlige økonomiske aspekter omkring Hartmanns forretning og relatere disse til den strategiske analyse. Derigennem vil vi skabe det bedst mulige beslutningsgrundlag for den efterfølgende budgettering og værdiansættelse. Målet er, at analysere Hartmanns evne til at tjene aktionærernes interesser, via en rentabilitetsanalyse og afdækning af de vigtigste valuedrivere.

Indledningsvist vil afsnittet ”Regnskabets kvalitet” afdække kvaliteten af Hartmanns indtjening samt informationsværdien af regnskaberne. Afsnittet indeholder ligeledes en række korrektioner af regnskabet hvor regnskabspraksis ikke er anvendeligt til analysebrug. Formålet er at gøre regnskabet brugbart til måling af trends i de enkelte regnskabsposter og for Hartmann generelt.

I afsnittet ”Rentabilitetsanalyse” vil vi analysere Hartmanns historiske evne til at skabe værdi for aktionærerne. Ved hjælp af strukturen i Dupont-modellen vil vi identificere de væsentligste valuedrivere og herigennem skabe relation mellem de operationelle og finansielle faktorer.

Endelig vil vi diskutere Hartmanns fremtidige strategiske muligheder, ud fra en kvalitativ sammenkædning af strategi og regnskabsanalyse. Formålet er, at skabe overblik til at vurdere de fremtidige økonomiske effekter i forbindelse med budgetteringen.

4.1 Regnskabets kvalitet

Regnskabskvalitet er et helt centralt begreb i enhver regnskabsanalyse. God regnskabskvalitet tager udgangspunkt i formålet med regnskabsanalysen, og gør det muligt for regnskabsbrugeren, at fortælle pålidelige analyser.

”Lemfældig brug af regnskabstal vil før eller siden føre til tab for regnskabsbrugeren”

Citat: Carsten Kyhnaug, ekstern lektor

Den verserende kreditkrise er et glimrende eksempel på denne pointe. År med højkonjunktur ledte bankerne ind i en mere lemfældig tilgang til kreditanalyse i forbindelse med låneaftaler, med tab til følge.

Som egenkapitalfokuserede regnskabsbrugere, dækker god regnskabskvalitet over den rapportering, der bedst fremstiller regnskabet objektivt til analysebrug og understøttelse af den valgte værdiansættelsesmode. Det er derfor helt essentielt, at der foretages en grundig vurdering af Hartmanns regnskabskvalitet, ligesom korrektioner af regnskaberne foretages, så det bedst mulige analysegrundlag fremkommer.

Et af formålene med regnskabsanalysen er, at danne grundlag for estimation af den fremtidige økonomiske udvikling. Til dette formål vil vi foretage en sondering mellem transitoriske og tilbagevendende regnskabsposter, for at tilvejebringe en konsistent indikator for den fremtidige indtjening. I denne sammenhæng har det været en gennemgående udfordring, at rense Hartmanns regnskaber for de afviklede aktiviteter i Asien og Sydamerika.

I det følgende vil de overstående områder blive beskrevet i relation til Hartmann, efterfulgt af en konkret argumentation af de mest centrale korrektioner⁶¹.

4.1.1 Transitoriske poster

Korrektioner for transitoriske poster vedrører udskillelsen af ikke-tilbagevendende aktiviteter eller aktiviteter, som ikke knytter sig til selskabets primære drift.

Korrektionen af Hartmanns historiske regnskaber har været en kompliceret opgave, ikke mindst fordi nedturen og den igangværende turnaround har ændret forretningen markant. Dette har resulteret i, at Hartmanns regnskaber blandt andet er blevet korrigeret for nedskrivninger på anlægsaktiver, ophørende aktiviteter, resultater fra områder udenfor kerneforretningen, samt restruktureringsomkostninger.

4.1.2 Regnskabs informationsniveau

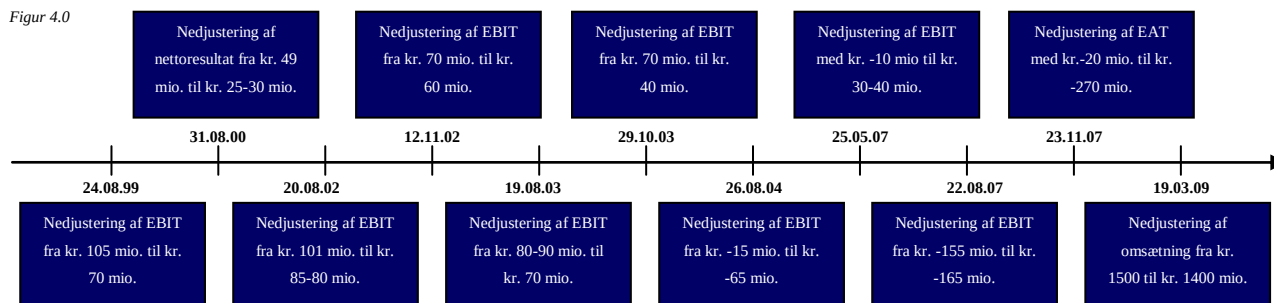
Troværdigheden af de informationer der forekommer i regnskabet er selvsagt vigtig. For at vurdere informationskvaliteten i Hartmanns regnskaber, har vi sammenholdt Hartmanns udmeldte økonomiske forventninger med de realiserede.

Figur 4.0 illustrerer, at Hartmann har nedjusteret elleve gange på ni år. I gennemsnit overvurderes resultatet af den primære drift med ca. kr. 33 mio. årligt, svarende til ca. 35% af EBIT.

⁶¹ Øvrige korrektioner af mindre betydelig karakter findes i bilagXX.

Den manglende kvalitet i Hartmanns regnskabsinformationer er indlysende problematisk, hvilket har skærpet vores opmærksomhed og kritiske indstilling til disse. Hartmann har endnu ikke oplevet revisorpåtegninger i sine regnskaber.

Figur 4.0



Kilde: Egen tilvirkning

4.2 Korrektioner

I udarbejdelsen af Hartmanns reformulerede regnskab har en omfattende række af korrektioner været påkrævet. Den væsentligste årsag til dette er, at Hartmanns regnskaber som udgangspunkt, ikke var brugbare til analyseformål, grundet år med turbulens og ændret forretningsgrundlag.

Selvom årsregnskabernes 5-års oversigt er korrigerede bagudrettet i forhold til det nye forretningsgrundlag, giver dette kun ringe indikation om udviklingen i de underliggende regnskabsposter. Af denne årsag vil vi indlede dette korrektionsafsnit med en kort redegørelse for korrektionerne der er foretaget som følge af de ophørte aktiviteter, samt de fordelingsnøgler der er anvendt i udskillelsen af de forholdsmæssige andele af diverse regnskabsposter.

Efter udskilningen af de ophørte aktiviteter, følger separate afsnit om de vigtigste korrektioner der er foretaget af de enkelte regnskabsposter.

4.2.1 Korrektion 1. Ophørte aktiviteter, Transitoriske poster

Dette afsnit indeholder en gennemgang af den anvendte metode ved eliminering af transitoriske poster i forbindelse med ophørte aktiviteter. Ophørte aktiviteter drejer sig hovedsageligt om frasalgene af de Asiatiske og Sydamerikanske aktiviteter. Udskilningen af aktiviteterne har været betinget af, at aktiverne har været indregnet i balancen efter samme regnskabsprincipper i hele den belyste periode. Hartmann har hvert år benyttet Genindvindingsværdien, baseret på kapitalværdien af ledelsens godkendte budgetter. Sammenligning er derfor mulig.

Under udskilningen af aktiviteterne, har det været nødvendigt at estimere værdien af enkelte regnskabsposter. Dette er nødvendigt da det kun er de overordnede poster i 5-årsoversigten, der er korrigeret langt nok tilbage til en udviklingsretning kan udledes.

I de tilfælde hvor årsrapporterne har oplyst de relevante omsætningsforhold, er dette blevet benyttet som fordelingsnøgle. De steder hvor dette ikke har været muligt, eksempelvis ved estimation af specifikke forretningsområder eller ved allokeringer af faste omkostninger, er fordelingen i år 2007 anvendt i stedet. Da årsregnskabet fra 2007 er det tidligste regnskab der er aflagt under fuldstændig udskillelse af Asien og Sydamerika, er det oplagt, at netop dette anvendes som fordelingsnøgle bagudrettet.

Det skal pointeres, at estimation af ophørte aktiviteter er forbundet med usikkerhed. Vi har alligevel valgt, at anvende estimation, der hvor resultatet heraf vurderes realistisk og konsistent til analyseformål. Af Figur 4.1 fremgår samtlige eliminerings af transitoriske poster i forbindelse med ophørte aktiviteter.

Figur 4.1

Eliminering af transitoriske poster					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Gevinst udenfor kerneforretning	-	-	66	-	-
Ophørte aktiviteter, Sydamerika (omsætning)	130	251	164	92	-
Omkostninger, Sydamerika	119	250	130	50	-
Nedskrivninger, Sydamerika	9	3	6	51	-
Ophørte aktiviteter, Asien (omsætning)	100	-	-	-	-
Omkostninger (Asian)	119	-	-	-	-
Omstruktureringer (Asien)	50	-	-	-	-

Kilde: Egen tilvirkning

4.2.2 Korrektion 2. Operationel leasing

Hartmann oplyser i regnskabet år 2008⁶², at selskabet har en samlet operationel leasingforpligtelse på kr. 52,7 mio. De tidligere årsregnskaber vidner om, at operationel leasing har været en fast del af Hartmanns løbende forretning. Der oplyses dog ikke hvilke aktiver disse leasingaftaler omhandler.

Vores vurdering er, at den lange løbetid på leasingforpligtelsen indikerer, at der er tale om finansiel leasing, selvom Hartmann klassificerer det som operationel leasing. Den overordnede resultatpåvirkning vil over tid være uforandret af valget mellem operationel eller finansiel leasing, hvorved det kun er nøgletallene, som vil være påvirket overfor valg af klassificering.

⁶² Hartmanns årsrapport 2008 s. 75 note 29.

Denne reklassificering medfører, at leasingydelsen fra at være indregnet i resultatopgørelsen som en driftsomkostning, nu betragtes som et lånefinansieret aktiv køb. Aktivets skal derfor indregnes i balancen, samtidig med en forpligtelse indregnes som leasinggæld og dermed som en del af den investerede kapital. Dette medfører endvidere, at der nu indregnes afskrivninger på leasingaktivet som en driftsomkostning og renter på leasinggælden, som en finansiel omkostning.

Da Hartmann ikke giver tilstrækkelige oplysninger i noten til at kunne reklassificere leasingforpligtelsen, bygger følgende konvertering fra operationel- til finansielleasing på en række antagelser. Følgende forudsætninger ligger til grund for konverteringsberegningen i Figur 4.2:

- Kalkulationsrenten antages at udgøre 7% svarende til CIBOR +3,5%-point.
- Aktivernes levetid antages at være 12 år, svarende til den samlede løbetid på leasingaftalerne.
- Aktiverne afskrives lineært over 12 år, hvorefter scrapværdien er nul.
- De ydelser der forfalder mellem år 1-5 i år 2007 regnskabet er i alt kr. 28 mio. og udgør konstant kr. 7 mio. i hvert af de 4 år. Fra årene 5 er de samlede ydelser kr.13,1 mio. og udgør konstant kr. 4,4 mio. i hvert af de 3 resterende år.

Figur 4.2

Konvertering af operationel leasing til finansielleasing					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Leasingydelse (driftsomkostninger)	6,7	7,7	9	9,1	11,6
Leasingafskrivninger	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9
Renter til leasinggæld	-4,1	-3,9	-3,7	-3,3	-2,9
Indkomst effekt	-2,3	-1,1	0,4	0,9	3,8
Aktiv					
Leasing aktiver	53,8	48,9	44,0	39,1	34,1
Total aktiv effekt	53,8	48,9	44,0	39,1	34,1
Passiv					
Leasingforpligtelser	56,1	52,3	47,0	41,2	32,4
Indkomstkorrigeering på egenkapital	-2,3	-1,1	0,4	0,9	3,8
Egenkapital for tidligere år		-2,3	-3,4	-3,0	-2,0
Total passiv effekt	53,8	48,9	44,0	39,1	34,1

Kilde: Egen tilvirkning

4.2.2 Korrektion 2. Udskudt skat

Hartmann har jf. note 17 hensættelser i form af udskudt skat. Udskudt skat opstår som følge af forskelle mellem den indregnede skattemæssigværdi af henholdsvis aktiver og forpligtelser imellem skatteregnskabet og årsregnskabet. Denne forskel skyldes blandt andet, at afskrivningsberettigede aktiver periodiseres forskelligt i de to regnskaber. Udskudt skat kan også skyldes posterings, som indregnes med forskellige satser i de to regnskaberne.

Analytisk set, er udskudt skat et kompliceret område, da flere forhold kræver analytikerens stillingtagen. En problemstilling omhandler, hvortid der skal fortages en kapitalisering af den udskudte skat. Ifølge årsregnskabsloven skal virksomheder hensætte til fuld udskudt skat, men nutidsværdien af denne post kan imidlertid variere meget, alt efter langt ude i fremtiden den udskudte skat forfalder til betaling. Dette har specielt betydning for virksomheder med store investeringsprogrammer, da den udskudte skat først skal betales langt ude i fremtiden og hermed vil nutidsværdien af forpligtelsen være begrænset. Dette taler for, at udskudt skat indregnes med den kapitaliserede værdi.

Man kan imidlertid også argumentere for, at udskudt skat skal følge det gængse matchingprincip for indregning af indtægter og omkostninger i årsregnskabet⁶³. Skatteomkostningen skal ifølge matchingprincippet periodiseres, så skatten af årets resultat dels består af den aktuelle skat og dels af den udskudte skat, der først skal forfalde til betaling senere. Dette taler for, at der ikke skal ske tilbagediskontering af udskudt skat.

I det konkrete tilfælde har Hartmanns investeringsmønster undergået en kraftig ændring i forbindelse med den strategiske omvæltning, hvilket blandet andet har resulteret i frasalg af flere aktiviteter. Dette taler for, at indregne udskudt skat og dermed ikke tilbagediskontere dette. Sammenholdt med argumentet om, at udskudt skat skal følge matchingprincippet for indregning af indtægter og omkostninger, har vi valgt ikke at gøre dette.

Det fremgår af Figur 4.3, at Hartmann i år 2008 havde udskudte skatteaktiver på kr. 51,6 mio. og udskudte skatteforpligtelser på kr. 7,2 mio.⁶⁴. Det fremgår ikke af regnskabet, om disse udelukkende knytter sig til driften. Vi har valgt, at klassificere udskudt skat som en del af driften, da størstedelen af posten udskudte skat udgøres af fremførbare underskud og udskudt skat på materielle aktiver. Dette betyder, at udskudt skat kommer til at fremstå som en rentefri forpligtelse for ledelsen, og hermed reducerer udskudt skat den samlede investerede kapital.

Figur 4.3

Korrektion, Udskudt skat					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Udskudte skatteaktiver	-3,8	-3,9	-91,4	-34,3	-51,6
Udskudt skatteforpligtelse	32	37,8	36,7	24,6	7,2
Udskudt skat	28,2	33,9	-54,7	-9,7	-44,4
Effekt på investeret kapital	-28,2	-33,9	54,7	9,7	44,4

Kilde: Egen tilvirkning

⁶³ Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 109

⁶⁴ Hartmanns årsrapport 2008 note 17

4.2.3 Korrektion 3. Pensionsforpligtelser

Det fremgår, at Hartmann løbende har udgifter til pensionsindbetalinger, som dækker over betalinger til både bidrags- og ydelsesbaserede pensionsordninger⁶⁵.

Bidragsbaserede pensionsordninger dækker over pensionsordninger for medarbejderne, som Hartmann har indgået med forsikringsselskaber, mens de ydelsesorienterede pensionsordninger knytter sig til den enkelte medarbejders oparbejdede pension i Hartmann. I forbindelse med de ydelsesbaserede pensionsordninger, er Hartmann forpligtet til at sikre, at man råder over de fornødne midler til at dække de indgående pensionsordninger. Hartmann har således valgt at eksponere sig med et beløb svarende til de samlede ydelsesbaserede pensionsforpligtelser. Usikkerheden stammer dels fra aktuarmæssige skøn og forudsætninger om pensionsomkostninger og nettorenteomkostninger, samt fra fluktuationerne i markedsværdierne af de underliggende aktiver.

De ydelsesbaserede pensionsordninger præsenterer en betydelig usikkerhed omkring den fremtidige indtjening, hvilket besværliggør budgetteringen af de fremtidige cash flows. Det store spørgsmål er, hvorvidt Hartmanns pensionsforpligtelser skal behandles på lige fod med det øvrige kapitalgrundlag og dermed forrentes på lige fod med anden rentebærende gæld.

Da øvrige løn- og personaleomkostninger, i denne regnskabsanalyse opfattes som driftsrelaterede, opnås der konsistens ved ligeledes at opfatte ydelsesbaserede pensionsordninger som driftsrelaterede. Forpligtelserne behandles derfor som en hensat forpligtelse og dermed som en del af Hartmann driftsgæld.⁶⁶ Effekten heraf er, at den investerede kapital bliver reduceret med pensionsforpligtelserne og nøgletallene påvirkes dermed positivt. Se Figur 4.4.

Figur 4.4

Korrektion, Pensionsforpligtelse					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Pensionsforpligtelser	52,5	59	68,8	60	47,6
Tilknyttede aktiver	-35,1	-42,3	-50,4	-41,6	-29,6
Pensionsforpligtelse	17,4	16,7	18,4	18,4	18,0
Effekt på investeret kapital	-17,4	-16,7	-18,4	-18,4	-18,0

Kilde: Egen tilvirkning

4.2.4 Korrektion 4. Afskrivninger

Da Hartmanns resultatopgørelse er funktionsopdelt, er det nødvendigt at reklassificere og allokere efter art, for at kunne beregne indtjeningsbidraget, EBITDA.

⁶⁵ Hartmanns årsrapport 2008 note 21

⁶⁶ Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 141

Afskrivningerne er fordelt på posterne produktions-, distributions- administrations- og udviklingsomkostninger ud fra følgende forudsætninger:

- For at opnå historiske sammenlignelighed, er fordelingen i 2008 anvendt som fordelingsnøgle til allokering af de samlede afskrivninger i perioden 2004-2005.
- Opdelingen mellem afskrivninger og nedskrivninger på de fraskilte aktiviteter i årene 2004 og 2005, er sket ud fra den fordeling der overordnet kendetegner hele koncernen. I fordelingen hviler således en antagelse om, at afskrivninger fordeler sig ensartet på tværs af alle geografiske divisioner i Hartmann. Denne fordeling afspejler sandsynligvis ikke virkeligheden, men da Hartmann ikke kommer med nærmere oplysninger, er en ensartet fordeling den mest oplagte antagelse.

I afskrivningsposten er tillagt de reklassificerede leasingafskrivninger der opstod ved reformuleringen fra operationel leasing til finansiell leasing, jf. Figur 4.4.

Figur 4.4

Korrektion, Afskrivninger					
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Produktionsomk	112,0	103,4	94,8	98,7	92,9
Salgs- og distributionsomk.	1,9	1,8	1,4	1,7	1,5
Administrationsomk.	1,4	1,3	1,8	1,2	1,1
Ophørte aktiviteter	-4,7	-10,4	0	0	0
Leasing	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Udviklingsomk.	1,8	1,3	1,3	1,3	0,2
Afskrivninger samlet	117,4	102,2	104,2	107,8	100,6

Kilde: Egen tilvirkning

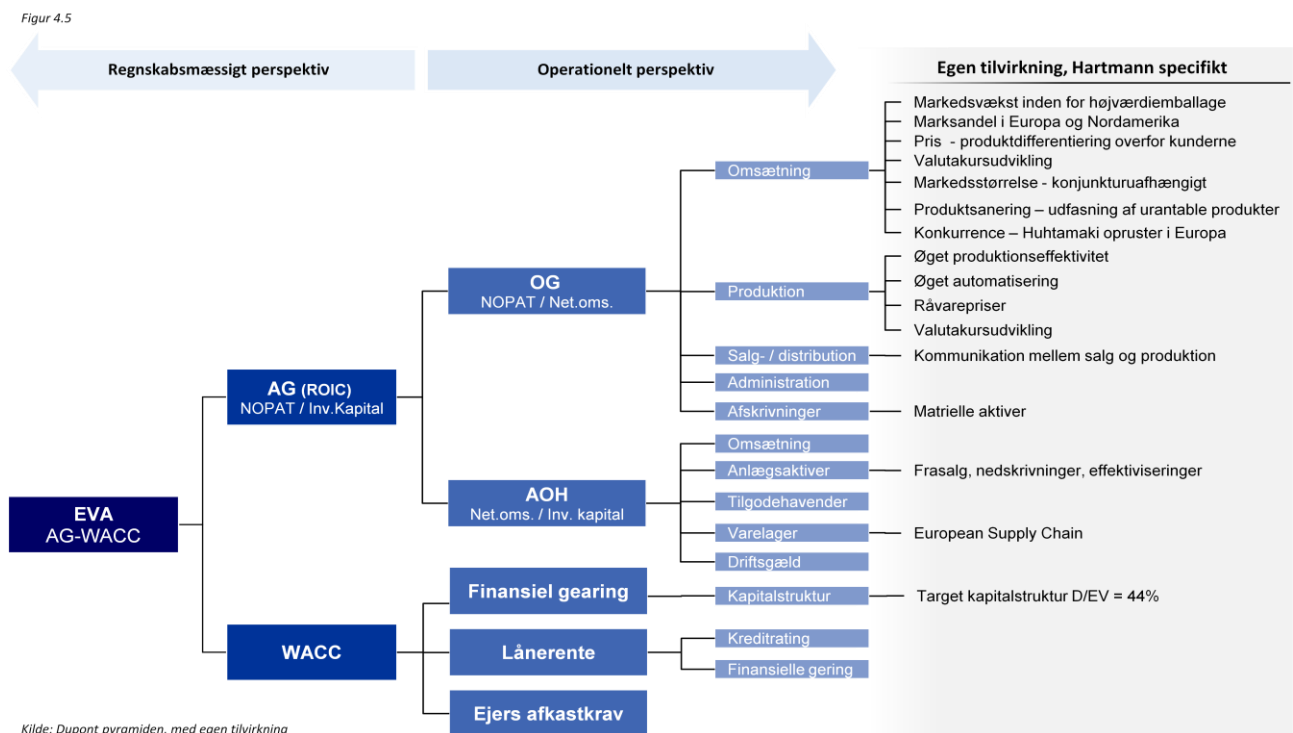
4.2.5 Sammenfatning på regnskabskvalitet

Vi har gennemgået kvaliteten i Hartmanns regnskaber. Dette medførte, at regnskaberne måtte korrigeres for transitoriske poster, for at opnå den ønskede indtjeningskvalitet. Ydermere viste analyserne, at kvaliteten af informationsniveauet i regnskaberne er af vigende karakter. En konservativ tilgang til Hartmanns økonomiske udmeldinger, er derfor en naturlig følge.

