



The miracles of science™



First you add knowledge...

Copenhagen Business School, November 2011
Institut for Regnskab og Revision
Cand.merc.aud.-studiet

**"Hvilke værdiskabende muligheder kan identificeres for DuPont i en
overtagelse af den danske enzym virksomhed Danisco? "**

Forfattere:

Christian Lund

Lars-Emil Fermann

Vejleder: Carsten Kyhnav
Afleveret, fredag d. 11. november 2011

Anslag inkl. mellemrum:	190.619
Figurer: (62 stk. x 800 anslag)	49.600
Anslag i alt:	240.219
Antal sider i alt (2.275/side):	106 sider

Indholdsfortegnelse:

EXECUTIVE SUMMARY	5
DEL 1 – INDLEDNING, PROBLEMFORMULERING OG METODE:	6
1.1 INDLEDNING.....	6
1.2 PROBLEMFORMULERING	7
1.3 AFGRÆNSNING	8
1.4 MODEL- OG METODEVALG	9
1.4.1 Struktur.....	11
1.4.2 Anvendt data	11
1.5 TEORI.....	12
1.5.1 Fusioner og overtagelser (M&A)	12
1.5.2 Den strategiske ramme	13
1.5.2.1 Ressourcer og kapacitet.....	13
1.5.2.2 PESTEL	13
1.5.2.3 Porters Five Forces	14
1.5.2.4 SWOT.....	14
1.5.3 Den finansielle ramme	15
DEL 2: PRÆSENTATION AF DANISCO OG DUPONT	18
2.1 PRÆSENTATION AF DUPONT	18
2.1.1 DuPonts historie.....	18
2.1.2 Organisation og forretningsområder.....	18
2.1.2.1 Agriculture and Nutrition	19
2.1.2.2 Electronics and Communications	20
2.1.2.3 Performance Chemicals.....	20
2.1.2.4 Performance Coatings	20
2.1.2.5 Performance Materials	20
2.1.2.6 Safety and Protection.....	20
2.1.2.7 Other.....	21
2.1.2.8 Opsummering på forretningsområder.....	21
2.1.3 Ledelsesstruktur og ejerskab	21
2.1.4 Strategi og forventninger.....	22
2.1.5 Analyse af ressourcer	22
2.1.5.1 Materielle ressourcer.....	23
2.1.5.2 Immaterielle ressourcer	24
2.1.5.3 Ressourcer	25
2.1.6 Analyse af DuPonts forretningsområder	26
2.2 PRÆSENTATION AF DANISCO	27
2.2.1 Daniscos historie	27
2.2.1.1 År 1997:.....	28
2.2.1.2 År 1999	28
2.2.1.3 År 2004	29
2.2.1.4 År 2005	29
2.2.1.5 År 2007	29
2.2.1.6 År 2008	29
2.2.1.7 År 2009	29
2.2.1.8 År 2011	29
2.2.2 Organisation og forretningsområder.....	30
2.2.2.1 Enablers.....	31
2.2.2.2 Bioactives.....	31
2.2.2.3 Genencor	32
2.2.3 Ledelsesstruktur og ejerskab	32
2.2.4 Strategi og forventninger.....	33
2.2.5 Analyse af ressourcer	34
2.2.5.1 Materielle ressourcer.....	35
2.2.5.2 Immaterielle ressourcer	37
2.2.5.3 Human Resources	38
2.2.5.4 Ressourcer	39
2.2.6 Analyse af Daniscos forretningsområder	40

2.3 DELKONKLUSION	44
DEL 3: ANALYSE AF INDUSTRIEN	46
3.1 PESTEL ANALYSE	46
3.1.1 (P) Politiske forhold	47
3.1.2 (E) Økonomiske forhold	49
3.1.2.1 Rente og Valuta	49
3.1.2.2 Råvarepriser	50
3.1.3 (S) Sociokulturelle forhold	51
3.1.4 (T) Teknologiske forhold	52
3.1.5 (E) Miljømæssige forhold	53
3.1.6 (L) Lovmæssige forhold	53
3.1.6.1 Konkurrencemyndigheder	53
3.1.6.2 Patentlovgivning	54
3.1.7 Nøgle drivere	55
3.1.7.1 Politiske målsætninger for brugen af bioethanol	55
3.1.7.2 Bæredygtige løsninger	55
3.1.7.3 Udvikling i råvarepriser	55
3.1.7.4 Scenarieanalyse	56
3.2 PORTERS FIVE FORCES	57
3.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke	57
3.2.2 Truslen fra nye konkurrenter	58
3.2.3 Kundens forhandlingsstyrke	59
3.2.4 Konkurrence fra substituerende produkter	60
3.2.5 Konkurrenceintensiteten i branchen	61
3.3 KONKURRENTANALYSE	61
3.4 SWOT	64
3.4.1 (S) Styrker	64
3.4.1.1 Investering i forskning og udvikling	64
3.4.1.2 Bred geografisk tilstedeværelse	65
3.4.1.2 Bred produktportefølje	65
3.4.1.3 Omstillingsparat produktion	65
3.4.2 (W) Svagheder	66
3.4.2.1 Udfordringer i driftsdivisionen Sweeteneres	66
3.4.3 (O) Muligheder	66
3.4.3.1 Global tendens med fokus på bæredygtige løsninger	66
3.4.3.2 Muligheder indenfor bioethanol	66
3.4.4 (T) Trusler	67
3.4.4.1 Øget konkurrence	67
3.4.4.2 Stigende råvarepriser	67
3.4.4.3 Regulativer	67
3.5 DELKONKLUSION	67
DEL 4: OPKØBSRATIONALER FOR DUPONT	68
4.1 STRATEGISK RATIONALE	68
4.1.1 Forretningsmæssig synergi	68
4.1.2 Konkurrenceintensitet	70
4.1.3 Udvikling i råvarepriser	71
4.1.4 Lovgivning	72
4.2 FINANSIELLE RATIONALER	72
4.2.1 Regnskabs gennemgang	74
4.2.1.1 Anvendt regnskabspraksis	74
4.2.1.2 Revisionspåtegninger	74
4.2.2 Historisk analyse	75
4.2.2.1 Reformulering af resultatopgørelsen - NOPLAT	76
4.2.2.2 Reformulering af balancen – Invested Capital	77
4.2.3 Rentabilitetsanalyse	79
4.2.4 Budgettering	83
4.2.4.1 Resultatopgørelsen	84
4.2.4.2 Balancen	89
4.2.5 Udvikling i ROIC og NOPLAT	91

4.2.5.1 NOPLAT udvikling.....	92
4.2.5.2 ROIC udvikling	92
4.2.5.3 Free Cash Flow	93
4.2.6 Weighted Average Cost of Capital (WACC)	93
4.2.6.1 Virksomhedens gældsandel.....	95
4.2.6.2 Virksomhedens egenfinansiering	99
4.2.7 Weighted Average Cost of Capital (WACC), udregning	100
4.2.7 Synergi analyse	101
4.2.8 DCF Værdiansættelse.....	104
4.2.9 Følsomhedsanalyse.....	107
4.3 DISKUSSION AF RESULTATERNE	109
4.4 DELKONKLUSION	112
DEL 5: BAG OM OPKØBET.....	114
5.1 FORHOLD DER KAN FORHINDRE ET OPKØB	114
5.1.1 Konkurrencemyndigheder	114
5.1.2 Store aktionærs indsigelser.....	115
5.1.3 Finansiering af overtagelsen.....	116
5.2 ALTERNATIVER.....	117
5.3 IMPLEMENTERINGSPLAN	117
5.3.1 Corporate Governace.....	117
5.3.2 Organisatoriske ændringer	118
5.4 DELKONKLUSION	119
DEL 6: KONKLUSION	121
BILAG	124
REFERENCER.....	127
NOTER	129

Executive Summary

This thesis investigates potential value-enhancing opportunities for E. I. du Pont de Nemours and Company (DuPont) in an acquisition of Danisco A/S, a Danish mid-cap enzyme company.

Danisco has since its foundation in 1989 incorporated a series of strategic initiatives leading to significant changes. Historically Danisco has been a regional manufacturer with sales of homogeneous goods in highly competitive markets. Focus on cost effectiveness and efficiency has enabled competitive advantages.

Since the new CEO Alf Duch-Pedersen introduced and implemented a new strategy in 1997, Danisco has changed strategic focus from being a regional operating retail company, to a global market leader providing innovative, sustainable and bio-based ingredient solutions.

Creating growth, based on sustainable solutions contributing to solve social problems and focus on sustainability, is a mutual strategy of DuPont and Danisco. After DuPont acquired Danisco several value-enhancing opportunities for DuPont were identified.

The findings of strategic and financial analyses served as input for a valuation of Danisco's stand-alone value. We find Danisco's estimated share price to be valued at DKK 534 per share before DuPont's interest in Danisco was publicly disclosed. The estimated share price of Danisco including effect of synergies was valued to DKK 644 per share. Compared to the actual price DuPont paid for Danisco of DKK 700 per Share, the findings show that Dupont acquired Danisco at a discount of 8 % below our estimate.

In our valuation we find it impossible that DuPont can gain more than 4.03 % in cost reduction through the acquisition. DuPont's willingness to pay DKK 700 pr. share underline a strong SELL recommendation to Danisco's shareholders. Though, the estimated value is very sensitive to changes in particularly WACC, NOPLAT and the assumed growth applied in the horizon period.

There are no obvious issues that could prevent the acquisition. We have made an integration plan that should help realize the fully synergy potential.