4.3 Rentabilitetsanalyse

Et andet vigtigt element i regnskabsanalysen, er målingen af Hartmanns rentabilitet. Rentabilitetsanalysen vil bidrage med information om Hartmanns underliggende drift, herunder om udviklingen i de valuedrivere der styrer rentabiliteten.

I analysen vil den reformulerede driftsmæssige rentabilitet blive dekomponeret efter strukturen i Dupont-pyramiden⁶⁷. Princippet er, at afkastningsgraden holdes op mod de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. For at forstå udviklingen i afkastningsgraden dekomponeres denne først så udviklingen i overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH) fremgår. Derefter dekomponeres OG og AOH yderligere, hvor det bliver muligt at vurdere tallene ud fra Hartmanns strategiske situation. Figur 4.5 Viser strukturen i Dupont modellen. Yderst til højre fremgår vores eget tillæg til modellen. Vi har tilføjet en kobling mellem Hartmanns operationelle valuedrivere og de regnskabsmæssige valuedrivere.



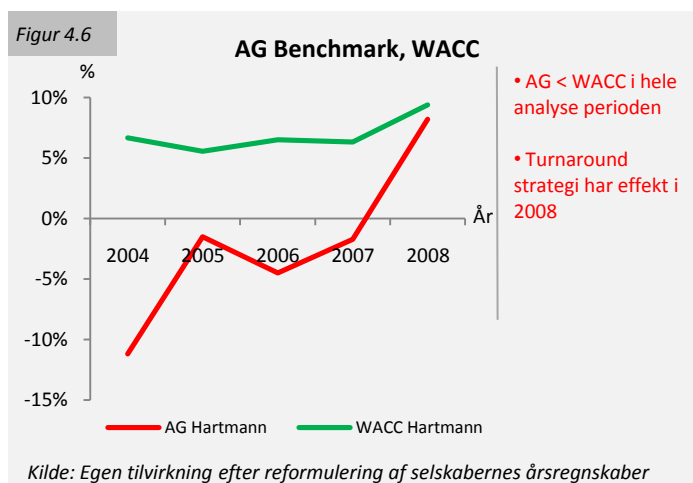
Vi vil ligeledes redegøre for hvorledes transitoriske poster influerer på udviklingen i rentabiliteten, og hvordan vi under reformuleringen har elimineret støj fra disse. I denne sammenhæng vil vi ligeledes diskutere ledelsens eventuelle motiver for at udnytte regnskabslovgivningen til at fremme særlige interesser.

⁶⁷ Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 150

Vi vil benytte Hartmanns to nærmeste konkurrenter, Pactiv og Huhtamaki, til benchmarking. Sammenligningen med konkurrenter vil give en indikation af niveau og udviklingsretning af Hartmanns performance, i forhold til selskaber i samme branche. Da begge konkurrenter er betydelig større end Hartmann, og beskæftiger sig med flere forskellige emballagetyper, har en lang række korrektioner af regnskabspraksis været nødvendig⁶⁸.

4.3.1 Afkastningsgrad

Afkastningsgraden (AG) er det overordnede rentabilitetsmål for driften, og udtrykker forrentningen af den investerede kapital. Forrentningen opgøres som resultat af primær drift efter skat (NOPAT), korrigeret for transitoriske poster og skatteskjold. Investeret kapital er opgjort som den gennemsnitlige sum af nettorentebærende gæld og egenkapital.



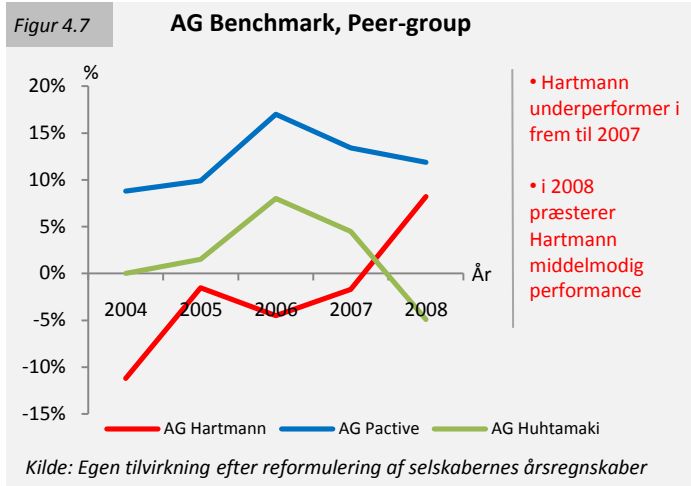
Ser man nærmere på udviklingen i afkastningsgraden i Figur 4.6, ses det, at AG udvikler sig positivt fra -11,4% i år 2004 til -1,5% i 2005. I år 2006 falder AG yderligere tilbage til -4,5% for herefter at påbegynde en positiv udvikling, hvor AG i år 2007 stiger til -1,7% og i år 2008 når sit højeste niveau på 8,2%. De positive effekter, som følge af implementeringen af den nye strategi, begynder at slå igennem i år 2008.

Sammenlignet med WACC har Hartmann dog performet ganske utilfredsstillende. Det fremgår, at AG konstant har befundet sig betydeligt under de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, ensbetydende med et negativ EVA.

For at vurdere om udviklingen i Hartmanns afkastningsgrad skyldes selskabsspecifikke forhold eller en generel udvikling i branchen, sammenlignes udviklingen i AG med primær peer-gruppen, Pactiv og Huhtamaki. Denne sammenligning viser, at de to nærmeste konkurrenter har formået at opretholde et positivt niveau i afkastningsgraden. For Pactive er AG steget fra 8,8% i år 2004 til 13,4% i 2007, og for Huhtamaki er AG steget fra 3,9% til 7,3% i samme periode, jf. Figur 4.7.

⁶⁸ Se appendiks 9 og 10

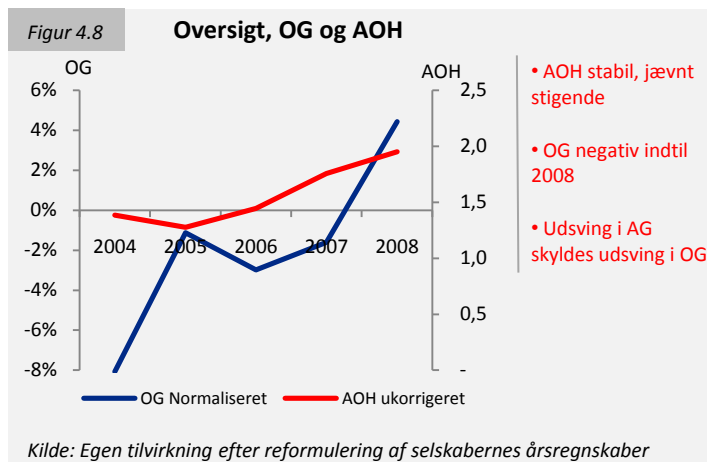
Det kan derfor udledes, at det ikke er rene i branchen alene, der er årsag til den negative udvikling i Hartmanns rentabilitet. Benchmarking har givet et billede af niveauet af AG. For at kunne forstå selve udviklingen, er det nødvendigt at dekomponere nøgletallet yderligere i henholdsvis overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed.



4.3.2 Overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed

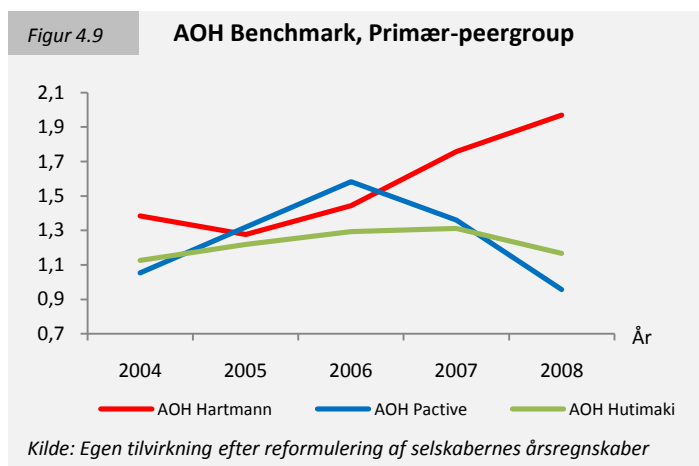
I dette afsnit vil AG blive dekomponeret i hhv. overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Overskudsgraden beskriver indtægts- omkostningsforholdet i Hartmann og måler overskuddet per omsat krone. Aktivernes omsætningshastighed måler omsætning pr. investeret krone.

Produktionsvirksomheder, som Hartmann, opererer normalt med lave overskudsgrader, men genere omvendt høj omsætningshastigheder. Den høje omsætningshastighed kompenserer således for den lave overskudsgrad, for derigennem at opretholde et tilfredsstillende afkast på den investerede kapital. Hartmanns negative AG afslører imidlertid, at selskabet ikke har formået at skabe en profitabel balance mellem AG og OH.



Det ses af figur 4.8, at OG og AG har meget ens kurveforløb, mens AOH er jævnt stigende. Umiddelbart signalerer stigende AOH, at aktiverne udnyttes bedre, hvilket er i tråd med effektiviseringsinitiativerne i forbindelse med turnaround-strategien. AOH stiger fordi Hartman er blevet bedre til at udnytte sine aktiver, et positivt resultat af effektiviseringerne og automatiseringen i forbindelse med turnaround-strategien.

Ved sammenligning med Hartmanns primære-peergroup i Figur 4.9 ses det, at turnaround strategien ikke alene har forbedret AOH, men også bragt Hartmann i spidsen i peergruppen, som det selskab der udnytter aktiverne mest effektivt. Dette beviser, at timingen af turnaround strategien har været perfekt, i forhold kredittkrisen. Mens Hartmann forbedrer effektiviteten fra 2007 til 2008 realiserer konkurrenterne betydelige tilbageskridt i året for krisens begyndelse.



Overordnet er problemet, at stigende AOH ikke er positivt så længe OG er negativ. Det følger intuitivt og matematisk, at positiv OG, er en forudsætning for positiv AG. I Hartmanns tilfælde, er det derfor især udviklingen i OG der skal analyseres, når man vil forstå udviklingen i AG.

4.3.3 Dekomponering af OG

I dette afsnit vil vi analysere udviklingen i OG ud fra strategiske og operationelle begivenheder i de enkelte regnskabsår. Hartmanns officielle resultatopgørelse er i høj grad præget af tilbagevendende og transitoriske poster, der skaber støj i analysen. I alt kr. 380 mio. fra år 2004 til 2008. Da disse har meget stor indflydelse på OG-kurvens forløb, vil dekomponeringen løbende blive suppleret med en diskussion af de poster, der er korrigeret ud af de pågældende regnskabsår.

Hovedelementerne bag udviklingen i hvert enkelt regnskabs år vil blive skildret i en figur, der ligeledes viser OG efter de poster der skaber støj er korrigeret ud. Sidst i afsnittet opstilles en opgørelse over de korrigerede tilbagevendende-støj poster, der vil blive normaliseret. Figur 4.9 nedenfor viser afsnittets overordnede fremgangsmåde i udregningen af det normaliserede NOPAT.

Figur 4.10

Normalisering af NOPAT		
NOPAT Beregning	Beskrivelse	OG NOPAT/Omsætning
NOPAT Ukorrigeret	Inkl. transitoriske poster	OG Ukorrigeret
- Transitoriske poster og tilbagevendende-støj poster	Transitoriske- og tilbagevendende-støj poster fratrækkes	
= NOPAT Korrigeret	Fratrukket transitoriske- og tilbagevendende-støj poster	OG Korrigeret
+ Normaliserede tilbagevendende-støj poster	Normaliserede tilbagevendende-støj poster tillægges	
= NOPAT Normaliseret	Tillagt normaliserede tilbagevendende-støj poster	OG Normaliseret

Kilde: Egen tilvirkning

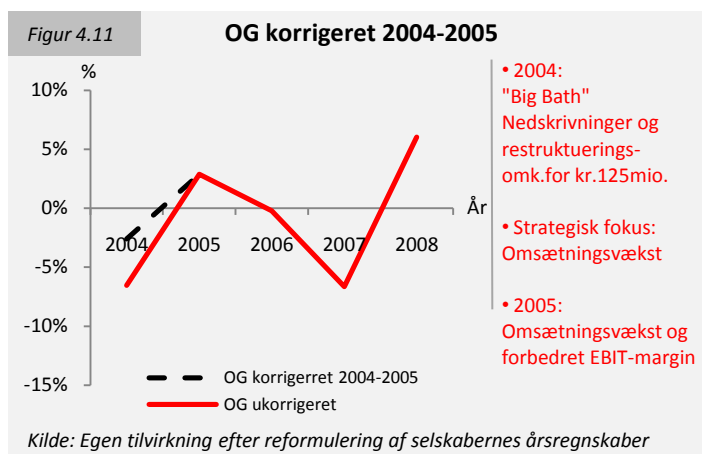
4.3.3.1 Udvikling år 2004-2005

Udviklingen fra år 2004 til 2005 præges af flere engangsposter. De foregående års fejlslagne ekspansionsstrategi førte i 2004, til nedskrivninger på kr. 75 mio. og omstruktureringer for kr. 50 mio. Ingen af disse poster figurerer imidlertid i regnskaberne for år 2005 og 2006. Der kan argumenteres for, at omstrukturering, og til dels nedskrivning, altid vil være en del af den almindelige drift, og at posterne skal indregnes i NOPAT.

I Hartmanns tilfælde er der nærmere tale om et såkaldt "Big bath", fordi enorme nedskrivninger og omstrukturingsomkostninger bogføres i et enkelt år, og ikke løbende over årene. For den daværende ledelse, var 2004 et oplagt år at foretage en "hovedrengøring", efter ringe resultater siden år 2001, hvor ledelsen tiltrådte. Med store nedskrivninger af den investerede kapital og et stort negativt resultat i år 2004, var vejen lagt for pænere nøgletal, og positiv *regnskabsmæssig* udvikling i år 2005. Når resultatet i år 2004 korrigeres for nedskrivninger og omstrukturingsomkostninger, forbedres denne fra en oplyst OG i 2004 på -6,5% til en korrigeret OG i 2004 på -2,6%.

På Figur 4.11 ses udviklingen i OG, hvor resultat i år 2004 er korrigeret for transitoriske- og tilbagevendende støjposter. Resultatet i år 2005 er, i årsregnskabet fri for støjposter, og der er derfor tale om en reel forbedring i OG til 2,9%. Stigningen er dog væsentlig mindre, end den udvikling der oplyses i selskabets årsrapport. Operationelt kan forbedringerne i 2005, hovedsageligt

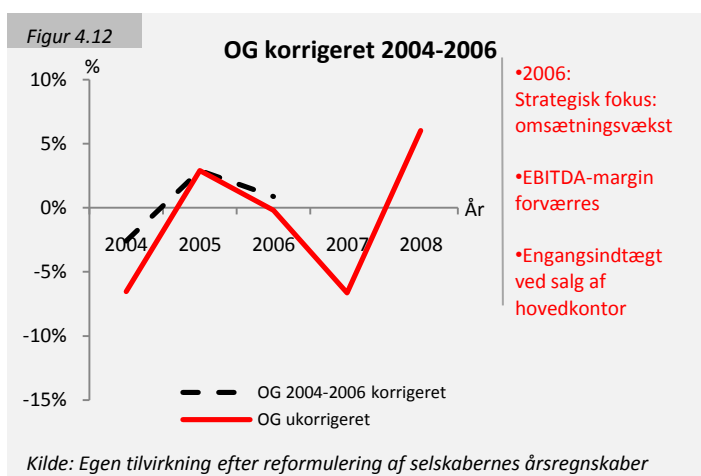
henføres til årets omsætningsvækst på 2%, og et fald i personaleomkostningerne på 10%. I absolutte tal, faldt de samlede produktionsomkostninger med kr. 6 mio. i år 2005, på trods af omsætningsstigningen på ca. kr. 28 mio.



4.3.3.2 Udvikling år 2005-2006

I årsrapporten fremstår resultatet i 2006 positivt sammenlignet med år 2004 og 2005. Reelt er der tale om et fald til 0,9%, efter korrektion⁶⁹. Omsætningen stiger med 4%-point, men omkostningsposterne stiger mellem 7%-point og 19%-point. Omkostningerne stiger nominelt i alt med kr 110 mio., mens omsætningen kun steg med ca. 4.60 mio. Hartmann anfører, at de store omkostningsstigninger hovedsageligt skyldes stigninger i energipriser og valutakurser.

Hovedårsagen til at årsrapporten fra år 2006 angiver OG til at være 4,4%, frem for de 0,9% er, at Hartmann medregner en engangsindtægt for salg af hovedkontoret på kr.66 mio. i posten "Andre driftsindtægter. Når transaktionen elimineres fra beregningen af den primære drift, falder NOPAT og OG bliver yderligere negativt påvirket. Ledelsen havde flere incitamenter til at frasælge bygningen. Blandt de vigtigste var, at Hartmann efterhånden havde tabt så mange penge, at likviditeten og solvensen var kommet under pres, og provenuet fra salget ville hjælpe på denne situation.



4.3.3.3 Udvikling år 2006-2007

År 2007 var første hele regnskabsår med Hartmanns nuværende ledelse. Årsregnskabet var, ligesom i år 2004 præget af transitoriske poster. Foruden restruktureringsomkostninger for kr. 35 mio., foretog ledelsen nedskrivninger for i alt kr. 155 mio. på aktiviteterne i Asien og i Nordamerika.⁷⁰

Som tidligere omtalt, indeholder årsregnskabet for år 2006 ingen restruktureringsomkostninger. Alligevel indeholder regnskabet for år 2007 en opgørelse i ledelsesberetningen, hvor det fremgår, at Hartmann afholdt kr. 21 mio. i restruktureringsomkostninger i år 2006.⁷¹

Det er en velkendt manøvre, at nye ledelser tager "the big shower" kort efter deres tiltrædelse⁷². Dels kan den nye ledelse have anderledes strategiske eller værdimæssige betragtninger end den fo-

⁶⁹ I denne afhandling opgøres OG efter skat. Hartmann opgør OG før skat.

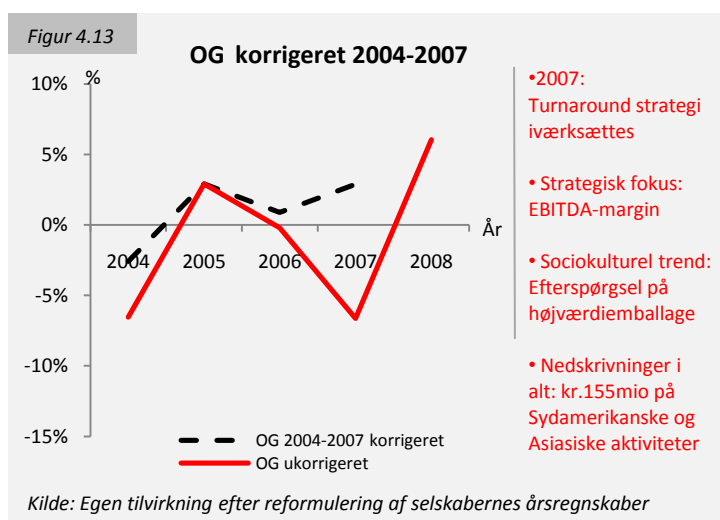
⁷⁰ Kilde: Hartmann årsrapport 2007, s 32

⁷¹ Kilde: Hartmann årsrapport 2007, s. 7

regående ledelse. I Hartmanns tilfælde har dette ført til store organisatoriske omstruktureringer, og nedskrivninger i forbindelse med tilbagetrækningsstrategien til Europa og Nordamerika.

Foruden disse reelle argumenter for brug af nedskrivninger og omstruktureringsomkostninger, mistænkes nye ledelser ofte for, at misbruge posterne til overskudsudjævning og til forbedring nøgletalene fremadrettet. Der er ingen tvivl om at Hartmann har foretaget reelle omstruktureringer, ligesom nedskrivninger også har været på sin plads. Hvorvidt posternes størrelse afspejler de reelle værdier, er ikke muligt at vurdere ud fra den tilgængelige information. Derfor godtages Hartmanns bagudrettede korrektion af restruktureringsomkostningerne for år 2006.

Af Figur 4.12 fremgår det, at når nedskrivninger og restruktureringsomkostninger korrigeres, stiger OG i år 2007 sammenlignet med år 2006. Fremgangen er et udtryk for, at tilbagetrækningsstrategien og automatiseringen af produktionen begynder at have effekt. Derudover ses der en positiv udvikling, i form af vækst i efterspørgslen på højværdiprodukter⁷³.



Ifølge årsrapporten udviklede forretningsområdet Ægemballage i Europa sig negativt sammenlignet med år 2006. Ledelsen begrundede udviklingen med stigende papir og energipriser, og omkostninger forbundet med den påbegyndte sanering i produkt- og kundeporteføljen. Ægemballage i Nordamerika udviklede sig positivt, men stadig uden overskud. Ifølge ledelsesberetningen kan en del af dette utilfredsstillende resultat begrundes med en ufordelagtig udvikling i krydskursen mellem canadiske dollar og US dollar.

Det sidste vigtige forretningsområde, Industriemballage, bidrog ligeledes til fremgangen i år 2007. Efter tilbagetrækningsstrategien blev sat i værk, har forretningsområdet været koncentreret om Europa, hvor man har fokuseret på effektivisering. Resultatfremgangen skyldes i høj grad produktivtetsforbedringer samt kunde og produktsaneringer.

⁷² Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 304

⁷³ Jf. Strategisk afsnit, Brancheanalysen.

4.3.3.4 Udvikling år 2007-2008

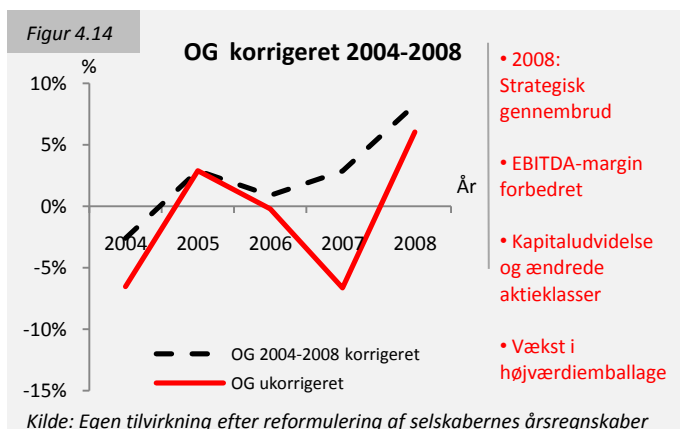
Hartmanns regnskab for år 2008 var ventet med spænding, da dette ville give den første indikation af effekterne fra den nye strategi. Regnskabet viste, at Hartmann er på rette vej spor og turnaround strategien går efter planen, om end visse områder halter efter implementeringsplanen.

Overordnet oplevede Hartmann en nulvækst i omsætningen fra år 2007 til 2008, men opnåede derimod en væsentlig fremgang i indtjeningen. Hartmanns hovedforretningsområde ÆG-europa viste en fremgang i omsætning, samt en væsentlig forbedring i indtjeningen. Ledelsen fremhæver øget volumen og et forbedret produkt- og prismiks som de vigtigste vækstdrivere⁷⁴. Fremgangen modsvarer delvis af omsætningsfald fra begge de to andre forretningsområder.

Industriemballage har oplevet et kraftigt fald i omsætningen, hvilket skyldes udfasningen af forretningsområdets største kunde. For at afbøde effekten heraf, arbejder ledelsen på at tiltrække andre kunder, samtidig med at man vil tilpasse aktivitetsniveauet til det smallere produktmiks. For Ægemballage i Nordamerika skal ressourcerne fortsat koncentreres om øget omsætning samt bedre kapacitetsudnyttelse i produktionen⁷⁵.

Af årsregnskabet for 2008 fremgår, at restruktureringsomkostningerne andrager kr. 44 mio. For at gøre NOPAT sammenlignelig med tidligere regnskabsår, opfattes restruktureringsomkostningerne som tilbagevendende. De kr. 44 mio. elimineres derfor fra ”korrigeret OG” i 2008. Se ”OG korrigeret” i Figur 4.13. I afsnit 4.3.3.5 vil omkostningerne blive allokeret jævnt over analyseredeperioden.

Et positivt tegn er, at den overordnede vækst i NOPAT er højere end den overordnede omsætningsvækst. Fremgangen skyldes primært forbedringer i kerneforretningen, Ægemballage Europa. Dette signalerer, at turnaround-strategien kan blive en succes på Hartmanns vigtigste marked, hvilket er en forudsætning for overlevelse.



⁷⁴ Kilde: Delårsrapport 3. Kvartal 2008.

⁷⁵ Jf. Internanalyse/supply chain Afsnit XXX

Forbedringen af kerneforretningen drives produktivitetsforbedringer og forbedret produktportefølje. Et kvalitets tegn er, at de samlede omkostninger holdes konstante på trods af generelle stigninger i papir og energipriser.

4.3.3.5 Normalisering af transitoriske poster

I dette afsnit opsummeres de tilbagevendende poster i Hartmanns regnskaber, der skal normaliseres. Disse poster normaliseres, fordi de opstår som en konsekvens af selskabets drift, men regnskabsmæssigt skaber støj i de enkelte regnskabsår. For at opnå et retvisende billede af niveauet i nøgletalene bliver de udskilte poster normaliseret over hele analyseperioden, så omkostningerne påvirker alle regnskabsår med sammen vægt.

Figur 4.15

Samtlige tilbagevende støjposter normaliseres i Figur 4.14. Normaliseringen af de tilbagevendende poster bevirker således, at overskudsgraden korrigeret for tilbagevendende poster, forskydes nedad, hvilket fremgår af følgende Figur 4.15:

Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Nedskrivninger	75	-	-	155	-
Restruktureringsomk.	50	-	21	35	44
I alt	125	-	21	190	44
Sum af tilbagevendende poster til normalisering år 2004-2008					380
Årlig normalisering (380 mio./5 år)	76	76	76	76	76

Kilde: Egen tilvirkning

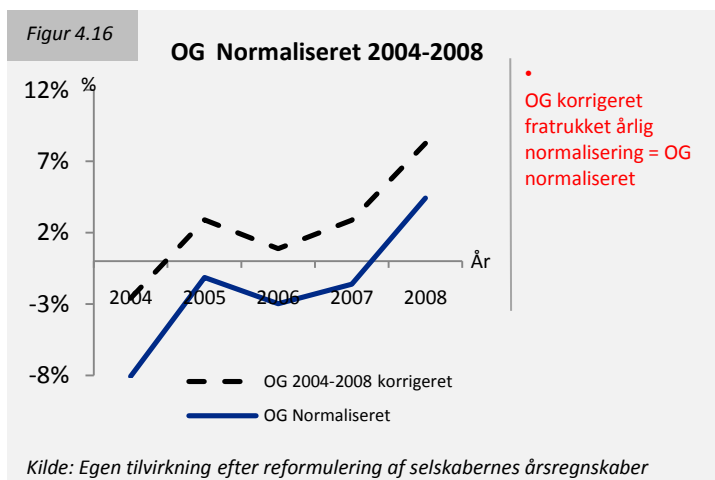
Det ses af den normalisere overskudsgrad, hvordan OG har udviklet sig negativt fra perioden år 2005 til 2007, jf. Figur 4.16. Fra at havde antaget -1,8% i 2005, falder OG yderligere til -4,7% i 2007. Udviklingen ændrer sig i år 2008, hvor de nye strategiske tiltage begynder at slå igennem, således at OG retter sig til 3,8%.

Sammenligner vi udviklingen med Hartmanns peergroup ses det, at den lave overskudsgrad ikke skyldes en generel udvikling i markedet, men selskabsspecifikke forhold i Hartmann.

Den historiske udvikling har selvsagt ikke været tilfredsstillende, men det seneste års udvikling tyder godt for Hartmanns fremtid.

For at forstå udviklingen i OG, vil vi dekomponere OG efter strukturen i Dupont-modellen.

Figur 4.16



4.3.4 Valuedrivere

Dette afsnit repræsenterer det yderste og operationelle led i Dupont pyramiden⁷⁶. Formålet med afsnittet er, at beskrive den regnskabsmæssige udvikling ud fra den operationelle og strategiske situation i Hartmann.

4.4.1 Omsætning

Indtil turnaround strategien blev iværksat i 2007, var omsætningen Hartmanns vigtigste regnskabsmæssige parameter. I dag er fokus skiftet til indtjening frem for omsætning. Fra år 2005 til 2008 har der været positiv udvikling i Hartmanns omsætning, med en samlet stigning på 5%. Siden 2007 hvor turnaround strategien blev implementeret, har omsætningen dog været konstant.

Som det fremgår af Figur 4.17 er den overordnede omsætning en funktion af flere forskellige faktorer⁷⁷.

Omsætningen drives af markedsudviklingen i Hartmanns tre forretningsområder. Det generelle marked for æggebakke er et modent marked uden

Figur 4.17



Kilde: Egen tilvirkning, tilføjelse til Dupont-pyramide

vækst. Salget af æggebakke går dog imod øget afsætning af højværdiembakke, hvilket medvirker til højere prissætning. Hartmanns strategi tilstræber at udnytte denne trend bedst muligt, blandt andet ved produktsaneringer der tilpasser produktporteføljen efter markedssituationen. Omsætningen er kraftigt påvirket af valutakursudviklingen. Eksponeringen har voldt Hartmann store problemer og omsætningen er fortsat stærkt eksponeret på nordamerikanske marked og i flere europæiske lande.

4.4.2 Omkostninger

Da det strategiske fokus skiftede i 2007, skiftede den vigtigste regnskabsmæssige parameter ligeledes fra omsætning til indtjening. Udviklingen i OG afspejler dette skift. Selvom omsætningen steg fra 2005 til 2007, faldt OG i samme periode. Derefter steg OG fra 2007 til 2008 som planlagt ifølge turnaround strategien. Figur 4.18. viser udviklingen i omkostningerne.

Figur 4.18

Omkostningsudvikling				
Mio. kr.	2005	2006	2007	2008
Produktionsomk.	1.414	1.475	1.492	1.491
Indeks, oms.	100	104	106	105
Faste omk.	379	414	466	360
Indeks, faste omk.	100	109	123	95

Kilde: Egen tilvirkning

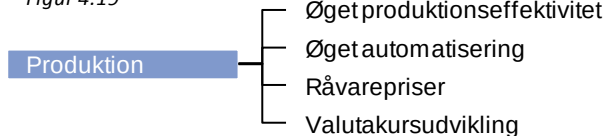
⁷⁶ Se figur 4.5

⁷⁷ Alle faktorer er beskrevet i den strategiske analyse.

Af udviklingen fra år 2005 til 2007, ses det, at faldet i OG skyldes stigninger i samtlige Hartmanns omkostningsposter. Produktionsomkostningerne er steget med 5%-point, de faste omkostninger er steget med 23%-point, mens omsætningen kun er steget 6%-point i samme periode.

I 2008 falder både produktionsomkostninger, faste omkostninger og afskrivninger med henholdsvis 6%-point, 28%-point og 7%-point, mens omsætningen er stagneret. Denne udvikling er drevet af

Figur 4.19



Kilde: Egen tilvirkning, tilføjelse til Dupont-pyramide

flere forskellige faktorer, jf. figur 4.19. Hartmanns produktionseffektivitet er forbedret markant. Effektiviseringen er sket gennem optimering af flere processer, heriblandt automatisering i produktionen, supply chain forbedringer, forbedret kommunikation mellem salg og produktion, og ikke mindst udfasning af de mindst rentable produktvarianter (produktanering). Ligesom det galt for omsætningen, har valutakurser og råvarepriser ligeledes en stor effekt på indtjeningen. Historisk har valuta og råvarepriserne haft en negativ nettoeffekt for Hartmann.

4.4.3 Sammenfatning, Rentabilitetsanalyse

I rentabilitetsanalysen blev Hartmanns rentabilitet og underliggende valuedrivere dekomponeret efter strukturen i Dupont-modellen.

Den normaliserede afkastningsgrad blev opstillet til analysebrug og derefter sammenlignet med WACC og peer-gruppen. Afkastningsgraden har, gennem hele analyseperioden, ligget under afkastkravet, hvilket er utilfredsstillende for Hartmanns aktionærer. Ved sammenligning med Hartmanns peer-group fremgik det, at den negative udvikling i Hartmanns afkastningsgrad, ikke skyldtes den generelle udvikling i branchen, men selskabsspecifikke forhold omkring Hartmann.

Dekomponeringen viste, at aktivernes omsætningshastighed har været stabil og jævnt stigende, særligt efter 2007. Overskudsgraden har derimod været negativ meget varierende. Det viste sig, at udviklingen i overskudsgraden har stor indflydelse på forløbet i Afkastningsgraden.

Yderligere dekomponering afslørede, at de væsentligste valuedrivere harmonerer med Hartmanns turnaround strategi. Væksten i disse underliggende drivere er i høj grad medårsag til, at Hartmanns strategi viste de første positive effekter i 2008. Afkastningsgraden var i 2008 for første i analyseperioden positiv med 8,2% Dette er dog stadig under WACC, så der er fortsat behov for forbedringer.

Blandt de væsentligste valuedrivere kan nævnes; vækst i højværdiemballage, differentiering af emballage produkter overfor forbrugerne, effektivisering og automatisering af produktionen, produktmix og valutakursudvikling.

4.4 Sammenkædning af strategi og regnskabsanalyse

Formålet med følgende afsnit er at skabe en fremadrettet sammenkædning af Hartmanns strategisk- og regnskabsmæssige situation. Forståelsen af denne sammenhæng er en nødvendighed med henblik på en realistisk budgettering af de fremtidige økonomiske effekter. Sammenkædningen vil fortrinsvis ske ud fra kvalitative betragtninger baseret på den strategiske analyse og den økonomiske situation.

Hartmanns fremtidige strategiske muligheder vil være tynget af fortidens fejldispositioner. Den fejlslagne vækststrategi med fokus på omsætning skabte et meget stort likviditetsbehov, grundet øgede investeringer i anlægsaktiver og øget arbejdskapitalbinding. Hartmann var imidlertid ikke i stand til at tilpasse vækst og likviditetsbehov med resten af organisationen, og ledelsen mistede kontrollen med selskabet. En ekspansion i den størrelsesorden som Hartmann repræsenterede, er oftest ikke rentabel og selvfinansierende fra starten. En forudsætning er for de fremtidige vækststrategier er derfor, at man har planlagt hvordan likviditetstrækket skal dækkes, eksempelvis via kassekreditter eller. Er vækstplanen ikke nøje tilrettelagt, underlægges selskabet risikoen for at, vokse sig ihjel ligesom det var ved at ske for Hartmann.

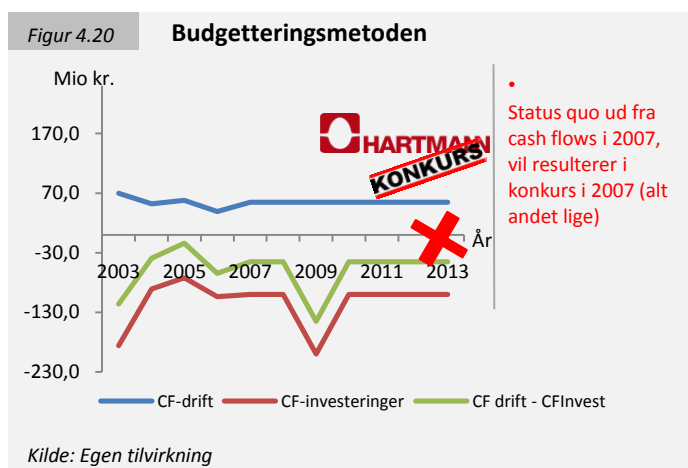
Hartmanns nuværende situation som turnaround virksomhed er per definition usikker, og succes med turnaround strategien er afgørende for selskabets overlevelse. En interessant og forenklet fremstilling af fremtidsperspektivern, er et status-quo scenarium på Hartmanns pengestrømme fra 2007⁷⁸. Figur 4.19 viser udviklingen i Hartmanns pengestrømme før turnaround strategien blev implementeret i 2007. Udviklingen efter 2007 bygger på et status-quo scenarium, hvor det antages at Hartmanns daværende situation fortsætter i al fremtid.

⁷⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere. Thomas Plenborg & Christian V. Pedersen

Det fremgår, at perioden fra 2003 til 2007 har været en uafbrudt periode med ve netto pengestrømme.

Samlet tegner der sig et meget dystert billede af Hartmanns fremtid, med negative nettobetalingstrømme på kr -45 mio. årligt, og en total aftapning af egenkapitalen i år 2013. Selvom dette er en meget for-

enklet fremstilling, understreger scenariet alligevel at Hartmanns afhængighed af succes med turnaround strategien. I 2008 lykkedes det imidlertid Hartmann at bryde den negative udvikling ved at generere positive nettopengestrømme på kr. 18 mio. Hartmanns store udfordring de kommende år er fortsat at skabe økonomisk vækst uden væsentlige anlægsinvesteringer. Man er således tvunget til at bevare det nuværende omsætningsniveau, men til gengæld forbedre indtjeningsmarginerne og nedbringelse af arbejdskapitalen.



Strategiske ændringer påvirker ofte nettoarbejdskapitalen (NWC) og Investeret kapital, der igen påvirker CF (drift). NWC skaber et kortsigtet likviditetsbinding for Hartmann, hvilket forudsætter at selskabet enten råder over kapitalreserver eller kassekredit. I fremtiden er det derfor et krav at $CF(drift) > CF(Inv.)$, når Hartmann på lang sigt skal kunne imødekomme sine forpligtelser og samtidig modstå højere likviditetsbinding og NWC. Det var netop det modsatte forhold der gjorde, at Hartmann måtte opgive investeringsprojekterne i Asien og Sydamerika. Disse aktiviteter genererede negative pengestrømme over en længere periode og udhulede Hartmanns likviditet og solvens.

Opsummerende vil Hartmanns fremtidige ekspansionsmuligheder være begrænset som følge af flere omstændigheder. Historisk mistillid blandt investorerne pga. fejlslagne vækststrategier, kapitalknaphed, og ikke mindst den kendsgerning at man endnu ikke kan dokumentere vedvarende positiv kontrol og rentabilitet i forretningen.

Hastigheden hvormed Hartmann kan vokse i fremtiden er i vid udstrækning begrænset til en den selvfinansierende vækst. En konsekvens heraf er, at Hartmann kan få svært ved at udnytte de markedsmæssige muligheder fuldt ud. Et konkret eksempel på dette er Hartmanns begrænsede handlemuligheder i Nordamerika.

Det nordamerikanske marked befinder sig på et tidligt stadie i udviklingen mod øget efterspørgsel på miljørigtig emballage. Hartmanns produktionskapacitet i Canada er meget begrænset i forhold til det enorme marked. Et problem kan derfor blive kapacitetsknaphed. Risikoen for at tabe vigtige markedsdele og gå glip af vækstmuligheder er derfor til stede, fordi man ikke råder over økonomiske ressourcer til en investering i dette. Da emballagemarkedet er præget af lange stabile kundeleverandør relationer, bliver det om end endnu svære efterfølgende, at skulle tilbageerobre disse fra eventuelle konkurrenters porteføljer.

Hartmanns turnaround strategie indebærer bl.a. ændringer i indkøb, lager og logistik. Ledelsen forventer store effektiviseringer og besparelser der vil mindske NWC og forbedre Hartmanns likviditet og CF (drift). Omvendt kan kreditkrisen få varekreditører til at hæve risikopræmien på Hartmanns kreditaftaler, og påvirke NWC negativt eksempelvis ved at sænke kredittiderne.

Der er således både strategiske, makroøkonomiske og regnskabsmæssige konsekvenser der skal tages højde for, når de fremtidige perspektiver skal evalueres. Fremtidige strategiske ændringer skal evalueres ud fra påvirkningen den kædereaktion af økonomiske effekter som ændringen forårsager. Hartmanns budgettering skal derfor tage højde for om de strategiske planer og de økonomiske effekter harmonerer. En fejl i denne proces vil hurtigt dreje den positive situation tilbage på det negative spor.

4.5 Sammenfatning, Regnskabsanalyse

Den historiske rentabilitet er blevet udledt ud fra det nuværende forretningsgrundlag. For at kunne gøre dette har vi korrigeret regnskabspraksis og dekomponeret de relevante nøgletal efter strukturen i Dupont-modellen.

Rentabilitetsanalysen afslørede, at når man benytter afkastningsgraden (AG) som rentabilitetsmål, har Hartmann underperformet i hele analyse perioden frem til år 2007, sammenlignet med både peer gruppen og WACC. I 2008 vendte udviklingen og Hartmann realiserede en positiv AG på 8,2%.

Dekomponering af AG viser, at aktivernes omsætningshastighed har været stabil og stigende, særligt efter turnaround strategien satte fokus på effektivisering og automatisering. Overskudsgraden (OG) har været negativ og meget svingende frem til 2007.

Ved yderligere dekomponering af OG viste det sig, at nøgletallet var kraftigt påvirket af støj fra ledelsens brug af nedskrivninger og restruktureringsomkostninger. I 2008 blev de første positive effekter af turnaround strategien realiseret. OG vendte dermed til at være positiv med 4,4% for første gang i analyseperioden. Forbedringen af OG er i høj grad drevet af de strategiske initiativer omkring produktionseffektivisering og produktfokusering. Dette understreger, at turnaround strategien har den rette effekt. Hartmann er dog fortsat afhængig af progression, før de positive effekter kan betragtes som vedvarende.

Via vores egen tilføjelse til Dupont-modellen, foretog vi en gennemgang af Hartmanns valudrivere. Det blev understreget, Hartmanns væsentligste operationelle valuedrivere harmonerer fint med de strategiske planer. Dette bidrager til større styrker vores tillid til turnaround strategien.

I afsnittet Sammenkædning af Strategi og Regnskabsanalyse, blev denne sammenhæng perspektiveret i en vurdering af Hartmanns fremtidige forretningsmuligheder. Konklusionen er, at Hartmann får brug for flere år for at realisere turnaround strategien i hele forretningen. Desuden vil Hartmanns økonomiske situation være medvirkende til, at den fremtidige vækst vil være begrænset til den selvfinansierende vækst.

Efter at have analyseret Hartmanns historiske rentabilitet og begrundet denne ud fra strategiske faktorer, er vi nu klædt på til budgetteringen af den fremtidige økonomiske udvikling.

5.0 Valg af værdiansættelsesmodel

I dette afsnit vil vi at belyse valget mellem forskellige værdiansættelsesmodeller. Målet er, at afsnittet skal munden i et endeligt valg af værdiansættelsesmodel, som skal danne baggrund for den endelige værdiansættelse af Hartmann. Dette vil ske ved en diskussion af fordele og ulemper ved de forskellige værdiansættelsesmodeller og afklare, under hvilke kontekstuelle forhold de forskellige modeller giver den bedste målopfyldelse.

I afsnittet vil vi afgrænse os fra at udføre kvantitative empiriske tests på de berørte finansielle modeller. Vi stoler således på de udvalgte teoretikeresbevisgrundlag og nøjes herefter med at referere til kildernes empiriske beviser.

5.1 Beskrivelse af værdiansættelsesmodeller

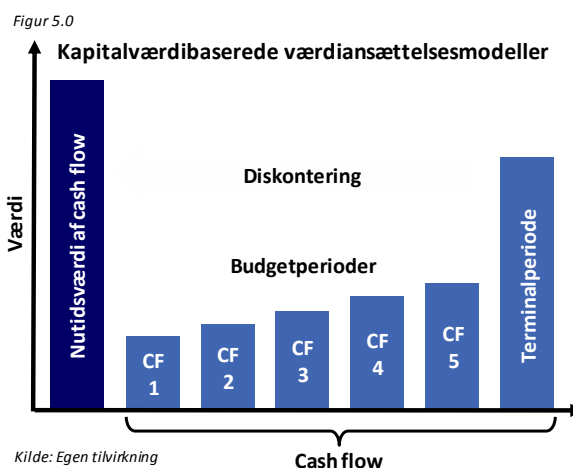
Antallet af forskellige værdiansættelsesmetoder er mangfoldigt. I det følgende afsnit vil vi præsentere to kategorier af metoder, Kapitalværdibaserede og Øvrige.

Valget af værdiansættelsesmodel afhænger altid af den konkrete case, herunder virksomhedens produktprofil, strategiske situation, samt makroomverdenen. Præsentationen af de to kategorier bliver derfor fuldt op af en diskussion om hvilke modeller der bedst egnede i Hartmanns tilfælde. Herefter vil de udvalgte modeller vil blive belyst mere indgående.

5.1.1 DCF metoder

Der findes mange forskellige DCF værdiansættelsesmetoder, men fælles for metoderne er, at de alle tilbagediskonter fremtidige nettopengestrømme til nutidsværdi, se Figur 5.0.

I nedenstående Figur 5.1 er de mest relevante kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller i opstillet. I det efterfølgende vil der blive redegjort for de enkelte metoder.



Figur 5.1

Kapitalværdibaserede metoder			
Model	Pengestrøm	Diskonteringsfaktor	Anvendelse
Enterprise kapitalværdi (almindelig DCF metode)	Free cash flow	WACC	Ved projekter og selskaber der agerer ud fra en target kapitalstruktur.
EVA	Free cash flow	WACC	Måler eksplicit selskabets residuale værdiskabelse efter kapitalomkostninger.
APV	Free cash flow	Unlevered cost of equity	Giver ledelsen mulighed for at vurdere forretningsaktiviteter og finansielle sideeffekter separat.
Flow to Equity (FTE)	Pengestrømme til egenkapitalen	Levered cost of equity	Vanskelig at implementere konsistent fordi kapitalstrukturen er indlejret i selskabets cash flows. Bedst egnet til finansielle institutioner.

Kilde: Egen tilvirkning

Overordnet har Hartmann ét dominerende produkt, Ægemballage, hvilket taler for en benyttelse af modeller indenfor Enterprise kapitalværdimodel eller APV modellen.