Del 1 – Indledning, Problemformulering og Metode:

1.1 Indledning

Strategiske regnskabs analyser og værdiansættelser er et ofte valgt kandidatafhandlingsemne, på trods af det faktum at værdiansættelse ikke er en eksakt videnskab, men snarere et spørgsmål om analytikernes fokus og prioritering.

Netop virksomhedsvalget, Danisco A/S (Danisco), gør emnet særlig interessant. Vores analytiske resultat vil kunne sammenlignes med den faktiske salgspris pr. Aktie, der blev accepteret af Daniscos aktionærer i Maj 2011 på et bud fra Amerikanske E. I. du Pont de Nemours and Company (DuPont).

Antallet af danske virksomheder, der bliver opkøbt af udenlandske koncerner, har været jævnt stigende de sidste 10 år. Et af danmarkshistoriens største opkøb fandt sted i 2002 da Microsoft opkøbte Navision for mDKK 11.000¹. Senere har mange andre fulgt, blandt andet tyske Siemens opkøb af Bonus Energy A/S, Danahers opkøb af Radiometer, Grontmij's opkøb af Carl Bro og senest DuPonts opkøb af Danisco.

Virksomhederne har efter opkøbene haft langt nemmere adgang til ny kapital, nye markeder. Som en afledt effekt heraf har antallet af medarbejdere også været stigende².

I 1980'erne begyndte Danisco at fokusere på kernekompetencer frem for den brede forretningsprofil, da denne ikke tilføjede nok værdi. De seneste 20 år har Danisco derfor udviklet sig fra en produktions virksomhed til en innovations virksomhed.

Der er i langt højere grad kommet fokus på strategierne, og forretningsdivisioner der ikke passer heri er afviklet eller solgt fra. Senest er divisionerne sukker og spiritus blevet solgt fra og bioselskabet Genencor er opkøbt.

Mergers and acquisitions (M&A) ses i finansverdenen ofte som et strategisk redskab, der har vist sig at være et effektivt redskab til erobringen af værdiskabende muligheder.

Igennem vores afhandling vil vi have vores fokus på de af DuPonts value drivers, der passer på Daniscos forretningsområde.

1.2 Problemformulering

Afhandlingen har det overordnede mål at demonstrere den potentielle værdiskabelse for DuPont i et opkøb af den danske enzym virksomhed Danisco. For at argumentere for vores resultater, vil vi udvikle og formulere en strategisk og en finansiell analyse. Analysen vil sætte os i stand til at afklare og ikke mindst få mulighed for at fremlægge DuPonts værdiskabende muligheder ved et opkøb for investor.

Konkretiseret er det vores ambition at besvare spørgsmålet om DuPonts strategiske og økonomiske rationale for at erhverve Danisco.

Problemformulering er derfor formuleret som:

"Hvilke værdiskabende muligheder kan identificeres for DuPont i en overtagelse af den danske enzym virksomhed Danisco? "

For at specificere problemformuleringen, har vi udarbejdet en række underspørgsmål, der vil fungere som overordnet struktur i den foretagne analyse.

Hvilke interessante forretningsdivisioner indeholder Danisco for DuPont?

I forbindelse med besvarelsen af dette spørgsmål, vil både DuPonts og Danisco forretningsdivisioner blive analyseret og beskrevet, og en konklusion af fælles træk og fremtidige muligheder vil blive klarlagt.

Hvad er de vigtigste value drivers og hvad er enzymindustriens konkurrencemæssige intensitet?

Dette spørgsmål er baseret på makroøkonomiske faktorer, sammen med en generel analyse af enzymindustrien. Denne gennemgang vil sikre at Daniscos væsentligste påvirkninger i branchen bliver betragtet.

Hvilke strategiske og finansielle transaktioner er gældende for en overtagelse af Danisco?

De vigtigste strategiske argumenter for en overtagelse vil blive fremhævet. Endvidere vil den finansielle analyse fremhæve, hvilke value drivere, der skal fokuseres på, således den indre værdi og synergieffekterne af Danisco i forhold til DuPont kan beregnes.

Hvilke spørgsmål kan forhindre opkøbet?

Først når de værdiskabende muligheder er blevet klargjort, vil vi være i stand til se, hvilke faktorer der kan forhindre opkøbet.

Hvordan integreres Danisco i DuPont efter et vellykket opkøb?

Afhandlingen vil blive udvidet med en implementeringsplan som følge af opkøbet. Planen skal indeholde forslag til de første strategiske beslutninger efter overtagelsen.

1.3 Afgrænsning

Før vi introducerer læseren til det samlede metodeafsnit, vil vi udtrykke hvilke områder og emner vi har afgrænset specialet fra med henblik på at opnå forventningsafstemning til opgavelæseren.

Afhandlingen beskæftiger sig med et opkøbsscenario, hvor den finansielle analyse skal specificere en teoretisk værdi for Daniscos aktier. Denne værdi vil så kunne sammenlignes med den normale handels kurs og den pris DuPont rent faktisk gav for aktierne.

Da specialet ikke er skrevet på én enkelt dag, har det været nødvendigt at fastsætte en skæringsdato, der afgrænser efterfølgende informationer. Skæringsdatoen skal sikre et fodfæste for vores værdiansættelse og andre markedsfølsomme data. Datoen er blevet valgt til at være d. 16. maj 2011, det er datoen, hvor DuPont har sikret sig 92,6 % af aktierne i Danisco og dermed gennemfører opkøbet.

Der er i afhandlingen ikke brugt tilgængelig viden efter skæringsdatoen, hvorfor den seneste årsrapport, der er benyttet, er for regnskabsåret 2009/2010.

Specialet er skrevet uafhængigt af Danisco og DuPont, hvilket betyder, at der ikke er benyttet internt materiale fra nogen af selskaberne. Kun offentlige tilgængelige oplysninger er blevet anvendt.

M & A er en meget kompleks proces. Bortset fra de strategiske og finansielle dele er der også mange juridiske spørgsmål, der skal vurderes. De juridiske aspekter bliver i afhandlingen kun overordnet beskrevet, da disse ligger ud over rammerne i den opsatte problemformulering.

De relevante teorier, der anvendes i specialet, vil blive gennemgået i metode afsnittet. Det antages dog at læseren har en generel finansiell viden. Det er vores ambition først at redegøre for den anvendte teori og derefter at lave en dybdegående analyse af de i problemformulering nævnte problematikker.

Virkningerne af den finansielle krise tages i betragtning, hvor det er relevant, men en grundig analyse heraf vil ligge uden for de opsatte rammer i problemformuleringen, hvorfor den ikke særskilt vil blive udført.

1.4 Model- og Metodevalg

Hovedformålet med afhandlingen er at få tilstrækkelig indsigt i de to selskaber for at kunne beregne de værdiskabende muligheder for DuPont ved et opkøb af Danisco. Det er derfor altafgørende, at den opstillede analyse er baseret på en metode, hvori problemformuleringen kan blive analyseret korrekt.

Overordnet set vil afhandlingen gå fra en detaljeorienteret analyse af de to virksomheder DuPont og Danisco til en analyse af enzymindustrien og dennes dynamik. Metodeafsnittets formål er at sikre en fremgangsmåde hvorpå identificeringen af vigtige strategiske og økonomiske rationaler for DuPont ved en overtagelse af Danisco klarlægges.

Mere specifikt om afhandlingen, kan siges at den er opbygget ud fra seks overordnede dele, hvorigennem opkøbet analyseres.

Del 1 er dette indledende afsnit hvor rammerne for afhandlingen fastsættes.

Del 2 beskriver de to virksomheders organisation, struktur, ledelse, ressourcer og forretningsområder.

Del 3 er en analyse af industrien, hvor først de makroøkonomiske faktorer i PESTEL modellen bliver gennemgået, dernæst bliver markedet, konkurrence intensiteten og de forskellige interessentgrupper i Porters Five Forces modellen analyseret.

Herefter bliver **Del 2** og **Del 3** afrundet og konkluderet gennem en SWOT analyse.

Kombinationen af selskabsspecifik viden og branche kendskab vil gøre os, som analytikere, i stand til at påpege de mest kritiske, strategiske og økonomiske rationaler ved overtagelsen. Den strategiske del af **Del 4** af afhandlingen vil beskæftige sig med dette.

Del 4 vil yderligere belyse den finansielle del og give en uddybende beskrivelse af de værdiskabende muligheder DuPont vil have ved en overtagelse af Danisco. Yderligere vil **Del 4** give et estimat af Daniscos indre værdi og en drøftelse af de problemer, som kan opstå i forbindelse med et opkøb. Dette gøres ud fra både DCF-modellen, EVA-modellen samt beregninger og diskussioner af de estimerede synergier.

Del 5 er et beskrivende afsnit af de faktorer, der kan forhindre opkøbet, samt en gennemgang af de områder ledelsen særligt skal have fokus i forbindelse med en overtagelse.