Der kan argumenteres for, at Industriemballage ligeledes bør betragtes som en selvstændig forretningsenhed, med selvstændige betalingsstrømme og diskonteringsfaktor. Fremtiden for Industriemballage tegner imidlertid mod en marginalisering af forretningsområdet, både omsætningsmæssigt og strategisk, og støjen i et selvstændigt estimat af betalingsstrømme og diskonteringsfaktor ikke derfor ikke være tilfredsstillende.

Der opnås en højere grad af præcision ved at estimere pengestrømme for selskabet som helhed. Ved at betragte Ægemballage og Industriemballage som én enhed, kan den historiske covariation med markedet og den overordnede performance estimeres mere konsistent, uden subjektive vurderinger af hvortil risiko og kursforbedringer skal allokeres.

APV metoden og Enterprise Kapitalværdimetoden resulterer i sammen værdi. APV metoden er fordelagtig når ledelsen skal opnå beslutningsgrundlag vedr. finansieringen af projekter, eller når ledelsen har uafklarede spørgsmål omkring selskabets overordnede finansieringsstrategi og kapitalstruktur. I Hartmanns tilfælde er der truffet beslutning om finansieringsstrategi og fast mål for kapitalstrukturen. Foruden er gældssammensætningen er relativ ensartet på tværs af forretningsområderne. Derfor vil værdiansættelse ud fra APV modellen ikke bidrage med yderligere viden.

Af denne årsag vælger vi at benytte Enterprise Kapitalværdimetoden frem for APV metoden. EVA metoden benyttes indirekte i forbindelse med historisk benchmarking, men i forbindelse med selve værdiansættelsen vil EVA ligeledes være overflødig, da den vil resultere i samme værdi som Enterprise Kapitalværdimetoden.

5.1.2 Øvrige værdiansættelses metoder

Foruden DCF modellerne findes der en række værdiansættelses metoder der hver især er fordelagtige under specifikke kontekstuelle forhold. I Figur 5.2 nedenfor findes et overblik over de mest almindelige modeller. Efter figuren vil de forskellige modellens relevans blive diskuteret i henhold til Hartmann.

Figur 5.2

Øvrige metoder		
Model	Metode	Anvendelse
Multiple, Trading	Benchmarking af indtjeningsmultiple mellem det analyserede selskab og sammenlignelige børsnoterede selskaber.	Giver information om hvad der driver systematiske værdiforskelle mellem selskabet og dets børsnoterede konkurrenter. Kræver sammenlignelighed i peer gruppen.
Multiple, Transaction	Benchmarking af indtjeningsmultiple mellem det analyserede selskab og sammenlignelige selskaber der har været købt eller solgt under lignende markedsvilkår.	Giver information om transaktionsværdierne ved køb og salg af virksomheder i branchen. Kræver sammenlignelighed i peer gruppen.
Realoption	Binomial træ: Diskontering af sandsynlige betalingsstrømme med en case specifik diskonteringsfaktor. Risikoneutral metode: Opbygning af model portefølje bestående af risikofrie obligationer og andre værdipapirer med tilsvarende risiko som den relevante case. De fremtidige betalingsstrømme vægtes med risikojusterede sandsynligheder og diskonteres med den risikofrie rente.	Værdiansættelse af strategisk og operationel fleksibilitet. Mest anvendelig ved værdiansættelse af strategiske investeringsprojekter indenfor råvareindustrien eller ny teknologi.
Likvidation		

Kilde: Egen tilvirkning

Selvom DCF metoderne er anerkendt for at være de teoretisk mest korrekte værdiansættelsesmetoder, har de den ulempe, at de fundamentale resultater ofte kan være ude af trit med de aktuelle aktiekurser. Da det er almen akademisk anerkendt, at kapitalmarkederne er effektive og dermed afspejler al information, betyder dette basalt set, at resultater af DCF analysen er forkerte hvis de ikke resulterer i markedskursen⁷⁹.

⁷⁹ Kilde: ”The analysis of Economic Time Series”, Part One. Af M.G. Kendall, 1953.

Omvendt er formålet med denne afhandling at give en handelsanbefaling til investorer ud fra selskabets strategiske og finansielle situation. En sådan handels anbefaling er fornuftstridig, hvis det ikke anerkendes, at der kan indlejres potentialer for selskaberne som ikke allerede er indregnet i aktiekurserne.

Kreditkrisen er et konkret eksempel på, at markedskurserne kan dykke betydeligt under det niveau som de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller foreskriver. Under disse omstændigheder er Multipler et effektivt værktøj til at kontrollere niveauet af resultaterne af DCF analysen.

Multiple tager højde for udbud og efterspørgsel på aktiemarkedet fordi de beregnes som aktiekursens størrelse i forhold til indtjeningen. At lukke øjnene for udbud og efterspørgsel på aktiemarkedet, under de nuværende forhold på kapitalmarkederne, kan blive dyrt for investorerne netop fordi de fundamentale værdier er ude af trit med markedskurserne.

Derfor har vi valgt at inddrage Trading-Multiple som supplement til Enterprise Kapitalværdimodellen i værdiansættelsen af Hartmann.

Transaktions multiple, dvs. multiple baseret på køb og salg af hele virksomheder, er ligeledes oplagt i Hartmanns tilfælde. Hartmann er en turnaround-virksomhed der for nylig har ændret sine aktieklasser således det at det nu er praktisk muligt for kapitalfonde eller branchekøbere at købe majoriteten i selskabet.

Et konsistenskriterium er, at transaktionerne hvorfra multiplerne skal udregnes, skal være foretaget under lignende økonomiske forhold. Konkret betyder dette, at transaktionerne skal være foretaget under kreditkrisen for at kunne give et realistisk niveau på multiplerne.

Da der ikke er foretaget køb og salg af selskaber der er tilstrækkelig sammenlignelige med Hartmann siden september 2008, er det således ikke muligt at benytte Tansaktions-Multiple til værdiansættelsen af Hartmann.

Efter den vellykkede aktieemission og de første positive signaler fra turnaround strategien, anser vi ikke Likvidationsmetoden som relevant i Hartmanns tilfælde. I tilfælde af, at Hartmann ikke klarer sig gennem den svære turnaround fase, forekommer det mere sandsynligt, at selskabet opkøbes end likvideres.

Det er endvidere tvivlsomt hvorvidt det overhovedet er praktisk muligt at gennemføre likvidationsmetoden som ekstern analytiker. Datakravene er ganske omfattende, idet alle aktiver og forpligtelser skal være indregnet i balancen til en bogført værdi, der afspejler et realistisk estimat for salgsværdien.

Endelig synes det åbenlyst, at realoptionsmetoden ikke er oplagt i Hartmanns tilfælde fordi værdiansættelsen hverken er koncentreret omkring investeringsprojekter eller strategisk fleksibilitet.

5.2 Enterprise Kapitalværdimetoden

Enterprise kapitalværdimetoden er den blandt de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller der er bredest anvendelig. Metoden bygger på en tilbagediskontering af selskabets budgetterede fremtidige indtjening, som efterfølgende tilbagediskonteres til nutidsværdi. Når markedsværdien af selskabets nettorentebærende gæld fratrækkes herfra, fremkommer værdien af selskabets egenkapital.

Metoden er bredt accepteret i den akademiske verden og blandt analytikere, da metoden er meget fleksibel og giver analytikeren mulighed for at tilpasse værdiansættelsen efter egne estimater og prognoser. Dette har den konsekvens, at kvaliteten i værdiansættelsens resultat afhænger af de analytiske estimater den bygger på.

Usikkerheden i de analytiske estimater og prognoser kan opvejes ved at udføre individuelle følsomhedsanalyser på væsentligste estimater og valuedrivere i selskabet. For yderligere at validere resultatet kan det være en fordel at supplere værdiansættelsen med værdiansættelsesmetoder som ikke kapitalværsibaseret.

Værdiansættelsen af Enterprise Value sker ud fra følgende formel 1, mens værdiansættelsen af egenkapitalen fremgår af formel 2:

$$\text{Formel 1: } EV_0 = \sum_{n=1}^n \frac{FCF_n}{(1+k_{WACC})^n} + \frac{TV_n}{(1+k_{WACC})^n}$$

$$\text{Formel 2: } MV_0^E = \sum_{n=1}^n \frac{FCF_n}{(1+k_{WACC})^n} + \frac{TV_n}{(1+k_{WACC})^n} - V_0^{NGR}$$

Markedsværdi af egenkapital, MV_0^E

V0E dækker over markedsværdien af selskabets egenkapital til tidspunkt 0. Værdien fremkommer som det frie cash flow tilbagediskonteret til nutidsværdi fratrasket markedsværdien af den nettorentebrænde gæld på tidspunkt 0. Værdien af selskabets aktie, beregnes herefter ved at dividere med antallet af udstedte aktier.

Frit Cash Flow, FCF

I formelen står FCF_n for det frie cash flow i år n , og vil omhandle hvert af de budgetterede år. FCF er betegnelsen for det Frie Cash Flow, og er den pengestrøm der tilfalder både aktionærer og fremmedkapitalinvestorer i selskabet efter alle investeringer til selskabets fremtidige vækst er betalt.

Det frie cash flow tager udgangspunkt i selskabets omsætning fratrasket driftsomkostningerne, hvorved EBIT fremkommer. Disse to hovedposter er således helt centrale i budgetteringsprocessen. Herefter tillægges EBIT selskabets betalbare skat for det pågældende år, uden fradrag for evt. renteskatteskjold, hvorved NOPAT fremkommer.

Figur 5.3

Udregning af det frie cash flow	
	Omsætning
-	Driftsomkostninger
=	Indtjening før renter og skat (EBIT)
-	Faktisk betalbar skat
=	Nettodriftsresultat efter skat (NOPAT)
+	Afskrivninger
-	Kontante anlægsinvesteringer
-	Ændring i arbejdskapital (NWC)
=	Frit cash flow
Kilde: Egen tilvirkning	

Idet EBIT er driftsresultatet før fradrag fra renteomkostninger, beregnes den betalbare skat alene ud fra driftsindtægter uden fradrag for renteskatteskjoldet.

Da NOPAT indeholder årets afskrivninger, hvilket er en post uden likviditetsmæssig effekt, korrigeres NOPAT ved at tillægge afskrivningerne. Derudover fratrækkes NOPAT yderligere for den likviditetsmæssige effekt fra investeringer i anlægsaktiver og ændring i selskabets arbejdskapital. I terminalperioden har vi valgt at lade investeringer være lig afskrivningsniveauet, da et større investeringsniveau på lang sigt vil medføre uendelig vækst i aktivmassen.

Terminalværdi, TV

TV_n er betegnelsen for terminalværdien og dækker over den del af virksomhedens pengestrømme, som ligger ud over den specifikke budgetperioden. Da terminalværdien udgør hovedparten af selskabets værdi, er det vigtigt at være særlig opmærksomhed på ikke at overvurdere den fremtidige vækst. Undersøgelser viser, at fremtidig vækst tenderen mod at gå mod en middelværdi.⁸⁰

Markedsværdi af gæld, V_0^{NGR}

V_0^{NGR} dækker over markedsværdien af selskabets gæld på tidspunkt 0. Estimation af markedsværdien af selskabets gæld er ofte en svær proces, da det er meget få selskaber, hvis gæld udelukkende består af obligationer, som handles på et effektivt marked. Meget af selskabets gæld består ofte af bank gæld, som er opgjort til bogført værdi og ikke markedsværdi. Dette giver et analytisk problem, da der skal foretages en konvertering af gælden, fra bogført værdi til markedsværdi. Denne problemstilling gør sig ligeledes gældende for Hartmann, som næsten udelukkende har gæld til kreditinstitutter.

Til at konvertere Hartmanns bogførte gæld til markedsværdi, har vi valgt, at se den samlede gæld som ét stort obligationslån, hvor kuponrenten antager Hartmanns renteudgifter. Kapitalomkostningen på gælden udgøres således af selskabets nuværende låneomkostninger. Løbetiden på obligationslånet er fastlagt ud fra Hartmanns egne låneoplysninger, som indikerer, at al gæld forfalder indenfor 5 år.

⁸⁰ Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 197.

Hartmanns samlede gæld antager således kr. 306 mio. og renteomkostningerne udgør 30 mio. kr. årligt. Låneomkostningerne vil i det nuværende marked antage 7%, mens og løbetiden på ælden er være 5 år.

Markedsværdien af Hartmanns gæld bliver derfor ud fra følgende formel:

$$MV_{debt} = Rente_{omk} * \left(\frac{1}{R} - \frac{1}{R(1+R)^N} \right) + \frac{Gæld_{total}}{(1+R)^N}$$

$$\Rightarrow MV_{debt} = 30 \left(\frac{1}{0,07} - \frac{1}{0,07 * (1+0,07)^5} \right) + \frac{306}{(1+0,07)^5} = 428,6 - 305,6 + 218,2 = 341,2$$

WACC

WACC står for virksomhedens gennemsnitlige vægtede kapitalomkostning, og dækker over det samlede afkastkrav fra egenkapitalen og fremmedkapital på virksomhedens samlede aktiver. WACC benyttes til at tilbagediskontere det frie cashflow til år 0, og da WACC indeholder afkastkravet på både egenkapitalen og fremmedkapitalen og det frie cashflow netop tilfalder både egenkapital og fremmedkapital interessenterne, er der konsistens mellem disse to faktorer. Estimation af WACC følger i afsnit 6.⁸¹.

⁸¹ Se WACC, afsnit 7.

Figur 5.4

Beskrivelse	Formel
Enterprise value i år 0:	$EV_0 = \sum_{n=1}^n \frac{FCF_n}{(1 + k_{WACC})^n} + \frac{TV_n}{(1 + k_{WACC})^n}$
Egenkapitalens markedsværdi i år 0	$MV_0^E = \sum_{n=1}^n \frac{FCF_n}{(1 + k_{WACC})^n} + \frac{TV_n}{(1 + k_{WACC})^n} - MV_0^{NRBG}$
Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC	$k_{WACC} = R_E * \left(\frac{E}{EV}\right) + R_D * (1 - T) * \left(\frac{D}{EV}\right)$
Beta leveraged	$\beta_L = \beta_U * \left(1 + (1 - T) * \left(\frac{D}{E}\right)\right)$
Beta-unleveraged	$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1 - T) * \left(\frac{D}{E}\right)\right]}$
Nutidsværdi af FCF-budgetperiode	$FCF_0 = \frac{FCF_n}{(1 + k_{WACC})^n}$
FCF terminalperiode	$TV_n = \frac{FCF_{n+1}}{k_{WACC} - g}$
Diskonteringsfaktor	$d_n = \frac{1}{(1 + k_{WACC})^n}$
Afkastkrav for EK	$R_E = R_f + \beta_L(R_m - R_f)$
Bogført værdi af gæld til Markeds-værdi af gæld.	$MV_0^D = I * \left(\frac{1}{R_D} - \frac{1}{R(1 + R_D)^n}\right) + \frac{BV_n^D}{(1 + R_D)^n}$
Ukendte variabel	$\beta_L, FCF, R_f \text{ og } R_m$
Notationer	
<i>EV = enterprise value</i> <i>β_L = beta egenkapital leveraged equity</i> <i>β_U = beta egenkapital unleveraged equity</i> <i>BV^D = bogført værdi af gæld</i> <i>MV^D = markedsværdi af gæld</i> <i>MV^E = markedsværdi af egenkapital</i> <i>MV^{NRBG} = markedsværdi af nettorentebærendegæld</i> <i>d_n = diskonteringsfaktor</i> <i>R_f = risikofri rente</i> <i>g = vækstrate for frit cash flow i terminalperioden</i> <i>k_{WACC} = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning</i> <i>D = gæld</i> <i>E = egenkapital</i> <i>TV = terminalværdi</i> <i>t = tidsperiode</i> <i>T = skattesat</i> <i>FCF = Forventet frit cash flow</i> <i>R_E = afkastkrav på egenkapitalen</i> <i>R_D = afkastkrav på gælden, låneomk.</i> <i>R_E = afkastkrav på egenkapitalen</i> <i>I = Renteomkostninger</i>	
Kilde: Egen tilvirkning	

5.3 Multiple

Ved multipler værdiansættes selskaber ved at sammenholde kursen på sammenlignelige selskaber med rapporterede eller forventede resultater.

Anvendelsen af multiple stiller omfattende analytiske krav, både strategisk og regnskabsteknisk. Datakravene er ganske betydelige fordi regnskabspraksis for de sammenlignede selskaber skal være identisk for at opnå konsistens. Der foreligger således et større korrektionsarbejde før en sammenligning kan finde sted.

Værdiansættelse ved hjælp af multipel bygger på indtjeningen fra kun et enkelt regnskabsår i modsætning til normalt fem budgetår i DCF modellen. Værdiestimatet bliver derfor meget følsomt overfor fluktuationer i indkomstniveauet i dette ene budgetår. Hvis dele af indkomsten således er transitorisk, vil værdiestimatet overvurdere selskabets værdi fordi indkomsten ikke er tilbagevendende. Det er derfor en forudsætning, at indtjeningen i peer-gruppens selskaber indeholder samme niveau af henholdsvis transitorisk og kontinuert indtjening. En anden vigtig forudsætning er, at peer-gruppens selskaber er sammenlignelige mht. størrelse, produktmix, strategi og geografisk eksponering.

I Hartmanns tilfælde er dette et kriterium der ikke kan opfyldes fuldstændigt, hvilket betyder, at der på forhånd må tages forbehold for multipelestimaternes validitet. Formålet med brugen af multiple i denne afhandling er dog ikke at værdiansætte ud fra multiple alene, men nærmere at anvende estimaterne som et markedsbaseret supplement til DCF modellen. Formålet er således nærmere at skabe viden om prisniveauet på aktiemarkedet, med henblik på en tids og markedskonsistent anbefaling til aktieinvestorer.

Selskabers bogførte værdier hviler ofte på forskelle i regnskabspraksis, der kan have stor effekt på den samlede værdi. *I tider med høj inflation kan aktivernes værdier udregnet ved multipler være bagefter de reelle værdier (multipler tager ikke "direkte" højde for inflation). Ingen selskaber er fuldstændig ens, derfor er der altid støj ved multipel analyser.*

Til trods for forskelligheden i peer-gruppen, er multiplerne den bedste tilgængelige information til formålet, hvorfor vi vælger at støtte vores beslutninger til disse.

For at sikre, at Peer-gruppen er regnskabsmæssigt sammenlignelig, er selskabernes regnskaber derfor korrigeret for forskelle i regnskabspraksis i overensstemmelse med Hartmanns reformulerede regnskab. Peer-gruppens indtjeningsestimaterne for år 2009 og 2010 vil være baseret på konsensus estimater fra de aktieanalytikere der dækker selskaberne.

5.4 Følsomhedsanalyse

Kvaliteten i den udarbejdede værdiansættelse af Hartmann er meget afhængig af de bagvedliggende forudsætninger. Forudsætningerne er selvsagt underlagt en vis form for usikkerhed, da der i disse kan forekomme en vis fleksibilitet, og det er derfor nødvendigt at supplere værdiansættelsen med en grundig følsomhedsanalyse.

5.5 Sammenfatning, Valg af værdiansættelsesmetode

Til værdiansættelsen af Hartmann har vi valgt at benytte Enterprise Kapitalværdimetoden. Metoden passer godt til Hartmanns situation som turnaround virksomhed, bl.a. fordi Hartmanns strategiske fokus er på stabilisering af den nuværende forretning og ud fra den nuværende finansieringsstrategi.

Den særlige situation på de globale kapitalmarkeder gør Trading-Multiple som et vigtigt markedsbaseret supplement til DCF modellen. Værdierne der fremkommer ved brug af multipler skal dog tolkes med forbehold for peer-gruppe-selskabernes uensartethed.

Værdiansættelsen afsluttes med en række følsomhedsanalyser, der skal bidrage med information om niveauet af vores resultater og deres følsomhed overfor de vigtigste valuedrivere der blev udledt i strategiafsnittet og i regnskabsanalysen.

6.0 Budgettering

Budgetteringsafsnittet bygger ovenpå på de foregående afsnits analyser af omverdensforhold, brancheforhold, samt Hartmanns interne forhold. Målet er, at fremkomme med realistiske og velunderbyggede estimater for Hartmanns fremtidige økonomiske udvikling. Estimerne skal hvile på en evaluering af de informationer, der er fremkommet fra de strategiske og regnskabsmæssige analyser.

Udgangspunktet for budgetteringen er den historiske udvikling af de reformulerede og normaliserede regnskaber. Den historiske udvikling tillægges herefter betragtninger der enten øger eller mindsker det historiske niveau.

Betragtningerne fremkommer som den estimerede fremtidige effekt af de strategiske, operationelle og regnskabsmæssige faktorer der blev udledt tidligere i afhandlingen. Undervejs i budgetteringsafsnittet vil vi løbende benytte fodnotehenvisninger til de relevante afsnit i afhandlingen, hvorpå argumentationen bygger og hvor læser kan finde uddybende forklaringer.

Budgetteringen består som udgangspunkt af to dele; budgettering af resultatopgørelsen og budgettering af balancen. Resultatet af disse vil være medafgørende for de fremtidige estimerede pengestrømme. De fremtidige estimerede pengestrømme vil først blive præsenteret i afsnittet Værdiansættelse⁸²

6.1 Budgettering af resultatopgørelsen

Som beskrevet under den strategiske analyse og i regnskabsanalysen, er EBITDA Hartmanns vigtigste finansielle nøgletal.

Af denne årsag er det vigtigt, at budgetteringen af omkostningerne sker efter grundig afvejning af progressionen i de operationelle initiativer, der iværksættes i forbindelse turnaround strategien med henblik på effektivisering og automatisering.

⁸² Se Værdiansættelse, afsnit 8.

Budgetteringen af resultatopgørelsen sker efter strukturen i oversigtstabellen i figur 6.0 nedenfor. Budgetteringen af de specifikke poster bliver uddybet i separate afsnit efterfølgende. For at sikre overblikket, er det vigtigt at læser har denne struktur for øje under gennemlæsningen.

Figur 6.0

Budgettering af resultatopgørelse											
Mio. kr.	Historisk					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning											
Æg-Europa	950	994	1.044	1.046	1.142	1.084	1.163	1.200	1.242	1.272	1.298
Æg-Nordamerika	144	140	153	147	123	116	123	126	128	131	133
Industriemballage	192	184	226	233	126	69	69	66	63	59	61
Øvrige forretningsområder	100	97	52	66	100	97	104	106	109	111	113
Total omsætning efter valuta	1.386	1.415	1.475	1.492	1.491	1.365	1.460	1.499	1.542	1.573	1.604
Vareforbrug	603	633	661	626	605	598	598	610	627	639	670
Personaleomkostninger	317	288	322	341	305	305	302	304	307	306	319
Produktionsomk. i alt	921	922	982	967	910	902	900	914	933	946	989
Salg- og distributionsomk.	270	262	282	266	249	250	267	274	282	288	294
Administrationsomk.	76	75	89	95	69	76	82	84	86	88	90
Øvrige drift omk. normaliseret	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Variable omkostninger i alt	376	366	402	391	348	356	379	388	399	406	413
Omkostninger i alt	1.297	1.288	1.384	1.358	1.257	1.259	1.279	1.303	1.332	1.352	1.403
EBITDA	90	127	91	134	234	107	181	196	210	221	202

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.1 Omsætning

Estimation den fremtidige udvikling i omsætningen er et af de centrale områder i budgetteringen, fordi denne er toneangivende for en række andre regnskabsposter. Herunder en del af omkostningsposterne. Hartmanns fremtidige omsætning er et resultat af udviklingen i de underliggende forretningsområder. Disse skal derfor skal budgetteres separat og udgør tilsammen den overordnede udvikling i omsætningen. Budgettering af de separate forretningsområder vanskeliggøres af, at der kun gives meget udetaljeret data herom i årsregnskaberne.

Projektering af forretningsområdernes omsætning vil tage udgangspunkt i den historiske udvikling. Udviklingen vil derefter blive sat i forhold til de strategiske initiativer, konkurrencesituationen på markederne, samt de foregående analyser af udviklingen i de makroøkonomiske faktorer.

Grundet manglende information, vil projekteringsarbejdet ske på selve omsætningen, og ikke specifikt ud fra salgspriser og volumenmængder. Alligevel vil al budgettering ske ud fra argumenter omkring forskydninger i salget af forskellige produkttyper med varierende rentabilitet. I relation til den nuværende makroøkonomiske situation, bygger vores budgettering på de centrale faktum, at salget af æggebakker er konjunkturuafhængig, jf. vores analyse af makroøkonomien⁸³.

I de følgende afsnit budgetteres omsætningen for forretningsområderne Ægemballage Europa, Ægemballage Nordamerika, Industriemballage og Øvrige forretningsområder. Budgetteringen af ægemballage i Europa foregår mere detaljeret end for de to øvrige primære forretningsområder, fordi forretningsområdet udgør 77% af den samlede omsætning.

6.1.1.1 Valutakurspåvirkning

Budgetteringen af valutakurspåvirkningen af Hartmanns fremtidige indtjening er yderst kompliceret. Alene forudsigelse af udviklingen i valutakurser er praktisk talt umulig. Samtidig gør de manglende informationer om salgspriser og volumenmængder i Hartmanns regnskaber, sammenholdt med den store eksponering i forskellige valutaer, at mængden af usikkerhedsfaktorer er meget stor. En specifik budgettering af den fremtidige valutakurspåvirkning vil derfor bygge på et utal af uforudsigelige faktorer. Da dette skaber mere støj i budgetteringen end gavn, har vi valgt at budgettere ud fra den historiske valutakurspåvirkning i de respektive forretningsområder.

Den historiske valutakursudvikling er ud fra ”random walk teorien”⁸⁴, det bedste bud på den fremtidige udvikling. Dagens kurser er med andre ord det bedste bud på morgendagens kurser. Derfor beregner vi den fremtidige valutapåvirkning ud fra den historiske valutakurspåvirkning. Hartmann oplyser dog i årsregnskabet for 2008, at de forventer en negativ valutakurspåvirkning i 2009 på kr. - 125 mio.

Som den eneste undtagelse lader vi denne forventning indgå for år 2009, korrigeret for den budgetterede historiske valutapåvirkning. Valutaeffekten er blevet fordelt relativt på de forskellige forretningsområder efter omsætningsvægt. Tallene i tabellerne i budgetteringsafsnittet afsnit er præsenteret efter der er korrigeret for valutakurspåvirkning.

⁸³ Se Strategisk analyse, afsnit 3.1

⁸⁴ Kilde: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis

6.1.1.2 Omsætning, Ægemballage Europa

Ægemballagemarkedet i Europa er Hartmanns suverænt vigtigste forretningsområde og udviklingen i dette er altafgørende for virksomhedens overordnede performance. Den gennemsnitlige omsætning har fra år 2004 til 2008 været 4,8%.

Omsætningen kan brydes op i udviklingen af henholdsvis højværdi-, standard-, discount- og transportemballage. Salgsudviklingen indenfor disse er særligt påvirket af den sociokulturelle trend mod miljørigtige produkter blandt forbrugerne⁸⁵. Trenden har skabt øget efterspørgsel blandt ægpakkerier og detailkæder efter miljørigtig emballage.

Udviklingen har medført en løbende sanering som et led i den overordnede turnaround strategi, hvor der fokuseres på indtjening frem for omsætningsvækst. Saneringen betyder blandt andet en reduktion af antallet af produktvarianter og farvekombinationer indenfor lavværdisegmentet⁸⁶. Dette afspejles omvendt i Hartmanns øgede strategiske fokus på højværdiemballage, hvor marginerne er større⁸⁷.

Udvikling i forbrugernes efterspørgsel, har skabt et lukrativt marked for miljørigtig emballage, hvilket har ændret branchestrukturerne og skabt nye spilleregler. Det fremgår eksempelvis af Hartmann konkurrent, Huhtamaki's, årsrapport, at man i fremtiden vil satse ekstra meget på miljøvenlig ægemballage⁸⁸.

En øget fokusering fra Hartmanns største konkurrent vil utvivlsomt skærpe konkurrenceintensiteten på markedet. Det er vores vurdering, at der tillige vil opstå øget konkurrence fra andre konkurrerende virksomheder i branchen.

I figur 6.1 tager budgetteringen afsæt i den historiske omsætningsvækst for de fire emballagetyper. Omsætningsvæksten for hver emballagetype korrigeres for den planlagte produktsanering og derefter for effekten fra den øgede konkurrence i markedet.

⁸⁵ Se Strategisk analyse, afsnit 3.1.1

⁸⁶ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

⁸⁷ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

⁸⁸ Se. Peer-group beskrivelse, afsnit 2.6

Nederst i figuren fremgår den samlede forventede omsætningsprojektioner for Ægemballage i Europa.

Figur 6.1

ÆG emballage Europa, omsætningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Højværdi											
<i>Omsætningsvækst</i>		7,8%	8,1%	8,8%	14,9%	12,0%	11,0%	9,9%	7,0%	4,5%	2,0%
<i>Sanering</i>						0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Konkurrence</i>						-2,0%	-3,0%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	0,0%
Akkumuleret vækst						10,0%	8,0%	7,9%	5,5%	3,5%	2,0%
Omsætning	314	338	365	397	457	502	543	586	618	639	652
Standard											
<i>Omsætningsvækst</i>		-0,9%	-0,8%	-5,7%	2,4%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-2,5%	-2,0%	2,0%
<i>Sanering</i>						-9,0%	-6,0%	-4,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Konkurrence</i>						-1,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Akkumuleret vækst						-13,0%	-11,0%	-8,0%	-2,5%	-2,0%	2,0%
Omsætning	181	179	177	167	171	149	133	122	119	117	119
Discount											
<i>Omsætningsvækst</i>		8,5%	8,8%	-3,3%	9,2%	5,8%	5,8%	5,8%	4,8%	3,8%	2,0%
<i>Sanering</i>						-10,0%	-6,0%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Konkurrence</i>						-1,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Akkumuleret vækst						-5,2%	-2,2%	1,8%	4,8%	3,8%	2,0%
Omsætning	257	278	303	293	320	303	296	302	316	328	335
Transport											
<i>Omsætningsvækst</i>		-0,4%	-0,2%	-5,1%	3,1%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	2,0%
<i>Sanering</i>						0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Konkurrence</i>						0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Akkumuleret vækst						-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	2,0%
Omsætning	200	199	198	188	194	193	192	190	189	188	192
Omsætning	950	994	1.044	1.046	1.142	1.148	1.163	1.200	1.242	1.272	1.298
<i>Omsætningsvækst</i>		4,6%	5,0%	0,2%	9,2%	0,5%	1,4%	3,1%	3,5%	2,4%	2,0%

Kilde: Egen tilvirkning

I det følgende gennemgås de overordnede argumenter for projektionerne i de fire emballagetyper. Forventningerne bygger på informationer fra de strategiske og regnskabsmæssige analyser.

6.1.1.2.1 Højværdiemballage

Den gennemsnitlige omsætningsvækst for højværdiemballage har været 9,9%. Fra år 2007 til 2008, hvor Hartmann har intensiveret sit strategiske fokus på denne emballagetype er omsætningen steget med 14,9%.

Hartmanns mål om at følge den makroøkonomiske megatrend, der har skabt en øget efterspørgsel af økologisk æg⁸⁹, gør, at vi fortsat tror på en stærk udvikling i af højværdiemballage. Derfor er der overordnet budgetteret med en høj vækst på 12% i år 2009, hvorefter væksten vil være aftagende frem til terminalperioden i år 2014.

Udviklingen indenfor højværdiemballage tegner imod en udvidelse af mulighederne for kreative emballageløsninger.⁹⁰ Vi forventer derfor ikke, at dette forretningsområde vil gennemgå saneringer hvorfor omsætningsudviklingen ikke korrigeres herfor.

Det er både vores og ledelsens vurdering, at højværdiemballagemarkedet vil blive udsat for en øget konkurrence grundet væksten og de højere indtjeningsmarginer⁹¹. Et tegn på dette findes i Huhtamaki's årsregnskab for år 2008, hvor der berettes om ændringer i det strategiske fokus mod højværdiemballage. Forventningen om en generel øget konkurrence på dette marked, har gjort, at vi nedjusterer den overordnede forventede omsætningsvækst med 2% i år 2009 og 3% i år 2010.

6.1.1.2.2 Standardemballage

Udviklingen indenfor standardemballage påvirkes af den ændrede efterspørgsel over mod højværdiemballage. Årsagen er, at detailkæderne ønsker en øget differentiering af produkterne i forhold til discountprodukterne, derfor vil der ske en substituering fra standardemballage over mod højværdiemballage⁹².

Den historiske gennemsnitlige omsætningsvækst har været på -1,3%, og vores vurdering er, at denne udvikling fortsætter som effekt af substitueringen over mod højværdiemballage⁹³. I de første budgetår vil dette føre til saneringer i standardemballagetyperne indtil produktmixet er tilpasset de nye markedsforhold.

⁸⁹ Se strategisk analyse, afsnit 3.1.3

⁹⁰ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

⁹¹ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

⁹² Hartmann årsrapport 2008.

⁹³ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

Ligesom for højværdiemballage budgetteres der med øget konkurrence på Standardemballagemarkedet, dog med afdæmpet effekt sammenlignet med højværdimarkedet. Den overordnede omsætningsvækst er derfor korrigeret med 1-2% fra år 2009 til 2011.

6.1.1.2.3 *Discountemballage*

Der er overordnet en positiv udvikling i volumesalget af buræg, der hovedsageligt pakkes i discountemballage⁹⁴. Denne udvikling har haft en positiv indvirkning på omsætningen indenfor discountemballage, men de små marginer på discountemballage gør, at emballagetypen er strategisk mindre interessant.

Den historiske gennemsnitlige omsætningsvækst har været 5,6%, hvilket ligeledes er vores overordnede projektion for den fremtidige udvikling. Vores forventning er dog, at Hartmann vil nedbringe antallet af produktvariationer indenfor discountemballage, for at udfase de mindst rentable emballagevarianter. Der vil være tale om forholdsvis store saneringer de første par år, indtil produktporteføljen modsvarersvarer både markedsbehov og minimumsafkastkrav. Vi forventer, at produktsaneringen vil være afsluttet inden udgangen i 2011⁹⁵.

På discountemballagemarkedet vil Hartmann, ligesom på standardemballagemarkedet, opleve en moderat øget konkurrence fra specielt Huhtamaki.

Samlet har vi derfor valgt at nedjustere den overordnede omsætningsvækst med 1-2% årligt.

6.1.1.2.4 *Transportemballage*

Tendensen går mod, at de færdigproducerede æg bliver pakket direkte i den salgsklare emballage i stedet for de store bakker med plads til 30 æg⁹⁶. Dette betyder, at behovet for transportemballage er faldende, hvilket ligeledes afspejles i historiske omsætningsudvikling. Selvom der ikke findes tegn på at tendensen vender, vil behovet for de store transportæggebakker altid eksistere i fødevareindustrien. Vi vælger derfor kun at budgettere med mindre omsætningsfald gennem hele budgetperioden, fordi vi forventer industriens efterspørgsel vil lægge bund under omsætningsfaldene.

⁹⁴ Kilde: Se Præsentation af empiri, afsnit 2.

⁹⁵ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

⁹⁶ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

Den overordnede omsætningsudvikling korrigeres ikke for produktsaneringer idet der er tale om helt simple produktvarianter, hvor det ikke er muligt at fortage betydelige produktsaneringer.

6.1.1.3 Ægemballage –Nordamerika

Projektionen af omsætningen på det Nordamerikanske marked vil ikke blive separat fordelt på de fire emballage typer. Informationsgrundlaget for salget i Nordamerika er meget sparsomt, og det vil således ikke bidrage til bedre information at estimere en omsætningsfordeling. Vi har i stedet valgt at fremskrive den overordnede omsætningsudvikling ud fra den historiske forløb, men tillagt betragtninger om aktuelle markedstendenser og strategiske initiativer.

Hartmanns forretning for ægemballage i Nordamerika har indtil nu været et stort problemområde. Den gennemsnitlige historiske vækst har ligget på -3,4%, og alene fra år 2007 til 2008 faldt omsætningen med -16,3%. En stor del af denne udvikling skyldes en ufordelagtig udvikling i krydskursforholdet mellem den amerikanske og canadiske dollar⁹⁷.

I USA er der, ligesom i Europa, en stigende miljøtrend og dermed fokus på højværdiemballage, og det er Hartmanns erklærede mål at øge salgsvolumen på dette segment. Det er vores vurdering, at Hartmann, grundet deres ekspertise indenfor højværdiemballage og mange års virke på det amerikanske marked, vil opnå succes med sin satsning indenfor højværdisegmentet.

Produktionsfaciliteterne på den Canadiske fabrik er dog forholdsvis beskedne i forhold til det enorme amerikanske marked. Den øgede efterspørgsel på højværdiemballage skaber derfor kapacitetsknaphed på fabrikken, hvilket har tvunget Hartmann til at outsource dele af produktionen af de mest simple produkttyper⁹⁸. Udviklingen vil, på sigt, føre til saneringer i den billigste del af produktporteføljen, hvilket vil have en stagnerende effekt på omsætningsvæksten. I opposition til dette, er det fortsat Hartmanns mål at skabe omsætningsvækst i Nordamerika. Der er allerede taget initiativ til en række omsætningsfremmende tiltag, ligesom der er indgået aftaler med strategiske samarbejdspartnere om outsourcing og joint ventures⁹⁹.

Vores holdning til Hartmanns fokus på højværdiemballage i Nordamerika er positiv. Vi finder det ligeledes naturligt, at arbejde med forøgelse af omsætningen.

⁹⁷ Se strategisk analyse, afsnit 3.1

⁹⁸ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

⁹⁹ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

Strategien for det Nordamerikanske marked er stadig på de spæde stadier, og så længe denne ikke er dokumenteret bæredygtig vil enhver idé om kapacitetsinvesteringer lede tankerne tilbage på fortidens overinvesteringer. Af disse årsager, og i betragtning af Hartmanns økonomiske situation, finder vi det ligeledes fornuftigt, at operere med samarbejdsaftaler frem for kapacitetsudvidelser. Vi forventer derfor, at der samlet vil ske en turnaround af den Nordamerikanske forretning i forhold til den negative gennemsnitlige historiske omsætningsvækst på -3.4%, se figur 6.2.

Da strategien foreløbig kun er på det indledende stadie, og da kapacitetsknaphed og samarbejdsaftaler stadig kan være begrænsende faktorer, vælger vi at budgettere med meget konservative omsætningsstigninger på mellem 0,6% til 2,6% i budgetteringsperioden.

Et andet argument for at budgettere med konservative estimer er, at Hartmanns ledelse notorisk har overvurderet selskabets præstationsevne¹⁰⁰. Dette skaber ekstra behov for dokumentation af konceptet.

Figur 6.2

ÆG emballage Nordamerika, omsætningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning											
<i>Omsætningsvækst</i>	n/a	-2,8%	9,3%	-3,9%	-16,3%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	2,0%
<i>Stigende interesse for højværdi</i>						2,0%	3,0%	5,0%	4,0%	3,0%	0,0%
<i>Sanering</i>						-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	0,0%	0,0%
<i>Øget markedsandel</i>						2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
<i>Akkumuleret vækst</i>						-0,4%	0,6%	2,6%	1,6%	1,6%	2,0%
Omsætning	144	140	153	147	123	123	123	126	128	131	133

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰⁰ Se Regnskabsanalyse, afsnit 4.

6.1.1.4 Industriemballage

Industriemballagemarkedet er et af Hartmanns helt store problemområder. Den historiske omsætningsvækst har været -6%, men alene fra 2006 til 2008 er der sket et fald i på ca. -50%.

Denne udvikling skyldes, at Hartmanns største kunde på industriemballagemarkedet bekendtgjorde et samarbejdsstop i år 2007, hvilket ville medføre en total udfasning af samarbejdet ved udgangen af år 2009.

I år 2007 udgjorde i kunden 65% af omsætningen for industriemballage, svarende til kr. 151,5 mio. Det må således forventes, at Hartmanns omsætning i år 2009 vil falde yderligere til kr. 81,55 mio. svarende til en nedgang på -35% fra år 2008 til 2009.

Interessen for miljørigtig emballage til indpakning af elektroniske produkter findes ikke i samme omfang som blandt fødevarerprodukter.¹⁰¹ Dette skyldes, at forbrugerne tillægger ikke miljørigtig emballage samme betydning når de handler forbrugerelektronik, som når de handler fødevarer. Konsekvensen er, at industrikunderne efterspørger de billigste emballagetyper og ikke de mest miljørigtige.

En anden ufordelagtig udvikling er, at forbrugerelektronik efterhånden produceres mere og mere holdbart, hvilket betyder at producenterne kan spare emballageudgifter ved at pakke produktet direkte i den salgsklare emballage. Da en stor del af Hartmanns salg af industriemballage sker i form af transportemballage til at fikse varen under transport, bortfalder dette forretningsområde gradvist.

Konsekvensen af denne fokus på pris indenfor industriemballage har øget udflytningen af produktionen til lavtlønslande i Asien, hvilket ligeledes er medvirkende til nedgangen i Hartmanns forretning indenfor industriemballage.

¹⁰¹ Kilde: Se strategisk analyse, afsnit 3.1.3

Vores forventninger til forretningsområdet er således meget negative, hvilket yderligere forstærkes af, at Hartmann har valgt at opgive forretningsområdet som et selvstændig strategiske forretningsområder.¹⁰². Af figur 6.3 fremgår vores forventningerne til forretningsområdets omsætningsvækst.

Figur 6.3

Industriemballage, omsætningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning											
<i>Omsætningsvækst</i>	n/a	-4,2%	22,8%	3,1%	-45,9%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	2,0%
<i>Udfasning af storkunde</i>						-35,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Udflytning til lavtlønslande</i>						-2,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	0,0%
<i>Tilgang af nye kunder</i>						1,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
<i>Akkumuleret vækst</i>						-42,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	2,0%
Omsætning	192	184	226	233	126	73	69	66	63	59	61

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.1.5 Øvrige forretningsområder

Øvrige forretningsområder udgør en nicheforretning for Hartmann. Den gennemsnitlige omsætningsvækst har været 7,2%, men der er meget stor volatilitet i forretningsområdets omsætning, og omsætningen befinder sig i dag på samme niveau som i år 2004.

Vi forventer, at forretningsområdet fortsat bidrager positivt til Hartmanns forretning i fremtiden. Da forretningsområdet ikke har en økonomisk prioritet for Hartmann har vi valgt, at budgettere med en omsætningsvækst der følger inflationen, jf. nedenstående figur 6.4.

Figur 6.4

Øvrige forretningsområder, omsætningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning											
<i>Omsætningsvækst</i>		-3,4%	-46,2%	25,9%	52,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>Akkumuleret vækst</i>						2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Omsætning	100	97	52	66	100	102	104	106	109	111	113

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰² Kilde: Hartmann Årsrapport 2008 side 9.

6.1.2 Omkostninger

Hartmanns turnaroundstrategi har, som tidligere nævnt, ændret selskabets fokus fra omsætningsvækst til indtjeningsvækst. Der er nu stor fokus på at optimere forretningen gennem øget kapacitetsudnyttelse, mindske af spildprocesser og en yderligere automatisering af fabrikkerne.

Hovedparten af Hartmanns omkostninger går til vareforbrug og personaleomkostninger, men også salgs- og distributions-, samt administrationsomkostninger er betragtelige omkostningsposter. Hartmann har haft fokus på alle disse områder med henblik på omkostningsminimering.

En stor del af Hartmanns omkostninger er således en funktion af produktionsvolumen og dermed omsætningen.

Estimation af Hartmanns fremtidige omkostninger vil bygge på det gennemsnitlige historiske omkostningsniveau, men justeret for ændringerne som følge af strategiske initiativer og reorganiseringer i forretningen.

I det følgende gennemgås de forventede omkostninger i separate afsnit opdelt efter variable omkostninger, afskrivninger, finansielle omkostninger og skat.

6.1.2.1 Variable omkostninger

Da strategien for henholdsvis Ægemballage Europa, Ægemballage Nordamerika og Industriemballage befinder sig på tre forskellige stadier, inddeles budgetteringen af de variable omkostninger efter de tre forretningsområder.

6.1.2.2 Ægemballage Europa

Historisk har Hartmanns vareforbrug, gennemsnitlig udgjort ca. 43,2% af omsætningen. Som det fremgår af figur 6.5, har den målrettede strategiske indsats medført en reduktion af omkostningsniveauet. Således udgjorde vareforbruget i år 2007 41,9% af omsætningen og i år 2008 er niveauet yderligere faldet til 40,8%.

Hartmanns personaleomkostninger har gennemsnitlig ligget på 21,7% af omsætningen. Som en del af strategien har man øget automatiseringen på fabrikken i Ungarn, med flere afskedigelser til følge.

Det overordnede medarbejderantal er således faldet med 16% fra år 2007 til 2008. Dette forhold har medvirket til at reducere omkostningsniveauet fra 22,5% i år 2007 til 20,5% i 2008.

Hartmanns fokus på omkostningsminimering indenfor Ægemballage i Europa, udmønter sig operationelt via en bedre allokering af produktionskapaciteten, herunder flytning af produktionen til lavtlønslandene i Europa. Derudover arbejder Hartmann på at forbedre energiforbruget, mindske spild og lønomkostninger, samt optimere de generelle processer på fabrikkerne¹⁰³.

Hartmann har allerede realiseret de første forbedringer som følge af disse omkostningsminimerings tiltag. Det er vores vurdering at processen forløber som planlagt, og vi forventer derfor denne udvikling vil fortsætte. Figur 6.5 afspejler denne udvikling samt vores forventninger til omkostningsniveauet for Ægemballage i Europa.