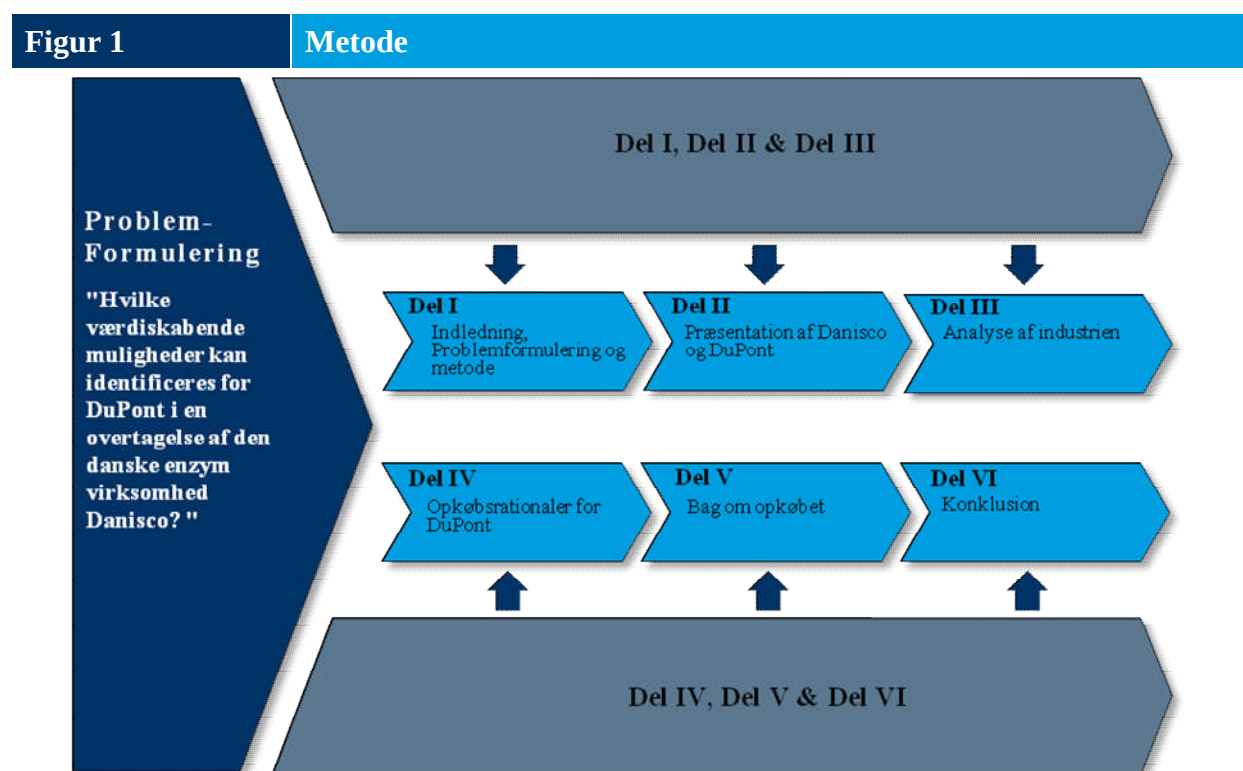
Del 6 vil være en kortfattet konklusion, der følger op på alle de rejste spørgsmål fra problemformuleringen.

Alt i alt har det været vores ambition at designe en metode, der er i stand til at nedbryde problemformuleringen på en struktureret måde.

1.4.1 Struktur

For at kunne vurdere en dynamisk industri, med skiftende variabler, produkter og markeder kræves et godt overblik. Formålet med dette afsnit er derfor at give den tidligere beskrevne metode en klar og logisk struktur.

Sagt på en anden måde, kan strukturen ses som en grafisk gengivelse af metoden, og som den røde tråd i vores afhandling. Afhandlingen er overordnet opdelt i seks dele, der alle yderligere er opdelt i kapitler og afsnit. Indholdet af delene er grafisk illustreret i nedenstående figur:



Figur 1 – Egen tilvirkning

1.4.2 Anvendt data

For at øge gyldigheden og pålideligheden i vores analyser har vi valgt at benytte os af data fra forskellige kilder. De benyttede data, der har været anvendt på virksomhederne og branchen stammer hovedsageligt fra primær data i form af officielle årsrapporter, aktiekurser og ledelsesudmeldinger. Ligeledes vil sekundære kilder som markedsrapporter, rapporter fra anerkendte investeringsbanker samt de officielle tilbudsdokumenter blive benyttet.

Det har igennem anvendelsen af data været vores ambition at disse også skulle afspejle den opsatte metode og struktur. Igennem de tidligere omtalte seks dele af opgaven vil vi benytte forskellige kilder, dette vil øge specialets validitet.

1.5 Teori

Den anvendte teori i opgaven er grundlaget i vores analyser, og skal samtidig være værktøjet til at nedbryde problemformulerings forskellige problematikker. For at give et struktureret overblik over den anvendte teori, kommer der i dette kapitel tre underordnede afsnit om de anvendte teorier.

Det første afsnit omhandler vækstmuligheder ved fusioner og overtagelser (M&A) i almindelighed. Dette afsnit kan samtidig ses som det overordnede tema i afhandlingen. **Det andet** afsnit introducerer de teoretiske rammer på et strategisk niveau, og til sidst **det tredje** afsnit der fokuserer på den finansielle plans rammer.

1.5.1 Fusioner og overtagelser (M&A)

Kort fortalt, kan M&A forklares ud fra de handlinger, der er forbundet ved at kombinere to virksomheders aktiver og drift til én juridisk enhed (fusion) eller ved at overføre disse aktiviteter til et andet selskab (overtagelse).

M&A har været et meget anvendt strategisk værktøj til ekspansion og som et alternativ til intern og organisk vækst. Der er ikke en M&A, der er ens, og der er langt fra garanti for succes.

Den generelle tendens i M&A er uden dog uden tvivl positiv³. Lokalt i Danmark er niveauet for virksomhedsovertagelser jævnt, men på den internationale scene på tværs af landegrænserne ser vi igen en markant stigning efter en jævn til stagnerende periode efter rekordniveauet i 2007.

Selvom M&A er meget udbredt og hurtigt kan give målbar vækst, produktporteføljer, effektivisering eller viden. Der er en enorm empirisk forskning om, hvorvidt og i hvilken grad

M&A rent faktisk skaber værdi for aktionærerne, eller ej. En teoretisk diskussion af dette er alene en afhandling værdig, hvorfor det ikke vil blive diskuteret.

Alt afhængig af virksomhedstyper er der forskellige motivationsfaktorer for M&A. Den mest grundlæggende motivation er udvidelsen af virksomhedens størrelse, der generelt højner muligheden for synergieffekter. I produktionsvirksomheder vil virksomheder kunne opnå Economies of Scale⁴. I andre virksomheder sker fusionen af andre årsager f.eks. for at få adgang til viden, kunder eller nye markeder.

1.5.2 Den strategiske ramme

Det primære formål med den strategiske analyse er at vurdere forhold, der kan påvirke DuPont internt og eksternt ved et opkøb af Danisco. Denne strategiske ramme er valgt for at få indblik i de tre identificerede lag; virksomheds-, makro- og industri- niveau.

1.5.2.1 Ressourcer og kapacitet⁵

For at opnå indsigt i DuPont og Danisco på virksomhedsniveau, ønsker vi et billede af virksomhedernes ikke-finansielle værdidrivere. Det kan være meget vanskeligt for den eksterne analytiker, men vi vil alligevel prøve at indkredse de mest centrale materielle, immaterielle og menneskelige ressourcer med henblik på en værdidriveranalyse.

Analysen skal beskrive virksomhedernes besiddelser af ressourcer, og hvordan en kombination af disse vil udvikle deres respektive hovedkapaciteter.

1.5.2.2 PESTEL

PESTEL modellen er et stærkt strategisk værktøj til at analysere en bred vifte af de makroøkonomiske faktorer, der kan påvirke virksomhedens drift. PESTEL modellen indeholder seks kategoriserede faktorer; Politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og juridiske.

Med ovennævnte faktorer in mente er vi i stand til at forstå, hvordan branchen påvirker virksomheden. Det er dog endnu vigtigere at forstå, hvordan disse faktorer påvirker virksomheden på lang sigt.

Alt andet end lige er det derfor vigtigt som analytiker at være i stand til at forudsige udviklingen inden for disse faktorer i fremtiden, da dette vil gøre virksomhedens beslutningssituation bedre.

Vi ser PESTEL modellen som et effektivt redskab til at udforme en oversigt over variabler, der skal tages hensyn til ved strategiudviklingen for opkøbsscenarioet.

1.5.2.3 Porters Five Forces⁶

Michael Porters model, Porters Five Forces, tager de fem faktorer, der har indflydelse på den interne rivalisering i en branche i betragtning. De fem kræfter modellen analyserer er; Leverandørernes forhandlingsstyrke, truslen fra nye konkurrenter, kundens forhandlingsstyrke, konkurrence fra substituerende produkter samt konkurrenceintensiteten i branchen.

Modellen anvendes især til at skabe overblik over konkurrencesituation i en branche. Modellen kritiseres ofte for at være for statisk, idet den tager ringe højde for, at markeder og konkurrencen kan ændre sig fra dag til dag. Imidlertid er modellen stadig et af de bedste værktøjer til at få indsigt i, hvordan en branche fungerer og hvilke faktorer, der gør sig gældende i udformningen af konkurrencen.

Med denne ramme er vi i stand til at skitsere et statisk billede af de konkurrencemæssige kræfter i industrien.

1.5.2.4 SWOT

Det er vores hensigt at bruge SWOT modellen som en opsamlende konklusions model. Nærmere specificeret: Virksomhedens interne styrker og svagheder samt virksomhedens eksterne muligheder og trusler.

Dette giver et godt oversigtsbillede over organisationernes aktuelle konkurrencemæssige position og strategiske handlingsmuligheder. Dette giver et godt fundament til Del 4 i opgaven, hvor de strategiske rationaler opsummeres, og danner grundlag for den finansielle analyse og værdiansættelse.