Figur 6.5

ÆG emballage Europa											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning	950	994	1.044	1.046	1.142	1.148	1.163	1.200	1.242	1.272	1.298
Vareforbrug	416	450	463	438	466	470	471	482	498	510	539
<i>%- af omsætning</i>	44%	45%	44%	42%	41%	41,0%	40,5%	40,2%	40,1%	40,1%	41,5%
Personaleomk.	219	205	225	239	235	241	239	240	242	242	253
<i>%- af omsætning</i>	23%	21%	22%	23%	21%	21,0%	20,5%	20,0%	19,5%	19,0%	19,5%
Produktionsomk. i alt	635	654	688	677	700	711	710	722	740	752	792

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.2.3 Ægemballage i Nordamerika

Det gennemsnitlige historiske vareforbrug har for Ægemballage i Nordamerika ligget på ca. 43% af omsætningen. Det foregående år har Hartmann imidlertid effektiviseret fabrikken i Canada, hvilket har resulteret i et forbedret omkostningsniveau til 39% i år 2008, jf. figur 6.6.

Foruden omkostningsminimeringsplanerne er det samtidig hensigten, at omsætningen på det Nordamerikanske marked skal ekspanderes.¹⁰⁴ Historisk har omsætningsfremmende initiativer affødt en negativ effekt på omkostningsniveauet i Hartmann. Dette forstærker vores tilbageholdenhed med at budgettere med store omkostningsforbedringer.

¹⁰³ Se Strategisk analyse, afsnit 3.3

¹⁰⁴ Kilde: Hartmann årsrapport 2008.

Da omkostningsniveauet i år 2008 markant forbedring i forhold til det historiske niveau, lægger vi vores budget konservativt på 43% af omsætningen. Selvom der fortsat er planer om effektiviseringer, er det vores holdning, at en forbedring først skal indregnes fuldt, når denne har vist sig at være vedvarende.

Figur 6.6

ÆG Nordamerika, omkostningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning	144	140	153	147	123	123	123	126	128	131	133
Vareforbrug	60	70	66	63	48	53	53	55	56	57	58
<i>%- af omsætning</i>	42%	50%	43%	43%	39%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
Personaleomk.	32	32	32	34	24	27	27	28	28	28	29
<i>%- af omsætning</i>	22%	23%	21%	23%	20%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Produktionsomk. i alt	92	101	98	97	73	80	80	82	84	85	87

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.2.4 Industriemballage

Det gennemsnitlige historiske vareforbrug har for forretningsområdet industriemballage ligget på ca. 41% af omsætningen. De strategiske tiltag har reduceret omkostningerne således at vareforbruget fra år 2007 til 2008 er faldet til ca. 38% af omsætningen. Se figur 6.7.

Den samme tendens ses for personaleomkostningerne, hvor fokus på øgede automatisering har forbedret omkostningsniveauet til 19% af omsætningen, i forhold til det historiske gennemsnit på ca. 20%.

Den overordnede udvikling i dette forretningsområde, med faldende interesse blandt Hartmanns kunder, sammenholdt med Hartmanns egne udmeldinger om ikke at udvikle forretningsområdet yderligere gør, at vi ikke forventer ekstra tiltag til omkostningsreduktioner.

Ledelsen har indstillet den hidtidige strategi på området og vores forventning er, at forretningsområdet nedskaleres i fremtiden¹⁰⁵. Vi har derfor valgt, at budgettere med et omkostningsniveau på 20% af omsætningen, svarende til det gennemsnitlige niveau, men en anelse højere end i år 2008.

¹⁰⁵ Kilde: Hartmann årsrapport 2008.

Figur 6.7

Industriemballage, omkostningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning	192	184	226	233	126	73	69	66	63	59	61
Vareforbrug	84	76	93	94	48	28	27	25	24	23	23
<i>%- af omsætning</i>	44%	41%	41%	40%	38%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
Personaleomk.	44	35	45	51	24	15	14	13	13	12	12
<i>%- af omsætning</i>	23%	19%	20%	22%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Produktionsomk. i alt	129	111	138	145	73	43	41	39	37	35	35

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.2.5 Øvrige forretningsområder

Det gennemsnitlige vareforbrug har ligget på ca. 49% af omsætningen, dog trukket væsentlig op af et meget højt omkostningsniveau i år 2006. Det generelle vareforbrug ligger på ca. 40-45% hvis år 2006 ikke medregnes, jf. figur 6.8. Historisk har de gennemsnitlige personaleomkostninger ligget på ca. 28% af omsætningen, men er ligeledes negativt påvirket af et højt omkostningsniveau i år 2006. Generelt har niveauet ligget i intervallet 21-25%.

Hartmann har ingen intentioner om at udvikle forretningsområdet, men lader det blot køre videre uændret¹⁰⁶. Derfor budgetteres der med et samlet omkostningsniveau, som ligger på højde med det historiske niveau.

Figur 6.8

Øvrige forretningsområder, omkostningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning	100	97	52	66	100	102	104	106	109	111	113
Vareforbrug	42	38	40	31	42	46	47	48	49	50	51
<i>%- af omsætning</i>	42%	39%	76%	48%	42%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
Personaleomk.	22	17	19	17	21	23	23	23	24	24	25
<i>%- af omsætning</i>	22%	18%	37%	26%	21%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Produktionsomk. i alt	64	55	59	48	64	69	70	71	73	74	76

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰⁶ Kilde: Hartmann årsrapport 2008.

6.1.2.6 Faste omkostninger

Hartmanns faste omkostninger består af salgs- og distributionsomkostninger, administrationsomkostninger og andre mindre omkostningsposter.

Hartmann har i forbindelse med turnaround-strategien tillige haft et øget fokus på nedbringelse af de faste omkostninger¹⁰⁷. Dette er primært sket ved omfordeling af produktionen, samt nedskæringer i medarbejderbestanden.

Disse tiltag har været en medvirkende årsag til at salgs- og distributionsomkostningerne er blevet reduceret, så de i 2008 udgjorde 16,7% af omsætningen mod et historisk gennemsnit på 18,3%.

Ligeledes er det lykket at forbedre administrationsomkostningerne, så de i dag udgør 4,6% af omsætningen, hvor det historisk gennemsnit har ligget på 5,6%.

Andre omkostninger er tillige blevet reduceret, så de i år 2008 udgjorde 0,6% af omsætningen mod et gennemsnitlig niveau på 2,2%.

Gennemførelsen af Hartmanns omkostningsstrategi har indtil videre forløbet efter planen, med realiserede forbedringer til følge. Da det er målet fortsat at forbedre omkostningsniveauet, budgetterer vi med et relativt lavt omkostningsniveau, men dog konservativt i forhold til rekordåret i 2008. Se figur 6.9.

Figur 6.9

Faste omkostninger, omkostningsprojektioner											
Mio. kr.	Historisk udvikling					Projektioner					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Omsætning	1.386	1.415	1.475	1.492	1.491	1.365	1.460	1.499	1.542	1.573	1.604
Salg- og distributionsomk.	270	262	282	266	249	250	267	274	282	288	294
%- af omsætning	19,5%	18,5%	19,1%	17,8%	16,7%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Administrationsomk.	76	75	89	95	69	76	82	84	86	88	90
%- af omsætning	5,5%	5,3%	6,1%	6,4%	4,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Andre omk.	60	9	27	52	9	30	32	33	34	35	35
%- af omsætning	5,5%	5,3%	6,1%	6,4%	4,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Faste omk. i alt	406	345	399	413	326	356	381	391	402	411	419

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰⁷ Se strategisk analyse, afsnit 3.3

6.1.2.7 Afskrivninger

Udviklingen i Hartmanns afskrivningsniveau har ligget forholdsvis konstant over de seneste fire år. Som det fremgår af figur 6.10 har det gennemsnitlige afskrivningsniveau ligget på ca. 12% af de samlede anlægsaktiver.

Hartmann har benyttet de seneste år til at trimme forretningen hvilket har reduceret aktivsiden. Derudover har de store nedskrivninger ligeledes mindsket aktivsummen. En lavere aktivside vil derfor forplante sig på det fremtidige afskrivningsniveau i absolutte termer.

Vi har derfor valgt at budgettere med et konstant afskrivningsniveau på 12% af anlægsaktiverne. Det skal bemærkes at udviklingen i anlægsaktiverne antages at følge omsætningen på lang sigt

Figur 6.10

Afskrivninger, omkostningsprojektioner										
Projektioner	Historik				Projektioner					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Afskrivninger/Anlægsaktiver	10,8%	11,2%	13,9%	13,7%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.2.8 Skat

Hartmann har haft store fluktuationer i skattebetalingerne. I det hele taget er budgettering af skat et vanskeligt område, da det ikke er muligt at få et indblik i Hartmanns skatteregnskab. Vi har derfor besluttet at benytte selskabsbeskatningsprocenten, som i dag udgør 25%, se figur 6.11

Figur 6.11

Skat										
Projektioner	Historik				Projektioner					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Skat /årets resultat	38,7%	-11,5%	-38,6%	-15,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.2.9 Finansielle omkostninger

Hartmanns finansielle omkostninger er påvirket af flere forskellige interne og eksterne forhold.

Først og fremmest påvirkes de finansielle forhold af Hartmanns gældsætning. Derudover påvirkes Hartmann af makroøkonomiske forhold med hensyn til den generelle renteutvikling i samfundet, og ikke mindst mht. lånemulighederne i kreditkrisen.

Hartmanns finansielle omkostninger har været stigende over den historiske periode, grundet virksomhedens øgede gældsætning og negative strategiske situation. Gældsandelen blev imidlertid nedbragt med den nylig gennemførte aktieemission. Dette forhold taler for faldende finansielle omkostninger i fremtiden.

Kreditkrisen har imidlertid ændret lånemulighederne i markedet. Bankerne har indskrænket udlånsmulighederne til virksomhederne, og på trods af et generelt faldende renteniveau i markedet, er udlånsrenten til virksomhederne kraftigt forhøjet¹⁰⁸. Dette forhold taler for øgede finansielle omkostninger.

Overordnet set, har vi valgt at budgettere med lavere finansielle omkostninger end i år 2008, grundet Hartmanns kraftige nedbringelse af virksomhedens gældsætning, jf. figur 6.12.

Figur 6.12

Projektioner	Finansielle omkostninger									
	Historik				Projektioner					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Netto finansielleomk./NRBG	0,6%	5,7%	5,2%	11,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰⁸ Se strategisk analyse, afsnit 3.1

6.2 Balance budgettering

Budgettering af balancen opdeles i henholdsvis de fremtidige Driftsaktiver, Nettoarbejdskapital og Finansiering.

Figur 6.13 nedenfor er en oversigt over den samlede balance budgettering. Budgetteringen af de specifikke poster bliver gennemgået separat i de efterfølgende afsnit.

Figur 6.13

Balance budgettering								
Mio. kr.	Historik		Projektioner					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Anlægsaktiver i alt	718	705	664	711	729	751	766	781
Net working capital	90	101	89	94	95	96	96	97
Nettodriftsaktiver	807	806	753	805	824	847	862	878
Egenkapital	179	456	421	449	459	471	479	488
Nettorentebærende gæld	628	349	332	355	365	375	383	390
Investeret kapital	807	806	753	805	824	846	862	878

Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår, at balancen er trimmet i konsensus med Hartmanns turnaround strategi. Anlægsaktiverne er tilpasset den ændrede forretnings fokus, som tilsigter rentabilitet frem for omsætningsvækst.

Derudover er arbejdskapitalen blevet forbedret, hvilket tilsammen har sammen resulteret i, at den investerede kapital er blevet væsentligt nedbragt.

6.2.1 Driftsaktiver

Historisk har de samlede anlægsaktiver udgjort ca. 57% af omsætningen. I forbindelse med overgangen fra vækststrategi til turnaround strategi, er tallet faldet så anlægsaktiverne udgjorde 49% af omsætningen i år 2008, jf. tabel 6.15

Hartmann har nået det stadium i turnaround strategien, hvor aktivmassen har den ønskede størrelse og sammensætning og formodentlig den mest rentable profil. Vi budgetterer derfor med et konstant aktivniveau på 50% af omsætningen.

Figur 6.15

Anlægsaktiver, projektioner										
%	Historik				Projektioner					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Anlægsaktiver/Omsætning	66%	62%	52%	49%	50%	50%	50%	50%	50%	50%

Kilde: Egen tilvirkning

6.2.2 Netto arbejdskapital (NWC)

Historisk har Hartmanns nettoarbejdskapital ligget på gennemsnitlig 7,0% af omsætningen. Se figur 6.16. Efter implementeringen af turnaround strategien, har Hartmann haft fokus på forbedring af arbejdskapitalen, og der fokuseres fortsat stærkt på området¹⁰⁹.

Vi forventer, at Hartmann kan forbedre nettoarbejdskapitalen yderligere. Dette gælder indenfor bedre udnyttelse af varelagre samt kredittider¹¹⁰. Vi har derfor valgt at budgettere med en jævn forbedring af arbejdskapitalen til et langsigtet niveau på 6,2%.

Figur 6.16

Netto arbejdskapital, projektioner										
Mio. Kr	Historik				Projektioner					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
NWC/Omsætning	7,3%	7,9%	6,0%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%

Kilde: XX

6.2.3 Netto rentebærende gæld (NRBG)

Nettorentebærende gæld udgør differencen mellem rentebærende gæld og likvider. Hartmann har i år 2008 bekendtgjort, at de efter emissionen har opnået den ønskede kapitalstruktur¹¹¹.

Ved udgangen af 2008 udgjorde nettorentebærende gæld 44% af nettodriftsaktiver. Da dette er ledelsens ønskede kapitalstruktur, vil dette også være niveauet for den fremtidige budgetterede kapitalstruktur. Dette hviler således på antagelsen om, at nettorentebærende gæld andrager et konstant forhold af den investerede kapital i fremtiden, jf. figur 6.17.

¹⁰⁹ SE Strategisk analyse, afsnit 3.3

¹¹⁰ Se strategisk analyse, afsnit 3.1

¹¹¹ Kilde: Investormøde med Hartmann CEO & CFO

Figur 6.17

Nettorentebærende gæld, projektioner										
%	Historik				Projektioner					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
NRBG/Netto driftsaktiver	43%	54%	88%	50%	44%	44%	44%	44%	44%	44%

Kilde: Egen tilvirkning

6.2.4 Egenkapital

Budgetteringen af egenkapitaludviklingen beregnes ud fra egenkapital primo året, plus årets resultat efter dividende udbetalinger.

6.3 Sammenfatning, Budgettering af resultatopgørelse og balance

Budgetteringen er udarbejdet ud fra en 5-årig budgetperiode efterfulgt af en terminalperiode. Ved budgetperiodens ophør forventes det, at turnaround strategien vil være fuldt implementeret og steady state vil indtræde.

Den overordnede budgettering er drevet af udviklingen i tre geografiske forretningsområder, der igen er drevet af udviklingen i de forskellige produktkategorier.

Overordnet er budgettingen præget af, at vi stoler på en succesfuld implementering af turnaround-strategien. Vi budgetterer således med fremgang i Hartmanns rentabilitet, men et relativt konstant omsætningsniveau. Derudover forventes arbejdskapitalen at blive nedbragt og aktivsiden ventes at blive tilpasset til markedssituationen løbende, hvilket tilsammen resulterer i en betydelig nedbringelse af den investerede kapital.

Fremgangen ventes især at være drevet af vækst indenfor højværdiemballage, hvor omsætningsvæksten ventes at være mellem 3,5% og 10% årligt. Vækst vil især være drevet af forbrugertrenden imod miljøvenlig emballage, samt detailkædernes fokus på at differentiere discountprodukter og højværdiprodukter.

Produktsaneringer vil ligeledes bidrage til den forbedrede rentabilitet, mens øget konkurrence vil trække i den modsatte retning.

Hartmann er dog fortsat ramt af åbenlyse risikoaspekter som ikke kan ignoreres, hvorfor vores budgettering er overvejende konservativ. Vores holdning er, at de strategiske initiativer skal manifestere sig som kontinuerede økonomiske resultater, før alle forventede effekter af turnaround-strategien skal medregnes.

For en oversigt over den overordnede budgettering henvises der til Figur 6.0 og 6.1 for resultatopgørelsen og 6.13 for balancen.

7.0 Estimation af WACC

I vores bestræbelser på at udarbejde en valid værdiansættelsesmodel, ønsker vi at bestemme det forventede afkastkrav tilknyttet Hartmann, udtrykt ved den gennemsnitlige vægtede kapitalomkostning, WACC. I udarbejdelsen af denne indgår flere forskellige variable, som vi i det efterfølgende afsnit vil estimere, for herefter slutteligt at estimere WACC.

7.1 Estimation af beta

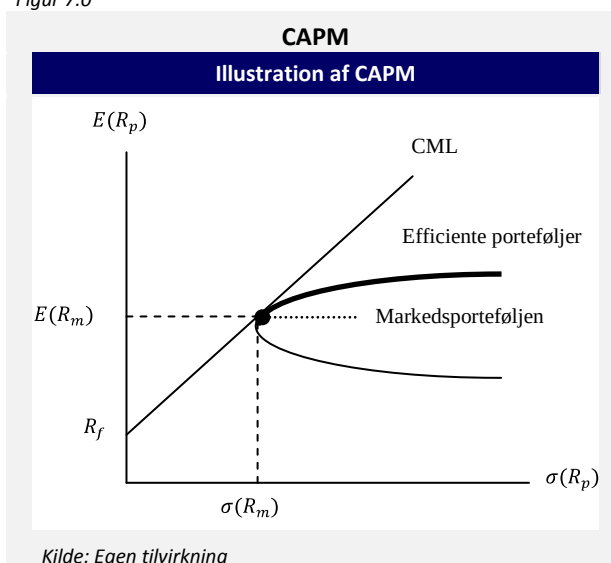
Den første variable vi ønsker at estimere er Hartmanns ejers afkastkrav på egenkapitalen. Til udarbejdelse af denne kræves en bestemmelse af Hartmanns systematiske risiko, også kendt som beta. Estimationen af beta bygger på Sharpes teoretiske CAPM-model fra år 1964. Modellen bygger på flere diskuterbare forudsætninger, men på trods af dette bliver CAPM i udpræget grad brugt blandt analytikere til fastlæggelse af selskabers forventet afkastkrav.

I Sharpes CAPM-model, der måler forventet afkast $E(R_i)$ mod risiko (σ_i), ønsker alle investorer at placere deres investering i den portefølje med den højeste risikopræmie pr. risikoenhed. Sammenholdt med grundlæggende diversificeringsteori der foreskriver, at forskelle i aktivers korrelationskoefficienter vil reducere den samlede porteføljerisiko gør, at alle investorer vil investere i den mest diversificerede portefølje af dem alle - markedsporteføljen.

Da investorerne i modellen både kan låne og udlåne til den risikofrie rente, vil alle investorer investere i markedsporteføljen og herefter geare investeringen indtil deres forventede nytte er maksimeret. De efficiente porteføljer som investorerne vil placere deres penge i vil derfor ligge på en ret linje kaldet ”capital market line”, CML. Se Figur 7.0.

CML linjen går fra den risikofrie rente og tangerer markedsporteføljen (minimumsvariansporteføljen). På CML linjen vil investorerne kun blive belønnet for den udiversificerede risiko, som er tilknyttet markedsporteføljen.

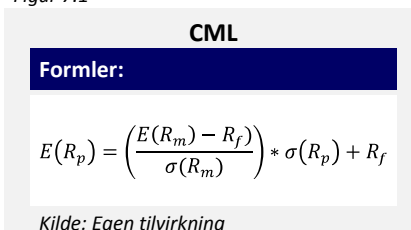
Figur 7.0



Dette skyldes, at alle investorer kun holder en kombination af det risikofrie aktiv og markedsporteføljen og således kun er eksponeret for den markedsspecifikke risiko. Denne risiko kaldes også den systematisk risiko og defineres som beta for markedsporteføljen.

Rationalet bag modellen skal findes i, at porteføljer beliggende over CML vil være underprissat i forhold til deres afkast, hvilket vil resultere i, at investorerne vil købe disse porteføljer, hvorefter prisen vil stige og medføre et lavere forventet afkast. Dette medfører, at porteføljen forskydes ned på CML linjen og får et lavere forventet afkast i forhold til den tilknyttede risiko.

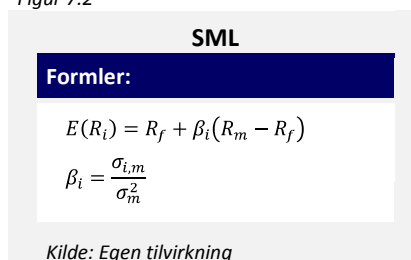
Figur 7.1



Modsat gælder det, at en portefølje beliggende under CML linjen vil have et for lavt forventet afkast i forhold til dets prissætning. Dette vil få investorerne til at sælge ud af porteføljen, hvilket vil gøre porteføljen billigere og dermed forskyde porteføljen op på CML linjen igen, så denne opnår et højere forventet afkast.

Dette ræsonnement for prissætning af porteføljer af aktiver, kan overføres til enkelt aktiver, hvorfra vi kan udlede "the security market line", kaldet SML. SML linjen er således identisk med CML linjen, dog defineres risikoen her ved hjælp af aktivets betaværdi. CML og SML linjerne defineres ud fra formlerne i Figur 7.1. og Figur 7.2.

Figur 7.2



Beta for aktivet (β_i) måler den systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko. Den systematiske risiko udtrykker den udiversificerbare risiko og er således helt fri for virksomhedsspecifik risiko. Markedsporteføljen har pr. definition et beta værdi på 1, mens det risikofrie aktiv har 0. Ud fra formlen for beta ses, at beta er defineret som kovariansen mellem aktivet og markedet, divideret med variansen til markedet.

Til målingen af den aktiv specifikke risiko, β_i , har vi udarbejdet en regressions analyse. Analysen bygger på den historiske sammenhæng mellem afkastet for Hartmann aktien og markedsporteføljen, OMXC20. For at beta skal være anvendeligt til analyse brug, forudsætter det, at det historiske beta skal være et godt estimat for det fremtidige beta.

Dette forudsætter selvsagt, at Hartmann ikke har undergået nogen fundamentale forandringer, således at de historiske afkast i vil adskille sig for de fremtidige og dermed det historiske og fremtidige beta. Hartmann har som beskrevet undergået store forandringer. Vi vælger dog alligevel at benytte resultaterne fra regressionsanalysen da disse er de bedste tilgængelige informationer. Resultaterne udledt af denne analyses skal således ses med forbehold for denne mulige fejlkilde.

I analysen er benyttet månedlige afkast for henholdsvis Hartmann aktien og markedsporteføljen fra den 31.12 2003 til 30. 03 2009 og hvilket svarer til 60 observationer. Data fremkommet ved regressionsanalyse kan ses af Figur 7.3. og af Figur 7.4. fremgår plottet hvorfra data er udledt.

Figur 7.3,

Regressionstest, OmxC20 og Hartmann aktien			
Symboler	R ²	Koefficient	P-værdi for H ₀ α, β = 0
α _i	0,1928	-0,0060	0,6036
β _i		0,7443	0,0004

Kilde: Egen tilvirkning

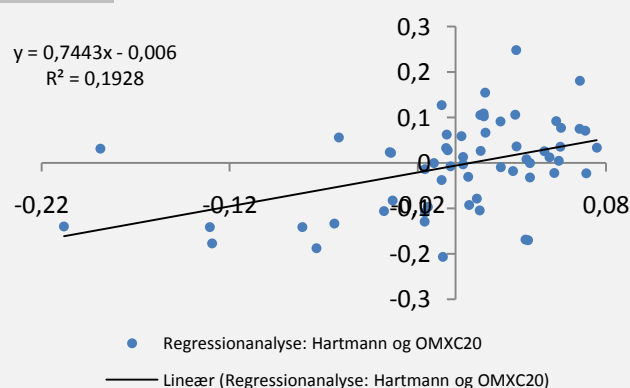
Det er vigtigt at påpege, at værdierne for henholdsvis α_i og β_i produceret i regressionsmodellens kun er estimeret af den rigtige alfa og beta værdi for Hartmann aktien. Estimerterne kan derfor være behæftet med fejl. Derfor er det vigtig, at validere de estimerede værdiers signifikans. Dette har vi gjort ved at teste de fundne estimer i forhold til nulhypotesen og den alternative hypotese på et 5% signifikantniveau. Testen vil afgøre om det er rimeligt at fastslå, at der er en lineær sammenhæng mellem afkast for Hartmann aktien og markedsporteføljen OMXC20.

En accept af nulhypotesen, der tester for alfa og beta = 0, medfører at der ikke forekommer nogen lineær sammenhæng. Derimod vil en forkastelse af nulhypotesen og en accept af den alternative hypotese, der tester for alfa og beta ≠ 0, føre til en accept af en lineær sammenhæng. Signifikansniveau på 5% medfører, at risikoen kun er 5% for at vi forkaster nulhypotens og accepter den alternative hypotese, på trods af denne ikke er holder.

Ser vi på de statistiske data for α_i ses det, at p-værdien for α_i = 0 ligger på 60,3%. Dette indikerer, at α_i godt kunne antage 0 og derfor er det ikke muligt på et 5% signifikansniveau at forkast nulhypotesen. Ser vi derimod på β_i, er p-værdien for β_i = 0 på 0,045%.

Figur 7.4

Regressionanalyse: Hartmann og OMXC20



Kilde: Egen tilvirkning

Dette resultat vidner om en stærk indikation af en lineær sammenhæng og resultatet forkaster derfor nulhypotesen. Testen kan hermed konkludere, at der er en lineær sammenhæng mellem afkastet for Hartmann aktien og markedet.

7.2 Estimation af risikofri rente og markedsrisikopræmie

Til estimation af den risikofrie rente, tages ofte udgangspunkt i renten på lange statsobligationer. Valget af en sådan kan diskuteres, da investorer og virksomheder som oftest ikke kan låne eller ud-låne til denne rente, men i stedet får tillagt en rentemarginal alt efter deres finansielle rating fra di-verse finanshuse.

Vi vælger dog alligevel vi at estimere den risikofrie rente ud fra den effektive rente på en dansk statsobligation med en løbetid på 10 år

Til estimation af risikopræmien på markedsporteføljen har vi valgt at fastsætte denne ud fra ex-post metoden. Denne metode undersøger forskellen i det historiske afkast på aktiemarkedet og det histo-riske afkast på det risikofrie aktiv, approximeret ved afkastet på en længerevarende statsobligation.

Dermed forudsætter vi, at den historiske risikopræmie er en rimelig indikator for den fremtidige¹¹². Markedsporteføljens risikopræmie kan herved fastlægges til 5%.

De samlede inputs til estimation af den vægtede gennemsnitlige kapital omkostning, WACC, fremgår af Fi-gur 7.5.

Figur 7.5

Grunddata, WACC		
Symboler	Forklaring	Estimeret
R_f	Risikofrie rente Den effektive rente på en dansk statsobligation med en løbetid på 10 år	3,903%
R_m	Markedsafkastet Estimeret ud fra forskellen i det historiske afkast på aktiemarkedet og en langvarig statsobligation	5%
β_{EK}	Beta på den gearede egenkapital Estimeret ud fra regressionstest	0,74

Kilde: Egen tilvirkning

7.3 Estimation af unleveraged beta og leveraged beta

Før vi kan foretage den endelige estimation af WACC, er det nødvendigt at tilpasse den gearede beta på Hartmanns egenkapital til deres fremtidige kapitalstruktur. Dette kræver, at beta på egenka-pitalen bliver først unleveraged, for herefter at blive tilpasset den fremtidige kapitalstruktur.

¹¹² Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere

Den ugearede værdi af beta fortæller risikoen på Hartmann, når selskabet kun er finansieret af egenkapital.

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1 - T) * \left(\frac{D}{E}\right)\right]} = \frac{0,74}{\left[1 + (1 - 0,25) * \left(\frac{488}{464}\right)\right]} = 0,4320$$

Nu følger, at den unleveraged beta bliver leveraged efter Hartmann fremtidige kapitalstruktur. Hartmann efterstræbe en target-kapitalstruktur på 56% egenkapital mod 44% fremmedkapitalsfinansiering¹¹³.

$$\beta_L = \beta_U * \left(1 + (1 - T) * \left(\frac{D}{E}\right)\right) = 0,4320 * (1 + (1 - 0,25) * \left(\frac{0,44}{0,56}\right)) = 0,70$$

7.4 Estimation af WACC

På baggrund af ovenstående beregninger, kan den endelige estimation af diskonteringsfaktoren til værdiansættelsen nu foretages.

$$k_{WACC} = R_E * \left(\frac{E}{EV}\right) + R_D * (1 - T) * \left(\frac{D}{EV}\right) = 0,10456 * 0,56 + 0,0696 * (1 - 0,25) * 0,44 = 0,082 \approx 8,2\%$$

¹¹³ Kilde: Investormøde 2009 med Hartmanns CFO og CEO

8.0 Værdiansættelse

I dette afsnit vil selve værdiansættelsen, og dermed afhandlingens hovedspørgsmål blive besvaret. Afsnittet bygger ovenpå budgetteringsafsnittets estimater for Hartmanns fremtidige udvikling, ved at implementere disse i den valgte Enterprise kapitalværdimodel.

Resultatet heraf bliver vores fundamentale estimat for Hartmann aktiekurs den 10. juni 2009. Estimatet vil efterfølgende blive suppleret af en følsomhedsanalyse og en multipleanalyse, der vil sætte fundamentalværdien i relief vha. værdiintervaller. Dette vil give et billede af henholdsvis up- og downside potentiale i aktiekursen.

8.1 Enterprise kapitalværdimodel

Enterprise kapitalværdimodellen blev beskrevet i foregående afsnit under valg af værdiansættelsesmodel. Kort opsummerende tilbagediskonterer modellen det fremtidige frie cash flow for henholdsvis budget- og terminalperioden til nutidsværdien med den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning på selskabets gæld og egenkapital.

Før selve værdiansættelsen præsenteres, vil der kort blive redegjort for de mest fremtrædende estimater, samt væsentlige problematikker i værdiansættelsesprocessen.

Den strategiske og regnskabsmæssige analyse dannede grundlang for budgetteringen af Hartmanns fremtidige økonomiske performance, mens regressionstest baseret på CAPM-modellen dannede grundlag for estimation af kapitalomkostningen.

Den beregnede diskonteringsfaktor bygger på Hartmanns historiske kapitalstruktur og det er således nødvendigt at tilpasse denne til Hartmanns fremtidige kapitalstruktur. Hartmann har som tidligere nævnt lagt sig fast på et fremtidigt kapitalforhold for $D/(D+E) = 44\%$. Derfor foretages der ikke løbende rebalancering af den gearede beta og dermed diskonteringsfaktoren.

Regressionstesten mundede ud i et unleveraged beta for Hartmann på 0,44. Den udregnede unleveraged beta resulterede i et leveraged beta på 0,70 på Hartmanns egenkapital.

Figur 8.0 viser vores estimat på hhv. ugeartet og gearret beta. Til sammenligning viser figuren ligeledes konsensus-beta ifølge analytikere, Peer-beta og beta ifølge Damodaran.

Figur 8.0

Beta	
Beta-unleveraged ifølge Damodaran, Europa	0,47
Beta-unleveraged ifølge konsensus, analytikere	0,64
Beta-unleveraged ifølge til peer group	0,96
Beta-unleveraged, egen estimering	0,44
Beta-egenkapital (leveraged)	0,70
Kilde: Egen tilvirkning	

Figur 8.1 viser en oversigt over datagrundlaget for den følgende værdiansættelse. Disse data er et resultat af afhandlingens foregående analyser og beregninger.

Figur 8.1

WACC		Kommentarer	
Beta	0,70	Beta leveraged	
Risikofri rente	3,5%	10-årig statsobligation	
Risikopræmie, egenkapital	5,0%	Baseret på kursdata for OMX - Københavns fondsbørs	
Industry-specifik risikopræmie	(1,5%)	Beregnet	
Virksomhedsspecifik risikopræmie	3,5%	Based on market liquidity, market cap etc.	
Afkastkrav på Egenkapital	10,5%		
Rentemarginal på fremmedkapital	3,5%	Estimeret ud fra virksomhedsspecifikke data	
Skattesats	25,0%	Dansk skattesats	
Afkastkrav på Gæld	5,2%	Afkastkrav efter rentefradrag	
Gældsandel (FK/EV)	44,0%	Target kapitalstruktur ifølge Hartmann	
Egenkapitalandel (EK/EV)	56,0%	Target kapitalstruktur ifølge Hartmann	
WACC	8,2%		
Kilde: Egen tilvirkning			

Den udarbejdede Enterprise Value værdiansættelsesmodel er opbygget i overensstemmelse med grundlæggende principper for DCF modeller. De underliggende formler med tilhørende notationer er opført i Figur 5.4 i afsnittet Værdiansættelsesmodel.

Værdiansættelsesmodellen resulterede i en fair value for Hartmanns aktiekurs på kr.114. Vi er af den opfattelse, at Hartmanns turnaround strategi har vendt den tidligere negative udvikling. Vendingen er specielt drevet af et stærkt europæisk marked og stigende interesse for bæredygtig emballage.

Alligevel er vores budgettering præget af en konservativ tilgang til fremtiden. Selvom der er sket en positiv vending i Hartmanns udvikling, vil vi se resultaterne manifestere sig kontinuert, før de bør indregnes med fuld vægt i budgetteringen.

Vi har valgt, at budgettere med et omsætnings- og omkostningsniveau, der resulterer i et jævnt stigende EBIT i budgetperioden, mens EBIT i terminalperioden er på et lavere niveau svarende til den gennemsnitlige EBIT-margin i perioden 2008 til 2013.

Vi har valgt at budgettere ekstra konservativt i terminalperioden fordi, at Hartmanns situation er pr definition usikker, og den lange tidshorisont øger usikkerheden for præcisionen af vore estimater. Hartmann mangler fortsat at bevise en vedvarende turnaround, hvorfor dette ligeledes medregnes som en faktor for rentabiliteten i terminalperioden.

Det fremgår af Figur 8.2, at Frit Cash Flow (FCF) stiger relativt i terminalperioden sammenlignet med budgetårene. Forklaringen er, at vi budgettere med at "Investeringer i anlægsaktiver" og afskrivningerne bliver lig hinanden. Alternative antagelser vil betyde, at FCF enten stiger konstant mod uendelig, eller falder mod 0 afhængig af om der er positiv eller negativ forskel mellem afskrivninger Investeringer i anlægsaktiver.

Figur 8.2

DKKkm	Værdiansættelse					
	2009B	2010F	2011F	2012F	2013F	Terminal
EBIT	25	93	106	117	127	105
Skat af EBIT	(6)	(23)	(27)	(29)	(32)	(26)
NOPAT	18	70	80	88	95	79
Afskrivninger	82	88	90	93	94	96
Investeringer i anlægsaktiver	(60)	(135)	(109)	(114)	(110)	(96)
Ændring i arbejdskapital	10	(5)	(1)	(1)	(0)	(0)
Frit cash flow (FCFF)	50	18	59	65	79	79
Fremtidsværdi af FCF i terminalperiode						1.277
Diskonteringsfaktor	0,97	0,90	0,83	0,77	0,71	0,71
NPV af FCF (ultimo år 2009)	49	16	49	50	56	909
NPV budgetperiode	221	Fordeling af Enterprise Value				
NPV terminalperiode	909					
Enterprise value	1.130					
Netto rentebærende gæld, estimeret markedsværdi	340					
- Minoritetsinteressenter	0					
Egenkapitalværdi	790					
Antal aktier, stk.	6.915.090					
Aktiekurs	114					
Aktuel markedskurs	82					

Kilde: Egen tilvirkning

Fordelingen af Enterprise Value viser, at 19% af værdien kommer fra budgetperioden, mens hele 81% kommer fra terminalperioden, hvilket gør aktiekursen meget følsom overfor budgetteringen i terminalperioden.

Værdiestimatet for Hartmanns aktiekurs på kr. 114 adskiller sig på nuværende tidspunkt med ca. 39% fra den aktuelle markedskurs på kr.83.

8.2 Følsomhedsanalyse

I det foregående afsnit blev Hartmanns aktiekurs bestemt på baggrund af vores udarbejde basisscenario fra DCF analysen. Aktiekursen blev fastlagt til kr. 114 pr. stk, hvilket svarer til en præmie på ca. 39% sammenlignet med den aktuelle markedskurs.

En naturlig følge af den eksterne analytikers estimation af data er, at resultatet fra basisscenariet indeholder flere usikkerhedsfaktorer. For at måle effekten af usikkerhederne vil basisscenariet blive suppleret med følsomhedsanalyser, der tester resultaternes følsomhed overfor Hartmanns mest centrale value drivere, jf Strategi- og Regnskabsanalyserne.

Følsomhedsanalysen tager udgangspunkt i basissceniariets budget, hvorefter en enkelt variabel ændres mens alle andre parametre holdes konstant. De relevante variable er WACC, Oms vs EBITDA og WACC vs EBITDA. Følsomheden vil blive målt ud fra terminalperioden, fordi over 75% af den beregnede Enterprise Value stammer herfra.

8.2.1 Diskonteringsrente, Beta vs. Lånerente

Diskonteringsfaktoren, WACC, er et udtryk for det vægtede gennemsnitlige afkastkrav på gælden og egenkapitalen.

Afkastkravet på egenkapitalen bestemmes, ud fra CAPM-modellen og estimation af beta. Beta er et udtryk for den systematiske risiko, der knytter sig til aktien, og er derfor den underliggende parameter bag ejernes afkastkrav.

Den anden underliggende faktor der påvirker WACC er afkastkravet på gælden¹¹⁴. Låneomkostningerne er en funktion af Hartmanns kreditrating blandt banker og finanshuse. Da kredittkrisen i høj grad influerer låneomkostningerne, vil analysen ligeledes indikere Hartmanns følsomhed overfor denne.

Foruden kredittkrisens effekt, afspejles Hartmanns strategiske og økonomiske situation i långivernes afkastkrav. Progressionen i Hartmanns turnaround strategi er derfor central når følsomheden overfor WACC analyseres. Kombinationen af disse to udgør følsomheden af ændringer af beta og låneomkostningen og er dermed driverne bag WACC. Følsomheden fremgår af Figur 8.3.

Kombinationerne viser, at fundamentalværdien er relativ ufølsom overfor ændringer i begge variable, men at lånerenten dog har den stærkeste indvirkning.

Følsomhedsanalysen viser, at der ikke er stor downside i forhold til den aktuelle aktiekurs. Beta skal antage 0,9 og lånerenten 9%, før kursen bliver lavere end den aktuelle markedskurs.

Figur 8.3

Følsomhed i forhold til basisscenarium								
		Låneomkostninger						
		4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
Beta leveraged	0,40	186	169	154	141	130	119	110
	0,50	171	156	143	131	121	112	103
	0,60	158	145	133	122	113	104	97
	0,70	147	135	124	114	106	98	91
	0,80	136	125	116	107	99	92	85
	0,90	127	117	108	100	93	86	80
	1,00	119	110	101	94	87	81	76

Kilde: Egen tilvirkning

8.2.2 Omsætningsvækst vs. EBITDA-margin

Omsætningsvækst var Hartmanns hovedfokus før turnaround strategien rettede fokus mod indtjeningen.

Derfor er det interessant at analysere Hartmanns følsomhed overfor ændringer i omsætning og indtjening. Denne følsomhedsanalyse gør det ligeledes muligt vurdere, om det ændrede strategiske fokus er fornuftigt ud fra et værdimæssigt perspektiv.

Som det fremgår af den strategiske analyse, er EBITDA-margin det vigtigste nøgletal når progressionen af turnaround strategien skal måles. Hartmann har selv et mål om at nå en EBIT-margin på 10% i år 2010, hvilket tillige vidner om fokuseringen på indtjeningen.

¹¹⁴ Der antages fast kapitalstruktur og fast

Værdimæssigt er der reelt ingen forskel på at følsomheden overfor EBITDA og EBIT, da der i udregningen af FCF korrigeres for af- og nedskrivninger.

Foruden omsætningsvæksten, tester analysen derfor følsomheden ud fra den procentvise ændring i EBITDA-margin i forhold til basisscenariet i terminalperioden. Se figur 8.4. Fundamentalværdiens følsomhed overfor omsætningsvæksten viser, at aktiekursen er relativ upåvirket overfor ændringer i omsætningsvæksten.

Det fremgår, at selv i det tilfælde hvor omsætningen falder, vil aktiekursen være afskåret downside-risiko sammenlignet med det aktuelle kursniveau. Forklaringen er, at et konstant årligt omsætningsfald på 4 % ("alt andet lige"), stadig vil genere over 25års betalingsstrømme hvoraf størstedelen af værdien skabes de første 10 år.

I tillæg til dette skal det bemærkes, at der ikke er budgetteret med omsætningsstigninger i budget-årene forud for terminalperioden. Dette er ensbetydende med, at omsætning blot følger inflationen fra år 2010, og at omsætningen i terminalperioden derfor er meget lav. Budgettet hviler desuden på en indirekte antagelse om, at der ikke vil blive iværksat omsætningsfremmende initiativer i Hartmanns fremtid.

Dette er en meget konservativ antagelse, omvendt synes det useriøst på nuværende tidspunkt, at budgettere omsætningsstigninger for en turnaround virksomhed der kæmper med indtjeningen. I fremtiden er omsætningsinitiativer sandsynlige hvis turnaround strategien lykkedes, men der findes ingen konkrete indikationer på, at ledelsen tænker i disse baner endnu.

Figur 8.4 viser ligeledes, at der er stor følsomhed i aktiekursen overfor ændring af væksten i EBITDA-margin i terminalperioden. Et fald i EBITDA-margin i forhold til basisscenariet på over 2% vil resultere i en aktiekurs under den aktuelle markedskurs.

Figur 8.4

Følsomhed i forhold til basisscenarium								
		EBITDA-margin terminalperiode (%-point)						
		(3%)	(2%)	(1%)	0%	1%	2%	3%
Omsætningsvækst terminalperiode (%-point)	(4%)	29	48	67	86	105	124	143
	(2%)	37	57	76	95	115	134	153
	0%	46	65	85	105	125	144	164
	2%	54	74	94	114	134	155	175
	4%	62	83	103	124	144	165	185
	6%	71	91	112	133	154	175	196
	8%	79	100	121	143	164	185	207

Kilde: Egen tilvirkning

Analysen viser således at Hartmann er væsentlig mere følsom overfor ændringer i EBITDA-margin end i omsætningen. Dette understreger, at Hartmann har truffet et fornuftigt valg da man valgte at forbedre indtjeningen frem for omsætningen.

Hartmanns downside er blevet formindsket ved at omkostningsminimere og frasælge underskudsgivende aktiviteter, og samtidig har man valgt at forfølge den strategi, hvor upside-potentialet er højest.

Ud fra ovenstående betragtninger er det vores vurdering, at følsomhedsanalysen med EBITDA vs. Omsætningsvækst støtter resultatet af fundamentalanalysen.

8.2.3 EBITDA-margin vs. WACC

Fundamentaltværdiens største følsomhed findes i matrixen mellem EBITDA-margin og WACC. En af grundene hertil er, at EBITDA-margin repræsenterer følsomheden overfor turnaround processen, mens ændringer i WACC både dækker over effekter af kreditkrisen samt selskabets performance.

Tabellen i Figur 8.5 viser, at med en uændret EBITDA-margin, skal WACC stige med over 2%-point før kursen fra fundamentalanalysen når ned på det aktuelle kursniveau. En stigning i WACC i denne størrelsesorden synes usandsynligt set i lyset af afhandlingens foreløbige resultater.

Omvendt skal der en relativ mindre ændring i EBITDA-margin til for at bringe værdien ned

på markedskursen. I denne sammenhæng skal det bemærkes, at vores budgetter er relativt konservative sammenlignet med både Hartmanns egne forventninger men også i forhold til aktieanalytikerens konsensusestimer¹¹⁵.

Figur 8.5

Følsomhed i forhold til basisscenarium								
		EBITDA-margin i terminalperiode						
		(3%)	(2%)	(1%)	0%	1%	2%	3%
WACC	6,7%	84	112	140	169	197	225	254
	7,2%	72	97	122	147	172	197	222
	7,7%	62	84	107	129	152	174	196
	8,2%	54	74	94	114	134	155	175
	8,7%	47	65	83	102	120	138	156
	9,2%	41	57	74	91	107	124	141
	9,7%	36	51	66	81	97	112	127

Kilde: Egen tilvirkning

¹¹⁵ Kilde: Thomson OneBanker Database

Denne afhandling budgetterer eksempelvis med en EBITDA-margin i terminalperioden på ca. 11.5%, hvilket er ca. 2%-point lavere end den realiserede EBITDA-margin i 2008, men ca. 3%-point højere end det gennemsnitlige historiske niveau¹¹⁶.

Vores vurdering er derfor, at et fald i EBITDA-margin i forhold til basisscenariet er usandsynligt. Ud fra denne betragtning, er vores overordnede holdning følsomhedsanalysen, at ”EBITDA vs. WACC” støtter fundamentalværdien på niveauet over det aktuelle kursniveau

8.2.4 Sammenfatning, følsomhedsanalyse

Overordnet udviste alle tre følsomhedsanalyser støtte til vores fundamentalværdien på kr.114. Analyserne frembragte således ingen argumenter for, at nedjustere vores estimat i retning af markedskursen. Analyserne viste lav sandsynlighed for downside i forhold til den aktuelle aktiekurs, men realistisk potentiale for upside, set i lyset af vores konservative budgettering.

EBITDA vs. Omsætning afslørede, at fundamentalværdien er mere følsom overfor ændringer i EBITDA-margin end for omsætning. Dette støtter den strategiske beslutning om, at fokusere på indtjening frem for omsætning. Det kræver dog et fald i EBITDA-margin på 2% i forhold til vores basisscenarie, hvilket er usandsynligt dels fordi vores budgettering i forvejen er konservativ, men også fordi Hartmann netop arbejder for at forbedre nøgletallet.