1.5.3 Den finansielle ramme

Det vigtigste i vores finansielle analyse er at vurdere værdien på vores opsatte "target" Danisco og at vurdere, hvilken synergi en overtagelse kan opnå. Udover at beskrive og identificere de væsentligste drivkræfter for en virksomheds værdi, vil dette afsnit også fokusere på de væsentligste teoretiske byggeklodser, der ligger til grund for udregningen af disse værdier.

Generelt er der et bredt spektrum af modeller, der kan anvendes og hver af disse har sine fordele og ulemper. Vi har besluttet at gøre brug af den velkendte virksomhedens tilbagediskonterede Cash Flow model (DCF) og den diskonterede økonomisk gevinst model (Economic Value Added).

Den væsentligste årsag til anvendelsen af begge modeller er at de supplerer hinanden godt. Begge modeller giver det samme resultat, hvis de anvendes korrekt, hvorfor de også fungerer som en kontrol. DCF modellen, som er praktikernes foretrukne, bygger udelukkende på pengestrømmene i selskabet snarere end på den regnskabsbaserede indtjening.

Den tilbagediskonterede økonomiske profit model (EVA) vinder sin popularitet på grund af sit fokus og nære relation til de økonomiske teorier og den konkurrencedygtige strategi. Modellen fremhæver udtrykkeligt, når en virksomhed skaber værdi ($ROIC > WACC$) og hvordan dens finansielle resultater forventes at ændre sig over tid.

DCF modellen har sine svagheder ved kun at analysere en virksomhed baseret på dens evne til at generere frit Cash Flow (FCF), og giver ikke den store indsigt i virksomhedens faktiske resultat. Et fald i FCF kan signalere to ting, virksomheden kan have haft et generelt dårligt resultat, eller det kan betyde at virksomheden har foretaget langsigtede investeringer.

Det er netop derfor den økonomiske profitmodel supplerer DCF modellen rigtig godt, da denne understreger, hvordan og hvornår en virksomhed skaber værdi. Mere specifikt kan det siges at den fokuserer på, hvorvidt selskabet er i stand til at tjene til ejernes afkastkrav.

Kort sagt, viser både DCF modellen og den økonomiske profit model, de diskonterede fremtidige Cash Flow ved anvendelse af WACC'en. Dette er vist nedenfor:

Ligning 1

Diskontering

$$PV = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}$$

FCF = NOPLAT – net investment

Economic profit = Invested capital * (ROIC – WACC)

Ligning 1 – Baseret på “Valuation - Measuring and managing the value of companies” by McKinsey & Company

Forskellen kommer i måden hvorpå Cash Flow beregnes, hvor FCF er det frie Cash Flow efter skat, der er til rådighed for både bankerne og aktionærerne. Modellen er dermed uafhængig af gældstrukturen i virksomheden.

Den økonomiske profitmodel fokuserer på spændet mellem afkastet på den investerede kapital og kapitalomkostninger ganget med den investerede kapital.

Ved hjælp af en afledt version af Gordons vækstmodel, den såkaldte værdi driver formel, beregner vi den fortsatte værdi (CV) for de ovenfor beskrevne modeller DCF og EVA. Dette er gjort for at forbinde Cash Flowet direkte til væksten og afkastet af den investerede kapital (ROIC)

Ligning 2

DCF

$$DCF: CV = \frac{NOPLAT_{t+1} (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g}$$

Ligning 2 – Baseret på “Valuation - Measuring and managing the value of companies” by McKinsey & Company

Ligning 3

Economic profit

$$Economic\ profit: CV = \frac{Economic\ profit_{t+1}}{WACC} + \frac{NOPLAT_{t+1} \left(\frac{g}{ROIC} \right) (ROIC - WACC)}{WACC(WACC - g)}$$

Ligning 3 – Baseret på “Valuation - Measuring and managing the value of companies” by McKinsey & Company

Efter at have beregnet nutidsværdien af FCF og den økonomiske profit og deres respektive fortsatte værdier, er vi i stand til at beregne en stand-alone værdi for Danisco. Stand-alone

værdien tillægges de estimerede synergieffekter, hvorefter Daniscos værdi for DuPont kan fastlægges.

Del 2: Præsentation af Danisco og DuPont

2.1 Præsentation af DuPont

2.1.1 DuPonts historie

DuPont er en virksomhed, der er over 200 år gammel med hovedsæde i USA. DuPont har indenfor de seneste 100 år specialiseret sig inden for kemikalier, materiale og energi. DuPont er i dag en vidensvirksomhed, der har fokus på at skabe bæredygtige produkter og ydelser indenfor sine forretningsområder.

DuPont har stort fokus på bæredygtighed, og vil med forskningsdrevne innovative produkter øge produktionen af fødevarer, mindske afhængigheden af fossile brændstoffer og beskytte miljøet mod overlast. Selskabets bæredygtige produkter skal bidrage til, at verdensbefolkningen kan få et bedre, sundere og mere sikkert liv.

I dag har virksomheden en signifikant størrelse med over 60.000 medarbejdere fordelt i ca. 90 lande i hele verden. I Danmark har DuPont et salgskontor, et distributionscenter og har produktion via et joint venture med Solae i Århus.

Status for DuPonts koncernregnskab efter regnskabsåret for 2010:

- | | |
|-----------------------------|---------------------|
| • Koncernomsætning: | USD 31,5 milliarder |
| • EBIT: | USD 4,2 milliarder |
| • Koncernresultat: | USD 3,0 milliarder |
| • Omsætningsvækst 2009-2010 | 21 % |

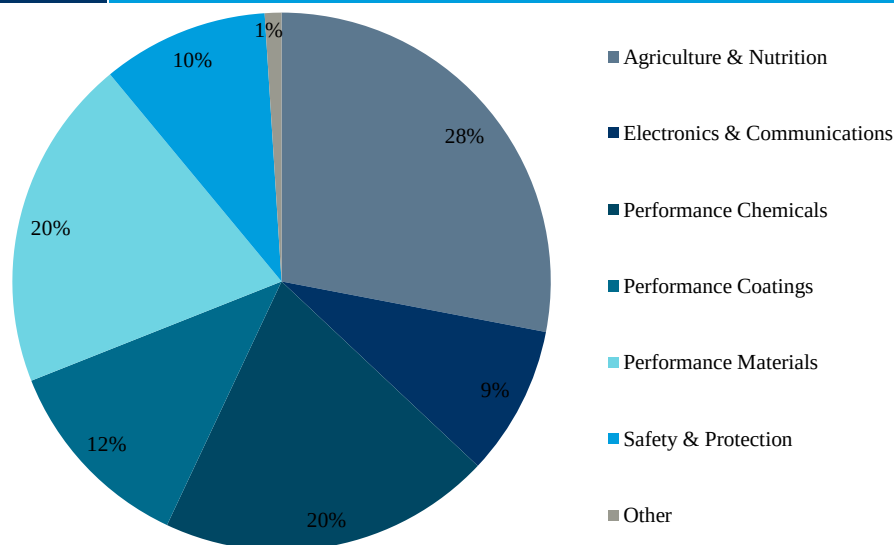
2.1.2 Organisation og forretningsområder

DuPonts hovedsæde er i Wilmington i USA og driver som nævnt virksomhed i over 90 lande. Med over 75 forsknings- og udviklingscentre fordelt på 12 lande rundt i verden er DuPont vel geografisk repræsenteret⁷.

DuPont består af 13 forretningsområder, der er samlet i 7 rapporteringssegmenter. Som nævnt var omsætningen på mUSD 31.500 i 2010. Segmenterne og fordelingen baseret på omsætning præsenteres nedenfor:

Figur 2

DuPonts segmenter og fordeling af omsætning i 2010



Figur 2 – Kilde: DuPont annual review 2010

DuPonts segmenter vil følgende beskrives kort. Formålet med beskrivelsen er at fremhæve de forretningsområder, der har lighed med Daniscos forretningsområder for at klarlægge DuPonts strategiske rationaler i forbindelse med budet på Danisco.

2.1.2.1 Agriculture and Nutrition

Agriculture and Nutrition sælger produkter, der kan forbedre mængden, kvaliteten og sundheden af den globale fødevarerforsyning. Segmentet sælger en portefølje af produkter og services som er målrettet mod landbrug og ernæring. Segmentet opererer indenfor hele fødevareværdikæden fra input til produktion af landbrugsprodukter til global produktion og distribution af soja-baserede produkter.

Det største brand indenfor segmentet er "Pioneer", hvis funktion er at forbedre landmandens udbytte og yde en effektiv plante- og insektbeskyttelse.

Der vurderes indenfor nævnte forretningsområde at være direkte synergier til Danisco. Daniscos styrke indenfor enzymer vil bidrage til DuPonts styrke indenfor forarbejdning af biomasse.

Kombinationen af Daniscos og DuPonts ekspertise vil sikre en integreret viden, der på tværs af alle trin i værdikæden, vil medføre et godt fundament til at skabe en kommende generation af

omkostningseffektive biobrændstoffer. Derudover vil DuPont på tværs af hele sin organisation anvende Daniscos ekspertise indenfor omkostningsminimering af energiforbrug ved produktion.

2.1.2.2 Electronics and Communications

Electronics and Communication er leverandør af materialer og systemer til solceller, forbrugerelektronik, displays og avancerede printmuligheder, der giver overlegen ydelse og lavere samlede omkostninger for kunderne. Segmentet bliver ikke yderligere beskrevet da relationen til Daniscos forretning vurderes ikke eksisterende.

2.1.2.3 Performance Chemicals

Performance Chemicals leverer industrielle kemikalieprodukter til markeder indenfor plast og belægninger, tekstiler, minesektor, papir og sundhedspleje. Segmentet sælger derudover kølemidler, smøremidler, opløsningsmidler etc. Segmentet bliver ikke yderligere beskrevet da relationen til Daniscos forretning vurderes ikke eksisterende.

2.1.2.4 Performance Coatings

Performance Coatings leverer flydende pulver coatings til producenter af motorer. Segmentet bliver ikke yderligere beskrevet da relationen til Daniscos forretning vurderes ikke eksisterende.

2.1.2.5 Performance Materials

Performance Materials primære kunder er indenfor automobilindustrien, olie, byggeri etc. Segmentet leverer polymer-baserede materialer som anvendes til at fremstille komponenter til mekaniske, kemiske og elektriske systemer. Segmentet bliver ikke yderligere beskrevet da relationen til Daniscos forretning vurderes ikke eksisterende.

2.1.2.6 Safety and Protection

Safety and Protection leverer bl.a. produkter som kevlar, der anvendes til skudsikre veste, brandsikkert udstyr til brandmænd etc. Derudover har segmentet fokus på produkter indenfor byggeindustrien med levering af produkter til byggeindustrien, der kan reducere omkostninger og skabe bæredygtige løsninger. Segmentet bliver ikke yderligere beskrevet da relationen til Daniscos forretning vurderes ikke eksisterende.

2.1.2.7 Other

Other segmentet udgør under 1 % af den totale omsætning i DuPont. I Other segmentet er bl.a. placeret Applied BioSciences, hvor DuPonts joint venture med Danisco, "DuPont Danisco Cellulosic Ethanol LLC (DDCE)" er placeret (se kapitel 2.2.1.6 År 2008).

Fælles for "Other" segmentet er at aktiviteterne omhandler vækstprojekter på tværs af DuPont. Projekter der skal udmunde i produkter, der kan få del i det lukrative marked for industrielle enzymer.

2.1.2.8 Opsummering på forretningsområder

Som det fremgår af ovenstående er der en række af DuPonts forretningsområder, der ikke matcher Daniscos forretningsområder, og dermed er der ingen umiddelbar synergieffekt at hente for DuPont ved opkøb af Danisco. Det er kun forretningsområdet Agriculture and Nutrition, hvor der er analyseret direkte synergieffekter mellem DuPont og Danisco.

Det strategiske rationale for DuPont gennemgås senere i afhandlingen. Ovenstående afsnit har identificeret de forretningsområder, hvor det vurderes sandsynligt, at der kan opnås synergieffekter mellem de to selskaber.

2.1.3 Ledelsesstruktur og ejerskab

DuPonts aktier er optaget til handel og officiel notering på New York Stock Exchange. Derudover handles DuPonts aktier på børsen i Frankfurt, Düsseldorf, Paris, London og Buenos Aires.

DuPonts markedsværdi udgør mUSD 44.622 pr. 19. januar 2011 med ca. 913 mio. udestående ordinære aktier, eksklusiv 87 mio. egne aktier. BlackRock gruppen er den største aktionær og ejer lige under 6 % af aktiekapitalen i DuPont pr. 30. september 2010.

Der er ikke oplysninger om andre aktionærer, der ejer mere end 5 % af aktiekapitalen i DuPont.

Direktionen har ansvaret for at gennemføre den af bestyrelsen godkendte strategi og agere ud fra de retningslinjer fastsat af bestyrelsen. Der er andre selskabsretlige love i USA, hvor det er

tilladt og meget almindeligt at bestyrelsesformanden også er direktør i virksomheden. DuPonts bestyrelsesformand og direktør er Ellen J. Kullman.

2.1.4 Strategi og forventninger

Det er DuPonts vision at være verdens mest dynamiske vidensselskab, som skaber væsentlige bæredygtige løsninger, der sikrer at verdens befolkning får et bedre, mere sikkert og sundere liv. DuPont fokuserer på at skabe værdi for aktionærerne og værdi for samfundet, samtidig med at det reducerer sin miljøpåvirkning på langt sigt⁸.

DuPonts vækststrategi er at anvende videnskabelige løsninger til at løse fire grundlæggende globale trends⁹:

- Stigende fødevareproduktion
- Mindske afhængigheden af fossile brændstoffer
- Beskytte mennesket og miljøet
- Vækst i nye markeder

Som det fremgår af DuPonts strategi, har selskabet fokus (ligesom Danisco) på globale samfundsmæssige udfordringer, og vil målrettet tilbyde produkter, der kan bidrage til løsningen af de nævnte globale udfordringer. Selskabet har i mange år fokuseret på bæredygtighed og udvidelse heraf.

Virksomhedens vækst skal drives af mere sikre og miljøforbedrende nye produkter til de vigtigste globale markeder. DuPont har en langsigtet finansiell ambition (2010 – 2015) om en omsætningsvækst pr. år på 7 %¹⁰.

2.1.5 Analyse af ressourcer

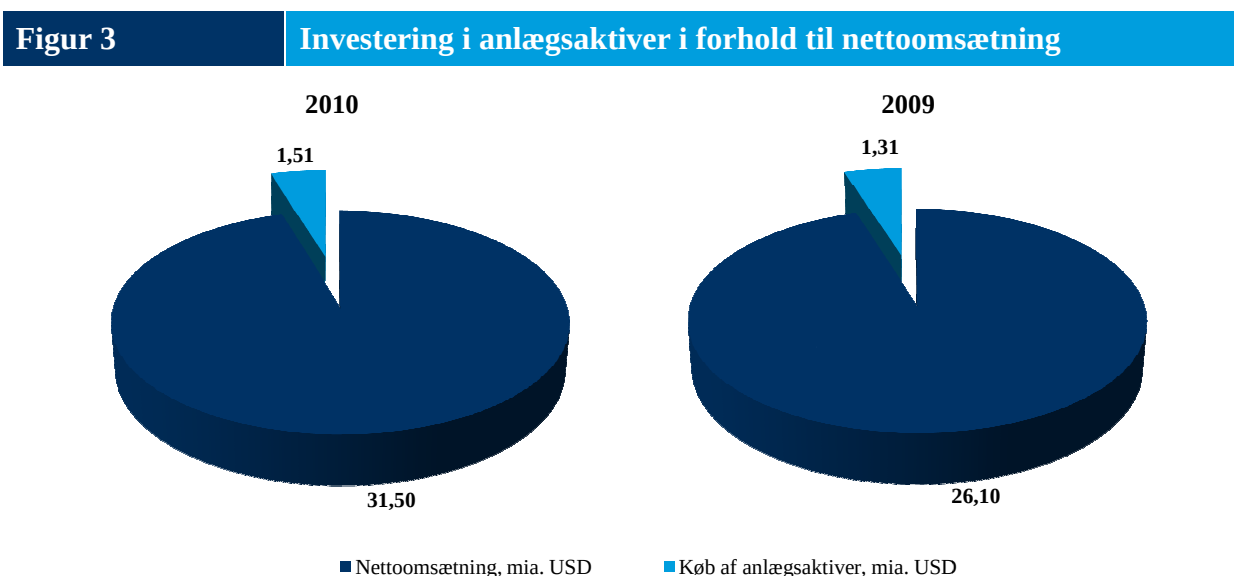
Der vil følgende kort analyseres på de indre forhold i DuPont. Analysen vil indkredse centrale materielle, immaterielle og menneskelige ressourcer for at fastslå, hvilke ressourcer DuPont råder over som medfører en konkurrencemæssig fordel.

2.1.5.1 Materielle ressourcer

En samlet omsætning på mUSD 31.500 i 2010 vidner om en virksomhed af en signifikant størrelse, og der skal et stort produktionsapparat til for at realisere en omsætning i den størrelsesorden. Som udviklings og produktionsvirksomhed er den mest fremtrædende materielle ressource selskabets produktionsfaciliteter, der er forudsætning for produktion og levering af DuPonts produktportefølje.

DuPont er som helhed en global virksomhed, og er gennem sine forretningsområder bredt repræsenteret i hele verden. Det varierer dog hvordan DuPont geografisk er repræsenteret indenfor de forskellige forretningssegmenter. DuPonts forskelligartede forretningssegmenter, gør det vanskeligt at dele deres produktionsfaciliteter på tværs af organisationen. Dog skal det pointeres, at DuPonts enkelte forretningssegmenter er af sådanne størrelser, at den fornødne fleksibilitet i produktionen er tilstede.

DuPont skaber sin vækst ved udvikling af innovative produkter. Selskabet er vel vidende om at investering i forskning og udvikling ligeledes kræver investeringer i nye produktionsfaciliteter, der kan producere de fremtidige produkter.



Figur 3 – Kilde: DuPont årsrapport 2010

Som det fremgår af ovenstående har DuPonts investeringer i materielle anlægsaktiver været på mUSD 1.510 i 2010 mod mUSD 1.310 i 2009. Dette svarer til 5 % af nettoomsætning i både 2010 og 2009, hvilket er på niveau som Danisco.

DuPonts fokus på investering i produktionsfaciliteter er en forudsætning for fremtidig vækst. Det vurderes at dette fokus, sammenholdt med DuPonts størrelse som virksomhed, og dens brede geografiske tilstedeværelse er med til at skabe det fornødne fundament for et solidt grundlag, der kan underbygge fremtidig vækst.