8.3 Multipel analyse

Som tidligere beskrevet, er formålet med brugen af multiple ikke at værdiansætte ud fra multiple alene, men at anvende estimerne som et markedsbaseret supplement til DCF modellen.

Kreditkrisen har fået markedskurserne til at dykke betydeligt under de fundamentale værdier. Under disse omstændigheder er Multipler et effektivt værktøj til at kalibrere niveauet af resultaterne af DCF analysen.

Multiple tager højde for udbud og efterspørgsel på aktiemarkedet fordi de beregnes som aktiekursens størrelse i forhold til indtjeningen. Multiplerne skaber dermed viden om prisniveauet blandt Hartmann og sammenlignelige selskaber på aktiemarkedet.

¹¹⁶ Se Budgettering, afsnit 6.

Hartmanns Peer-gruppe er både meget lille og ligeledes relativ uhomogen¹¹⁷. Til trods for dette, er multiplerne den bedste tilgængelige information til formålet, hvorfor vi vælger at støtte vores beslutninger til disse.

For at sikre, at Peer-gruppen er regnskabsmæssigt sammenlignelig, er regnskaberne korrigeret for forskelle i regnskabspraksis i overensstemmelse med Hartmanns reformulerede regnskab¹¹⁸. Peer-gruppens indtjeningsestimer for 2009 og 2010 er baseret på konsensus estimer fra de aktieanalytikere der dækker selskaberne.

Som tillæg til Peer-gruppens multiple, beregnes der ligeledes multiple ud fra en bredere branche multiple defineret som Packaging¹¹⁹. Multiple for denne Sektor-Peer-gruppe er beregnet ud fra analytikerens konsensus estimer. Korrektionen af disse selskabers regnskabspraksis vil derfor ikke være foretaget af os.

Før gennemgangen af de beregnede multiple skal det igen understreges, at der foreligger forskelle mellem Hartmann og selskaberne fra Peer-gruppen og Sektor-Peer-gruppen, der gør, at der skal tages forbehold for alle afsnittes konklusioner¹²⁰.

Af Figur 8.6 findes Multiplerne der repræsenterer analytikerkonsensus. Øverst ses Hartmanns tal, dernæst kommer Peer-gruppen med Hartmanns nærmeste konkurrenter og nederst ses Sektor-Peer-gruppen.

Figur 8.6

Angiver 0,0

Estimer fra den 30.april 2009	Marketcap (DKKm)	Beta leveraged	Omsætnings Vækst 2008-9F	EBITDA Vækst 2008-9F	EV/omsætning		EV/EBITDA	
					2009F	2010F	2009F	2010F
Hartmann, konsensus estimer								
Hartmann	519	0,20	2,6%	21,5%	0,6x	0,6x	4,3x	3,5x
Peer, konsensus estimer								
Huhtamaki Oji	4.040	0,83	0,1%	1,4%	0,62x	0,62x	6,2x	6,1x
Pactiv Corp.	17.957	0,86	4,3%	0,8%	1,44x	1,38x	6,3x	6,3x
Peer gruppe, Simpelt gennemsnit		0,85	2,2%	1,1%	1,0x	1,0x	6,2x	6,2x
Sektor Peer, Konsensus estimer								
Bemis Co.	13.477	0,77	3,5%	5,9%	0,89x	0,86x	7,1x	6,7x
Greif Inc.	7.827	1,43	3,9%	19,2%	0,65x	0,62x	3,6x	3,9x
MeadWestvaco	10.202	1,17	4,3%	6,8%	0,67x	0,64x	3,0x	5,3x
Packaging Corp.	7.169	1,08	2,4%	1,8%	0,84x	0,82x	2,7x	6,1x
Sealed Air	12.776	0,80	5,8%	9,6%	0,87x	0,82x	4,2x	5,0x
Constantia Packaging AG	3.504	0,86	n/a	n/a	0,60x	n/a	5,1x	n/a
Rexam PLC	15.994	1,06	3,1%	4,6%	0,90x	0,87x	5,9x	5,7x
Sektor Peer gruppe, simpelt gennemsnit		1,02	3,2%	7,3%	0,77x	0,77x	4,5x	5,5x

Kilde: Thomson OneBanker Database

Kilde: Thomson OneBanker Database

¹¹⁷ Se Peer-gruppe beskrivelse Præsentation af empiri, afsnit 2.

¹¹⁸ Se Peer-gruppe beskrivelse Præsentation af empiri, afsnit 2.

¹¹⁹ Damodaran, Stearn School of Buissness

¹²⁰ Se afsnittene Peer-gruppe, afsnit 2. og Gennemgang af værdiansættelsesmodel, afsnit 5.

Det ses tydeligt at Hartmanns niveau for både omsætningsmultiple og EBITDA multiple befinder sig betydelig lavere end begge peer-grupper. En tolkning af dette kan være, at Hartmann handles med et discount i forhold til sine konkurrenter, hvilket støtter konklusionen fra DCF modellen om, at Hartmann, fundamentalt set, er mere værd.

På EBITDA niveau handles Hartmann 31-43% discount i forhold til den primære Peer-gruppe. Ud fra multiplerne er det dog umuligt at afgøre, hvad der er årsag til denne prisforskel. Den mest sandsynlige forklaring er, at krisetiden har gjort investorerne ekstra risikoavers, hvilket har fået dem til at indregne et større risikotillæg på Hartmann end på konkurrenterne.

Turnaround situationen, deres størrelse i forhold til konkurrenterne og det mere niche prægede produktfokus kan være faktorer der har kostet ekstra risikotillæg for Hartmann.

På omsætningsniveau skal det huskes, at følsomhedsanalysen viste, at Hartmanns værdi er relativt ufølsom over for omsætningsændringer.

Dette betyder, at konkurrenternes omsætningsmultiple naturligt vil befinde sig på et højere niveau, såfremt selskaberne er mere følsomme over for omsætningsændringer end Hartmann.

I Figur 8.7 er Hartmanns værdi beregnet ud fra gennemsnittet af multiplerne i de to målgrupper, samt vores egne estimater for omsætningen og EBITDA. Tre af de fire multiplestimer resulterer i værdier der ligger væsentligt over det aktuelle kursniveau.

Figur 8.7

DKKm	Omsætning		EBITDA	
	2009F	2010F	2009F	2010F
Hartmann budget	1.365	1.460	107	181
Anvendt multipl, Peer-gruppen	0,9x	0,9x	5,4x	5,8x
Estimeret enterprise value	1.229	1.293	573	1.052
Estimeret aktiekurs	129	138	34	103

Kilde: Egen tilvirkning

Målt på EBITDA-multiplen i 2009 ligger den estimerede aktiekurs meget lavt. Årsagen til dette er, at vores budgetterede EBITDA i 2009 er meget lav både i forhold til 2008, men også i forhold til de efterfølgende budgetår. Det samme gør sig gældende ved sammenligning med analytikernes konsensusestimater, hvor vores estimat befinder sig ca. 50% lavere¹²¹.

¹²¹ Se Kilde: Thomson OneBanker Database

Vores lavere forventninger til EBITDA i 2009 er hovedsageligt begrundet med dårligere performance i Nordamerika sammenlignet med i år, tilbagegang for Industriemballage og negativ valutapåvirkning¹²².

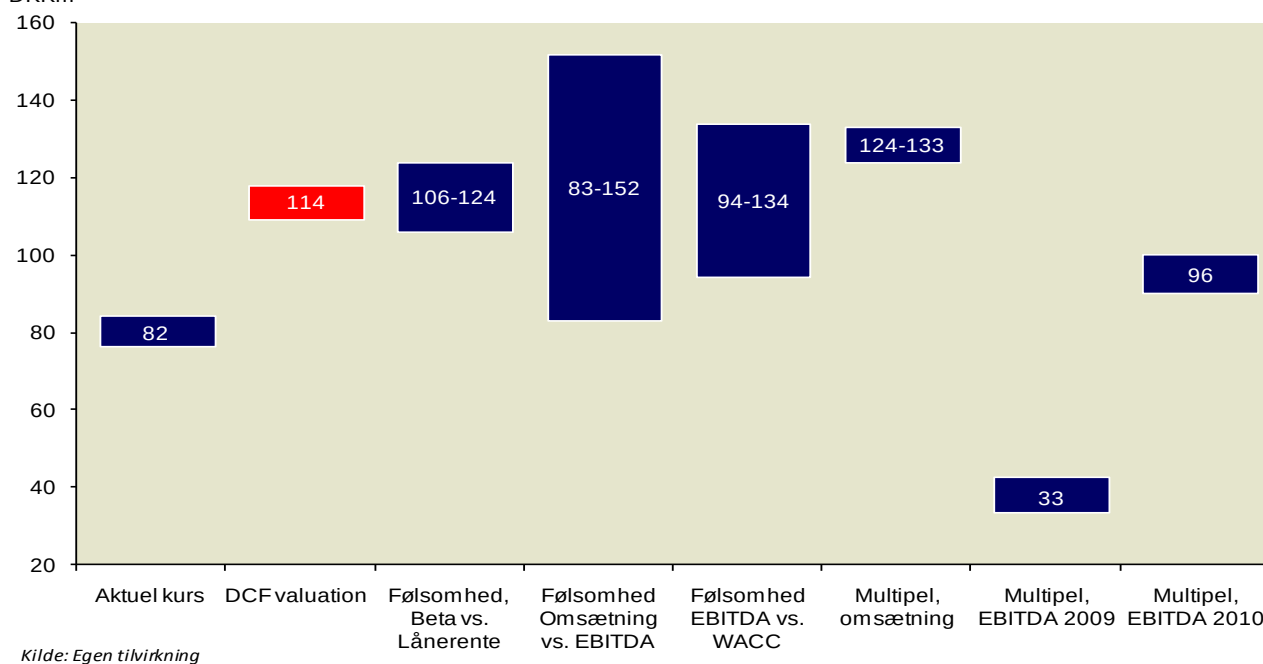
Den strategiske analyse og vores følsomhedsanalyse viste, at Hartmann er særlig følsom overfor ændringer i EBITDA. Dette betyder også, at værdien af selskabet er ekstra følsom overfor estimaterne på EBITDA. Når vi er mere konservative mht. hastigheden af Hartmanns implementeringen af omkostningsminimeringsinitiativerne har dette ikke betydning for omsætningen, men kun for EBITDA. Derfor vil værdien ifølge EBITDA-multiplen også være relativt lavere end ved omsætningsmultiplen.

8.4 Sammenfatning, Værdiintervaller

Som en opsummering på de foregående afsnit præsenterer Figur 8.8 et grafisk overblik over de værdiintervaller der er fremkommet ved vores beregninger. Det fremgår, at alle beregnede værdier, med undtagelse af multiplen EBITDA 2009, giver værdiintervaller over den aktuelle aktiekurs. Dette støtter værdien udledt ved fundamentalanalysen, nemlig kr. 114 pr aktie, svarende til ca. 39% over det aktuelle niveau på kr. 82 pr aktie. Det er bemærkelsesværdigt, at den nedre del af værdiintervallerne befinder sig højere end den aktuelle kurs.

Figur 8.8

DKKm



¹²² Se Budgettering, afsnit 6.

Årsagen til den lave værdi ifølge EBITDA-multiplen i 2009 er, at vores budgetterede EBITDA i 2009 er meget lavt både i forhold til 2008 men også i forhold til de efterfølgende budgetår.

Det samme gør sig gældende ved sammenligning med analytikernes konsensusestimaterne, hvor vores estimat befinder sig ca. 50% lavere¹²³. Da dette giver os et lavere indtjeningsbeløb, der ikke er repræsentativt for vores forventninger til Hartmanns fremtidige performance, er værdiestimatet ikke anvendeligt til sammenligning.

Det er fortsat vores opfattelse, at både vores omsætningsestimater og budgettering af progressio-
nen i turnaround strategien er relativ konservative. Derfor anser vi aktiens downside som meget
begrænset. Omvendt er vi blevet bekræftet i et signifikant upside potentiale for Hartmann aktien i
forhold til det nuværende kursniveau.

Vi fastholder derfor vores fundamentale værdiestimat på kr. 114 pr. aktie.

¹²³ Hovedsageligt pga. lavere forventninger til den Nordamerikanske performance, Industriemballage samt negativ påvirkning fra valutakurserne. Se Budgettering, afsnit 6. for nærmere uddybning af budgetterne.

9.0 Konklusion

Vi indledte afhandlingen med det specifikke spørgsmål ”Hvad er fair værdien af aktierne i Brødrene Hartmanns A/S”.

Spørgsmålet var motiveret af de særlige udfordringer, der er forbundet med værdiansættelse af turnaround-virksomheder. Samtidig fandt vi den nuværende situation på de finansielle markeder meget interessant, idet de fundamentale værdier ikke afspejles i aktiekurserne. Netop disse to aspekter gør sig gældende i forbindelse med værdiansættelse af Brdr. Hartmann.

Analyserne har været centreret omkring to områder; det nuværende strategiske standpunkt, samt forventningerne til den fremtidige forretning. Uden historiske data for det nuværende forretningsgrundlag, var der behov for en stærk kobling mellem de strategiske og økonomiske faktorer. Løsningen blev en integreret kombination af teoretiske modeller og empiriske analyser. I flere tilfælde fandt vi det hensigtsmæssigt, at tilpasse de teoretiske modeller til Hartmanns specifikke situation.

Hartmanns negative situation er vendt af en foreløbig succesfuld implementering af turnaround-strategien. Strategien medfører bl.a. omkostningsminimering, global tilbagetrækning til selskabets hovedmarkeder og fokus på kerneforretningen indenfor støbepapemballage.

Vores analyse viste, at salget af æg ikke er konjunkturfølsomt, hvilket medvirker til stabilitet på Hartmanns primære markeder under kreditkrisen

Den sociokulturelle trend mod en øget forbrugerefterspørgsel på økologiske fødevarer og bæredygtig emballage, understøtter endvidere Hartmanns produktstrategi og miljøvenlige virksomhedsprofil. Denne udvikling tiltrækker øget konkurrence, men åbner samtidig op for nye muligheder på markedet.

Turnaround-situationen er dog ensbetydende med begrænsede strategiske muligheder. En fejlagtig gennemførsel af strategien, vil derfor få fatale følger for Hartmann.

De branchemæssige forhold tegner en meget intens konkurrencesituation. Der er lav forhandlingskraft overfor leverandører og kunder, samtidig med at truslen for substituerende materialer er stor. Hvis branchestrukturerne skal restruktureres, så der kan tjenes overnormal profit, skal Hartmann fokusere på at ændre kundernes opfattelse af emballage som en standardvare. Trenden mod bære-

dygtig emballage, samt detailbutikkernes fokus på at differentiere højværdiprodukter fra discount-produkter, er begge faktorer, der fremmer denne proces.

Analysen af den normaliserede driftsmæssige rentabilitet viste, at Hartmann har underperformet i hele perioden fra år 2004 til 2008, sammenlignet med både primær peer-group og WACC. I år 2008 vendte den negative udvikling og Hartmann realiserede en positiv afkastningsgrad for første gang i analyseperioden.

Forbedringen er drevet af vækst i både overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed i år 2008, hvilket indikerer, at både indtjeningen og udnyttelsen af selskabets aktiver er forbedret. Driverne bag disse forbedringer er bl.a. intern produktionseffektivisering, reorganiseringer og ikke mindst produktfokusering på højværdiemballage.

Fremgangen understreger, at turnaround-strategien har den rette effekt og at timingen har rustet Hartmann til den verserende kreditkrise.

Baseret på de strategiske og økonomiske analyser, er den fremadrettede vurdering af turnaround-strategien, at ledelsen får brug for flere år end planlagt, til at implementere strategien i hele forretningen. Denne vurdering styrkes af Hartmanns historiske tendens til, at underperforme sine egne økonomiske og strategiske forventninger.

Selvom situationen er forbedret og fremtiden tegner lysere, er vores holdning, at de strategiske initiativer skal manifestere sig som kontinuerte økonomiske resultater, før alle forventede effekter af turnaround-strategien medregnes. Budgetteringen er derfor udarbejdet ud fra en 5-årig budgetperiode. Efter denne forventer vi, at turnaround-strategien vil være fuldt implementeret og steady state vil indtræde.

Valget af teori og værdiansættelsesmodel er stærkt influeret af den særlige situation på aktiemarkedet. Vi fandt det nødvendigt, at benytte både fundamentalværdiberegning og markedsværdibaserede metoder. Til fundamentalværdiberegningen benyttede vi DCF modellen Enterprise Kapitalværdimetode og til den markedsværdibaserede beregning benyttede vi trading-multiple. Værdiestimerne, der er fremkommet ved brug af multiple, skal dog tolkes med forbehold grundet Peer-gruppens selskabernes uensartethed.

Vores fundamentalværdiansættelse resulterede i en fair værdi på kr. 114 pr. aktie. Dette svarer til en præmie på ca. 39% i forhold til den nuværende aktiekurs, hvilket signalerer et stort kurspotentiale i Hartmann aktien.

Følsomheden af fundamentalværdien blev testet overfor de vigtigste værdimæssige parametre. De tre følsomhedsanalyser bekræftede resultatet af fundamentalanalysen ved at signalere en minimal downside, men et signifikant upside potentiale sammenlignet med markedskursen.

Multiple analysen viste tydeligt, at Hartmanns niveau for både omsætningsmultiple og EBITDA multiple befinder sig betydelig lavere end selskabets peer-group. På EBITDA handles Hartmann med 31-43% discount i forhold til den primære peer-group. Dette resultat støtter således fundamentalværdien fra DCF-modellen.

Idet fundamentalværdien er fremkommet ved konservativ budgettering, understreger resultaterne af både følsomhedsanalyserne og multiplerne vores tro på kursestimatet. Vi fastholder derfor vores fundamentalværdiestimat.

Fair value af aktierne i Brødrene Hartmann A/S er kr. 114 pr. stk., den 10. juni 2009.

10.0 Perspektivering

Udarbejdelsen af denne afhandling har krævet visse afgrænsninger, der ellers kunne tilføre værdifulde perspektiver til besvarelsen af afhandlingens problemstilling.

Under planlægningen af afhandlingen var det længe en ambition, at udarbejde strategiske scenarier for Hartmanns fremtid. En forudsætning for dette er, at hvert scenarium indeholder en realistisk strategisk udvikling, der skal kunne sammenkædes med økonomiske effekter, budgettering og værdiansættelse.

Som det fremgår af den afhandlingens besvarelse, viste det sig at være en særdeles vanskelig disciplin blot at skabe en reel kobling mellem den nuværende strategiske situation og de økonomiske effekter. Vi begrænsede derfor vores syn på Hartmanns fremtid til det mest realistiske scenarium.

Med videre rammer for kandidatafhandlingen, kunne en markedsræssig og økonomisk simulation af udviklingen i højværdiemballage være et informativt supplement til budgetteringen. Dette skulle sammenholdes med strategiske scenarier for Hartmann, med henblik på en mere veldokumenteret forventet økonomisk udvikling.

En interessant vinkel på de strategiske scenarier er et vækstscenarium på det Nordamerikanske marked, hvor forbrugertrenden mod miljøvenlig højværdiemballage forventes at skabe høje vækstrater. Da Hartmanns eksponering er relativ lille i forhold til markedets størrelse, kan en vækststrategi i Nordamerika være en oplagt afløsning til turnaround-strategien når, denne er færdigimplementeret.

Vedrørende situationen på aktiemarkedet kunne en relevant vinkel være en empirisk test af markedsefficiens og investorernes adfærd. Under økonomiske kriser, som den nuværende, opstår der tvivl om den almindelige antagelse om rationelle investorer.

Under kriser synes investorerne at være styret af panik og flokadfærd, nærmere end rationelle og velovervejede handlinger. Analyser indenfor feltet "Behavioral finance" og imperfektioner på aktiemarkedet ville derfor kunne styrke vores værdiestimat, med henblik på timing-strategier og tidsperspektiver på vores købsanbefaling af Hartmann aktien.

11.0 Litteraturliste

Materiale	År	Forfatter	Udgiver	Internetadresse
Hartmann årsrapport	2004-2008	Bdr. Hartmann	Bdr. Hartmann	www.hartmann.dk/
Corporate Finance, 8 th edition		Brealey / Meyers / Allan	McGraw-Hill company	
Regnskabsanalyse for beslutningstagere, 1. udgave	2005	Christian V. Petersen Thomas Plenborg	Forlaget Thomson	
Valuation	2005	Tim Koller / Marc Goedhart / David Wessels	John Wiley & Sons	
Corporate Finance	2001	Claus Parum	Jurist- og Økonomforbundets Forlag	
Økonomisk metodologi, bind 2	1997	Christian Knudsen	Jurist- og Økonomforbundets forlag	
Modern Portfolio Theory and investment analysis, 6 th edition	2003	Edwin J. Elton / Martin J. Gruber / Stephen J. Brown / William N. Goetzmann	John Wiley & Sons	
Den skindbarlige virkelighed	2003	Ib Andersen	Samfundslitteratur	
Crafting and Executing Strategy, 14 th edi- tion	2005	Arthur A. Thompson Jr. / A. J. Strickland III / John E. Gamble	McGraw-Hill company	
Finansiel Statement Analysis, 8 th edition	2004	John J. Wild / K. R. Sub- ramanyam / Robert F. Hal- sey	McGraw-Hill company	
Skatteret almen del	2008	Dam / Hemmingsen / Graf / Taksøe	Magnus informatik	
Organization Theory	1997	Marry Jo Hatch	Oxford	
Global Stock Markets, compendium	2008	Diverse artikler	Department of International Economics and Management	
Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 4 th edition	2004	Weston / Mitchel / Mulher- ing	Pearson	

12.0 Appendix oversigt

Appendix oversigt	
Alle appendix findes på vedlagte cd-rom	
Appendix nummer	Beskrivelse af indhold
Appendix 1 - Sektor-Peergroup	Beskrivelse af sector-peergroup
Appendix 2 - Forbrug af ÆG i USA	Grunddata for forbrug af æg i USA
Appendix 3 - Krydskurs mellem USA-CAD	Grunddata for beregning af krydskurs ml. amerikanske dollars og canadiske dollars
Appendix 4 - Udvikling i dollarkurs	Grunddata for udviklingen i dollarkurs
Appendix 5 - Udvikling i forbrug af ægtype	Grunddata for forbruget af æg
Appendix 6 - Udvikling i genbrugspapirpriser	Grunddata for genbrugspapirpriser
Appendix 7 - Udvikling i rente, statsobl	Grunddata for renteutviklingen på en statsobl.
Appendix 8 - Leasing Hartmann, Huhtamaki, Pactiv	Grunddata for beregning af leasing for Hartmann, Huhtamaki og Pactiv
Appendix 9 - Huhtamaki reformuleret	Huhtamakis reformulerede resultatopgørelse og balance
Appendix 10 - Pactiv reformuleret	Pactivs reformulerede resultatopgørelse og balance
Appendix 11 - Regression analyse beta	Grunddata og outputdata fra regression på beta
Appendix 12 - Regression analyse ægforbrug - real GDP - rente	Grunddata og outputdata for regression på ægforbrug, real GDP og rente.
Appendix 13 - Hartmann valuationmodel	Opstillet værdiansættelsesmodel