2.1.5.2 Immaterielle ressourcer

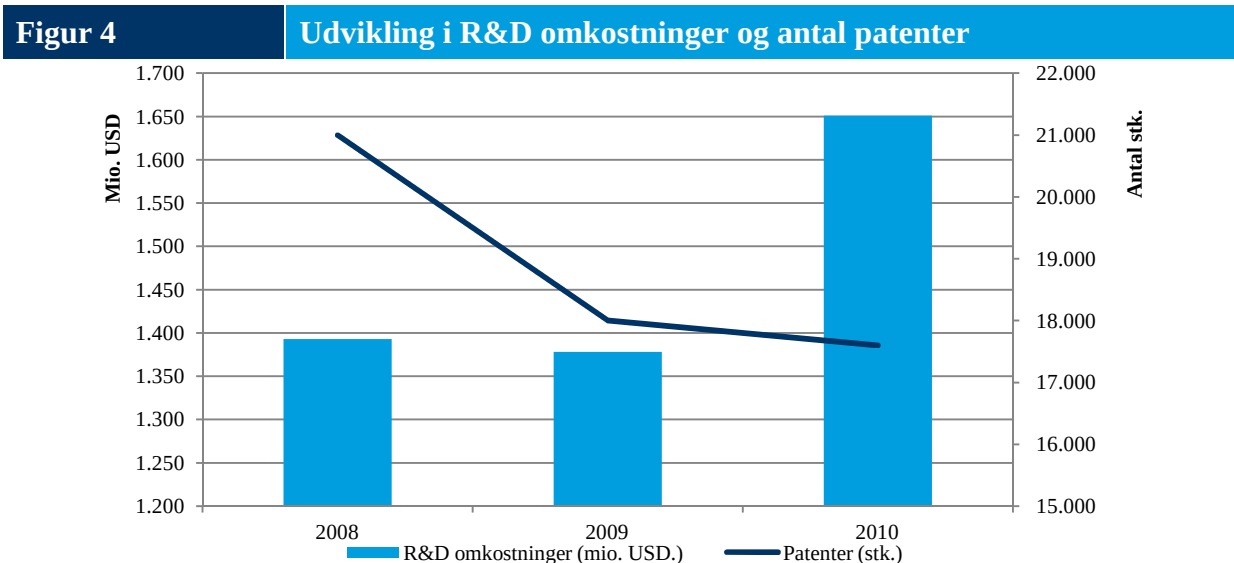
DuPonts immaterielle ressourcer er et centralt element og der investeres betydeligt i forskning og udvikling. Forskning og udviklingsomkostningerne har i årene 2008-2010 udgjort 5 % af den samlede omsætning¹¹.

DuPont vil skabe en konkurrencemæssig fordel ved at udvikle løsninger, der imødekommer markedets stigende efterspørgsel efter produkter indenfor øget fødevareproduktion, mindske afhængigheden af fossile brændstoffer etc.

DuPont vil bl.a. sikre sig denne konkurrencemæssige fordel ved at investere i egne udviklingsafdelinger, men også via opkøb af virksomheder, der kan bidrage med knowhow og eksisterende løsninger, der komplementerer DuPonts ekspertiser. Det er denne strategi, der fører til interessen for Danisco.

DuPont beskytter sine produktrettigheder via patentlovgivning. Forskning og udvikling bør resultere i nye produkter, der via patenter kan skabe en konkurrencemæssig fordel, og derved genere høj omsætning og indtjening, mens produktet er beskyttet.

Det undersøges derfor hvorvidt DuPont er i stand til at omsætte sine forsknings- og udviklingsomkostninger til patenter:



Figur 4 – Kilde: Egen tilvirkning baseret på DuPonts årsrapporter 2008-2010

Det ses af ovenstående figur at antallet af patenter er faldet i takt med at udviklingsomkostningerne er steget. DuPont forklarer udviklingen med en forbedret reviewproces af sine patenter, der igen kan forklares som en oprydningssproces af patentporteføljen.

Det er centralt at DuPonts forsknings- og udviklingsomkostninger resulterer i nye patenter. Et fald i patenter kan indikere en trussel mod omsætningen, da produkter der tidligere var beskyttet af patenter, nu vil blive presset af konkurrenter, der vil have andel i omsætning.

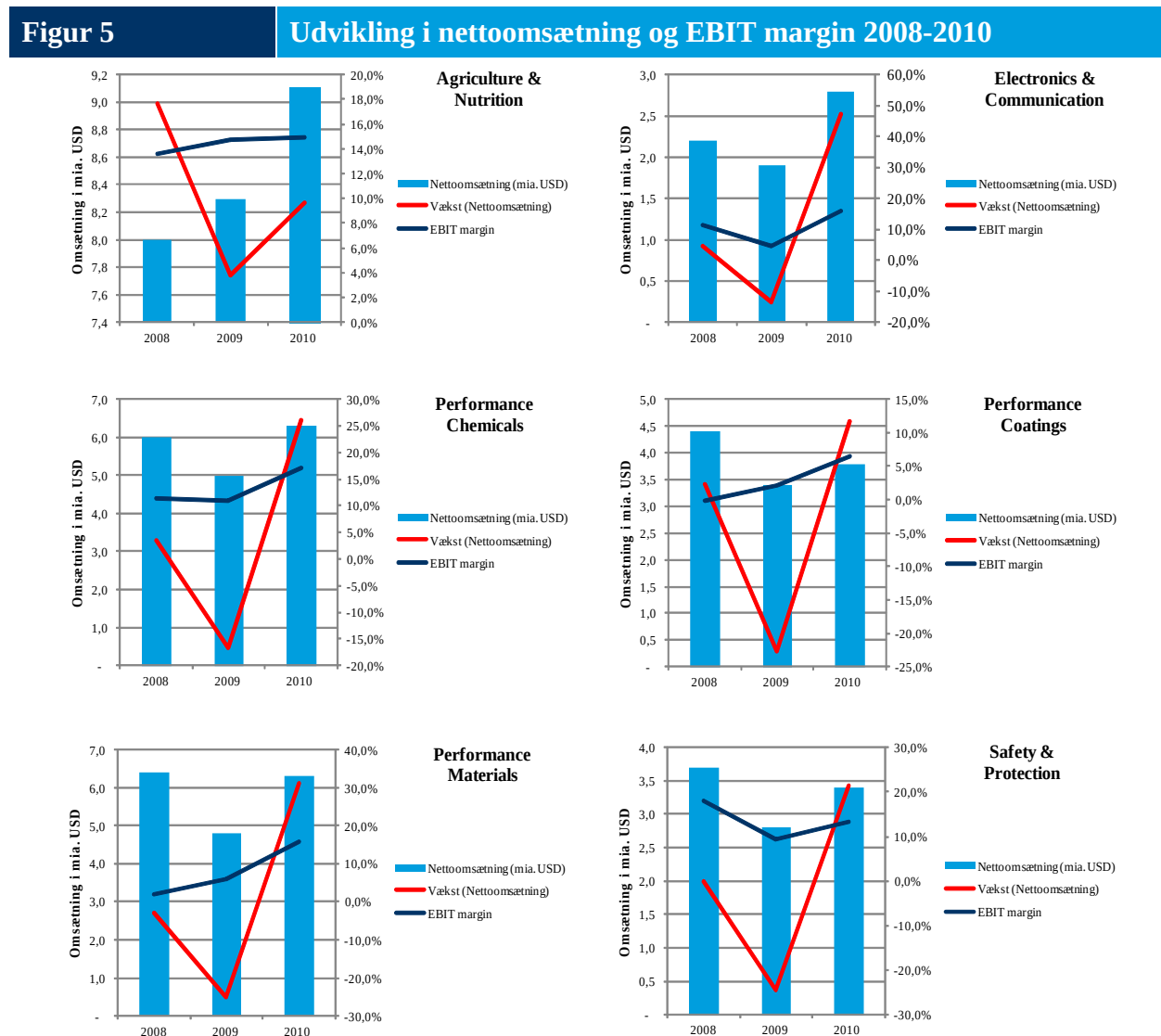
Det skal nævnes at de øgede omkostninger i 2010 primært er anvendt i segmentet Agriculture & Nutrition, hvilket går hånd i hånd med DuPonts ønske om fokus på netop de bæredygtige forretninger.

2.1.5.3 Ressourcer

DuPonts kernekompetence vurderes at være dens volumen og geografiske tilstedeværelse. Sammenholdt med fokus på investering i produktionsfaciliteter og forskning & udvikling, har DuPont et stærkt ressourcefundament til at skabe konkurrencemæssig fordel i forhold til sine konkurrenter.

2.1.6 Analyse af DuPonts forretningsområder

Der foretages en gennemgang af DuPonts performance indenfor tidligere omtalte forretningsområder. Analysen udføres ud fra udviklingen i nettoomsætning og EBIT margin. Analysen vil blive anvendt som input til en senere analyse af DuPonts strategiske rationaler for at købe Danisco.



Figur 5 – Egen tilvirkning baseret på DuPont årsrapporter 2008-2010

Der foretages ikke en detaljeret gennemgang pr. forretningssegment, men derimod en overordnet analyse af tendenser indenfor DuPonts forretningsområder.

Som det fremgår af analysen er der en generel tendens til volatilitet i omsætningen. Udover Agriculture & Nutrition har samtlige segmenter realiseret væsentlig omsætningsnedgang i 2009. Dette tyder på at DuPont er en konjunkturfølsom virksomhed, der ligesom mange andre virksomheder blev påvirket af den finansielle krise, der udsprang i 2008.

Beskrivelsen af forretningssegmenterne viser også at DuPont bl.a. producerer varer til konjunkturfølsomme brancher som automobil- og byggeindustrien. Det skal dog nævnes at DuPont allerede i 2010 har formået at genvinde terræn uden dog at være på niveau med 2008.

Som det også fremgår tydeligt af ovenstående figur, er EBIT marginen i Agriculture & Nutrition væsentlig højere end i DuPonts andre forretningssegmenter, hvilket må formodes også at være en af årsagerne til at DuPont forsøger at væksteekstra i dette segment.

2.2 Præsentation af Danisco

2.2.1 Daniscos historie

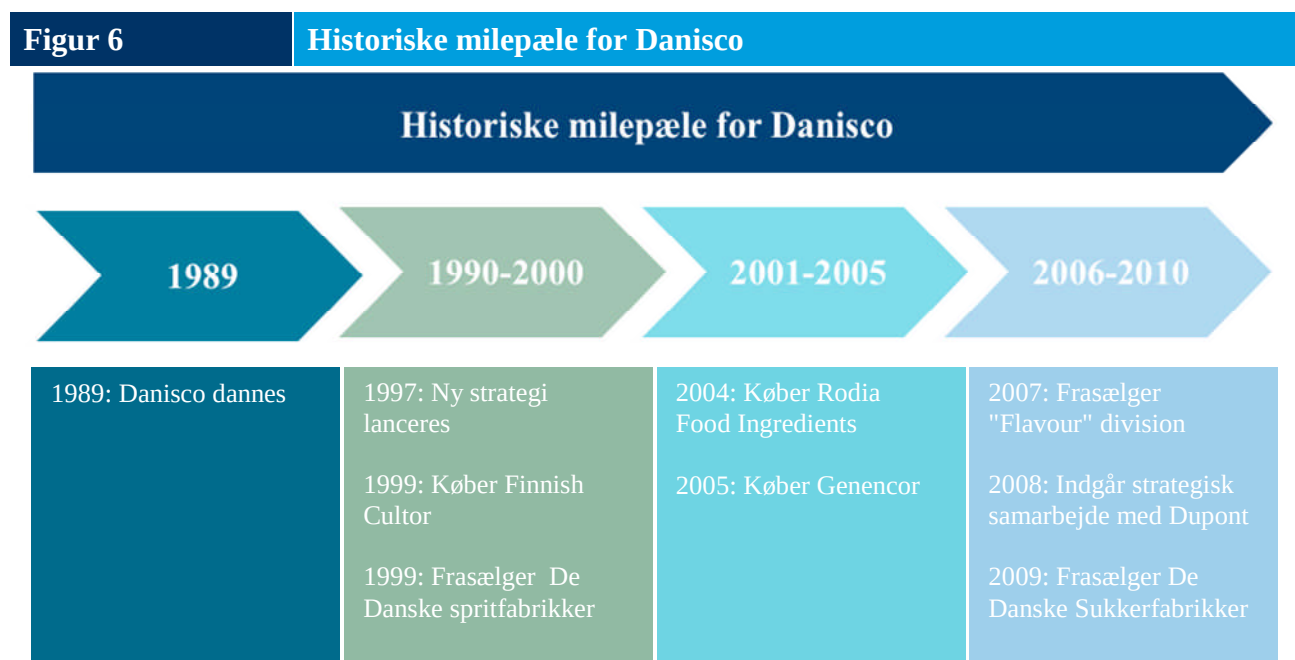
Danisco er en dansk baseret virksomhed, der udvikler og producerer enzymer og fødevareingredienser. Danisco blev grundlagt og børsnoteret i 1989 som et resultat af en fusion mellem De Danske Sukkerfabrikker A/S, De Danske Spritfabrikker A/S og Dansk Handel og Industrikompani A/S.

Danisco har siden dannelsen i 1989 gennemgået en række strategiske tiltag, der har medført radikale ændringer. Historisk har Danisco været en regional produktionsvirksomhed med salg af homogene varer på et marked med høj konkurrence. Fokus på omkostningsminimering har været en nødvendighed for at kunne bevare konkurrenceevnen.

Ved ansættelse af ny CEO i 1997 (Alf Duch-Pedersen) ændrer Danisco fokus. I stedet for at være en virksomhed, der agerer regionalt og satser på en bred karm af forbrugerprodukter, skal Danisco fremover være en global virksomhed med fokus på fødevareingredienser.

Som følge af ændringen i det strategiske fokus, er Danisco i dag en af verdens førende producenter af ingredienser til brug i fødevarer-, dyrefoder- og den industrielle enzymindustri.

Daniscos vision er at blive "First choice" som leverandør af biobaserede ingredienser til den globale industri. I det følgende oplistes og beskrives de historiske milepæle og strategiske ændringer der er foretaget i Danisco siden direktørskiftet i 1997.



Figur 6 – Kilde: Egen tilvirkning baseret på Daniscos website, www.Danisco.com

2.2.1.1 År 1997:

I 1997 lancerer Danisco en ny strategi således, at der fremadrettet skal fokuseres på ingredienser og innovation. Strategien eksekveres primært ved køb af etablerede virksomheder indenfor de nye ønskede forretningsområder. Opkøbene finansieres ved frasalg af eksisterende forretningsområder.

2.2.1.2 År 1999

Første skridt i den nye strategi sker i 1999, hvor Danisco frasælger De Danske Spritfabrikker A/S og køber den finske ingrediensvirksomhed Cultor. Med i købet af Cultor overtog Danisco 42 % af aktierne i selskabet Genencor, der producerer industrielle enzymer og proteiner.

2.2.1.3 År 2004

I 2004 køber Danisco virksomheden Rhodia Food Ingredient, som er en af verdens førende virksomheder indenfor "Dairy Cultures" og "Food Safety Products". Ved købet etableres divisionen "Cultures" i Danisco.

2.2.1.4 År 2005

Danisco køber selskabet Genencor, et selskab hvor Danisco i forvejen ejede 42 % af aktierne.

2.2.1.5 År 2007

Danisco frasælger sin "Flavour" division for mDKK 3.360.

2.2.1.6 År 2008

Danisco indgår et 50/50 joint venture med DuPont om udvikling af 2. generations bioethanol. Selskabet "DuPont Danisco Cellulosic Ethanol LLC" (DDCE) stiftes, og parterne forpligter sig til en samlet investering på mUSD 140.

2.2.1.7 År 2009

Danisco frasælger "Sugar" divisionen for mDKK 5.450, der siden 2006 har været drevet som en selvstændig juridisk enhed. Salget begrundes med at divisionens vækstpotentiale vurderes minimalt, og at Danisco hellere vil investere tid og ressourcer inden for fødevaringredienser, da dette marked forventes at have langt højere vækstpotentiale¹².

2.2.1.8 År 2011

Danisco er i dag en differentieret virksomhed med fokus på innovation og udvikling.

Status for Danisco efter regnskabsåret 2009/10¹³:

- Koncernomsætning: Mia. kr. 13,7
- EBIT: Mio. kr. 1.745
- Koncernresultat: Mio. kr. 481
- Organisk omsætningsvækst 6 %
- Antal medarbejdere 6.800

Danisco er opdelt i de strategiske forretningsområder Food Ingredients og Industrial Biotech. Daniscos struktur gennemgås i følgende afsnit.

2.2.2 Organisation og forretningsområder

Danisco har hovedsæde i København, men er en global virksomhed med over 80 lokationer i hele verden. Danisco er repræsenteret med produktionsfaciliteter i 49 lande¹⁴. Selskabets vigtigste markeder er Europa og USA, men er bredt repræsenteret i hele verden jf. nedenstående:

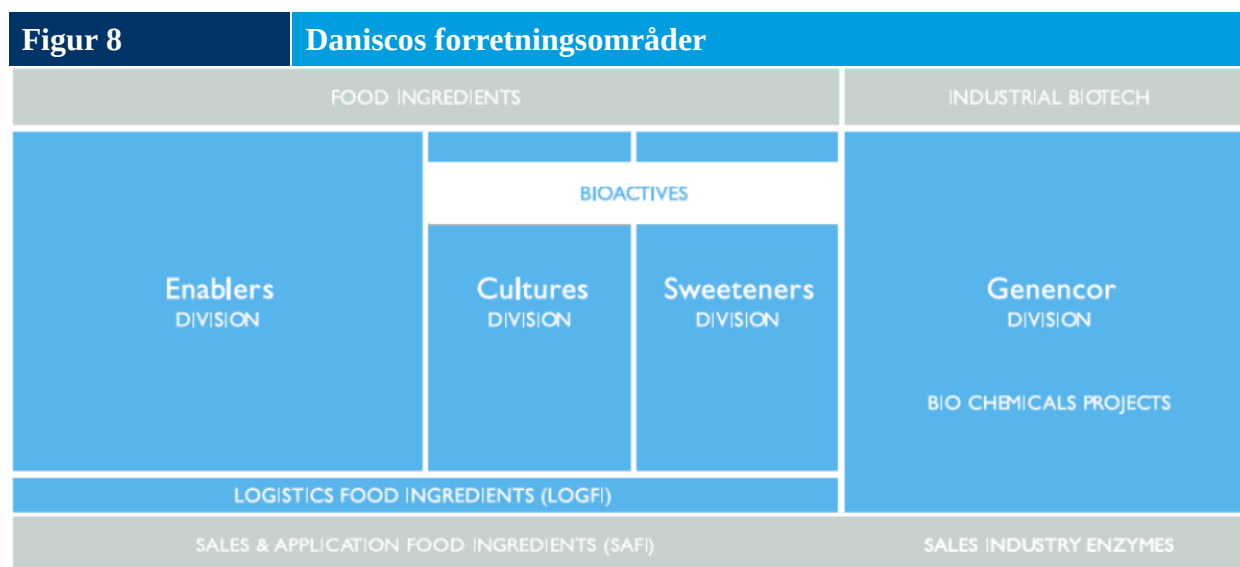


Figur 7 – Kilde: Danisco website, www.Danisco.com

Den geografiske tilstedeværelse i hele verden sikrer at Danisco opnår lokal markedsviden, minimerer transportomkostninger og sikrer en effektiv omsætningshastighed. Disse elementer er med til at sikre Daniscos strategi der gennemgås i kapitel 2.2.4 Strategi og forventninger.

Danisco er markedsledende indenfor sine forretningsområder. Danisco er som nævnt opdelt i to hovedgrupper, Food Ingredients og Industrial Biotech. Food Ingredients er opdelt i 3 driftsdivisioner, Enablers, Cultures samt Sweeteners. Food Ingredients har etableret en fælles logistik- og salgsorganisation (LOGFI & SAFI) med tværgående divisionsfunktioner såsom HR, finans, jura, IT, innovation, logistik og markedsføring¹⁵.

Industrial Biotech består af den i 2005 tilkøbte virksomhed Genencor. Forretningsstrukturen samt omsætningsfordeling er visualiseret nedenfor:



Figur 8 – Kilde: Danisco Equity Story, December 2010.

2.2.2.1 Enablers

Enablers består af Emulgatorer samt "Gums & Systems" (stabilisatorer). Emulgatorer er en eftertragtet vare til fødevareindustrien, der anvender Daniscos produkter til udvikling og fremstilling af fødevarer. Emulgatorer muliggør at blande olie og vand, en egenskab, der er uundværlig i udvikling og fremstilling af fødevarer¹⁶. Anvendelsen finder primært sted i brød, kager, margarine og is, og hjælper bl.a. til at øge holdbarheden af fødevarerne.

Gums & Systems er stabilisatorer som binder vand og gør det tykt og geleagtig. Anvendes bl.a. til produktion af drikkeyoghurt og marmelade.

2.2.2.2 Bioactives

Bioactives består af produkter der giver fysiske fordele og består af driftsdivisionerne Cultures og Sweeteners.

Cultures

Producerer blandinger af mikroorganismer, der anvendes til at forsure mælk i produktionen af f.eks. ost og yoghurt. Divisionen er ledende indenfor probiotiske kulturer som forbedrer immunsystemet hos mennesker og dyr, og anvendes til at skabe naturlige løsninger til fødevarebeskyttelse.

Sweeteners

Producerer sødemidler, der erstatter sukker og eller styrker smagen i mejeriprodukter, is og produkter med lavt kalorieindhold.

Samlet set er markedet for Food Ingredients, opgjort til en markedsværdi på mUSD 10.000, eller mDKK 52.700¹⁷. I regnskabsåret 2009/2010 omsatte Danisco på dette marked for mDKK 9.200 svarende til en markedsandel på 17,5 %.

2.2.2.3 Genencor

Genencor er Daniscos industrielle biotek division, der producerer enzymer og andre funktionelle proteiner, der kan anvendes til udvikling af nye produkter der øger effektiviteten og fremskynder naturlige processer.

Brugen af enzymer et effektivt middel til at mindske miljøbelastningen ved produktion, da enzymer er naturlige stoffer. Køberne af industrielle enzymer er oftest virksomheder der beskæftiger sig med produktion af bioethanol, dyrefoder og vaskemidler.

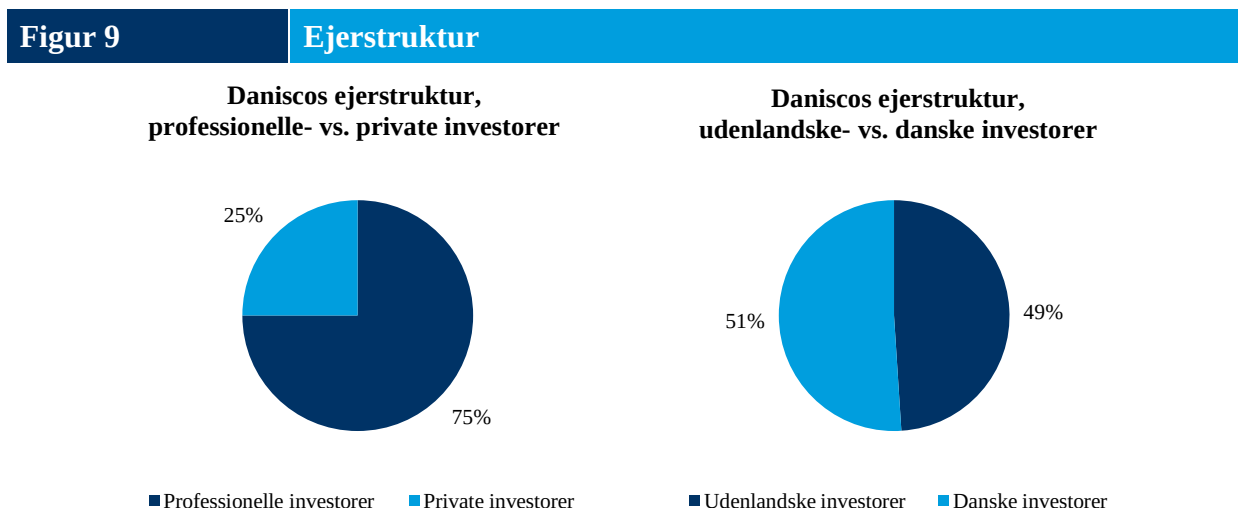
Markedet for Industrielle Enzymer er estimeret til mUSD 3.000, eller mDKK 15.800 Danisco omsatte i regnskabsåret 2009/2010 for mDKK 4.553 svarende til en markedsandel på 29 %.

2.2.3 Ledelsesstruktur og ejerskab

Daniscos ledelsesstruktur er karakteriseret ved at det er bestyrelsen der er ansvarlige for den overordnede ledelse. Bestyrelsen består af 8 medlemmer hvoraf de 6 medlemmer er valgt af selskabets aktionærer ved generalforsamling, de resterende 2 er medarbejderudvalgte. Bestyrelsesformand siden 2009 er Jørgen Tandrup.

Direktionen har ansvaret for at gennemføre den, af bestyrelsen godkendte strategi, og agere ud for de retningslinjer fastsat af bestyrelsen. Direktionen består af Tom Knutzen Administrerende direktør (CEO) og Søren Bjerre-Nielsen, koncerndirektør (CFO). Danisco er noteret på børsen i Danmark, NASDAQ OMX Copenhagen 20.

Aktiekapitalen udgør DKK 953.865.900 bestående af 47.693.295 aktier á DKK 20¹⁸. Ved regnskabsaflæggelse for året 2009/2010 pr. 30. april 2010 havde Danisco ca. 62.400 aktionærer. 75 % af aktionærerne er professionelle investorer, og 51 % af aktierne er ejet af danske investorer.



Figur 9 – Kilde: Daniscos årsrapport 2009/2010

Der er kun registreret én investor, ATP, der besidder over 5 % af aktiekapitalen.

2.2.4 Strategi og forventninger

Daniscos overordnede strategi er, at skabe værdi gennem¹⁹:

- *Organisk og akkvisitiv vækst ved at udnytte og styrke vores markedsadgang, applikationer og teknologiplatforme*
- *Dygtige og engagerede medarbejdere*

De langsigtede finansielle ambitioner er opdateret ved aflæggelse af regnskabsmeddelelse for andet kvartal 2010/11 til at være:

- EBIT-margin 15 %
- Omsætningsvækst (organisk) 5-7 %

Regnskabsåret 2009/2010 resulterede i en EBIT Margin på 13,1 %, og målsætningen om en EBIT-margin på 15 % skal nås ved at øge profitabiliteten ved reduktion af gearing til 1,5-2,5 x EBITDA og opnå RONOA på over 20 %²⁰.

For imødekommelse af målsætninger har Danisco fem fokusområder, der skal optimere Danisco;

- Customer focus
- Core product
- Excellent pricing
- Best supply chain
- Leaner structure & processes

Fokusområderne fastslår at Danisco fokuserer på kernekompetencer ved i højere grad at satse på differentiering af service og priser, og med fokus på markedsføring og salg af prioriterede produkter.

Etablering af den organisatoriske enhed ”Logistics Food Ingredients (LOGFI)” pr. 1. maj 2010 er et strategisk initiativ der skal forbedre effektiviteten indenfor logistik og levering af færdigvarer²¹. Den nye organisation er en tværgående organisatorisk enhed, der dækker driftsdivisionerne Enablers, Cultures og Sweetenres indenfor Food Ingredients.

Tidligere havde hver division i Danisco separate logistikafdelinger, hvilket indbefattede at kunden skulle henvende sig til flere afdelinger i Danisco ved behov for produkter fra forskellige divisioner.

Etablering af LOGFI understøtter målet om en langsigtet EBIT-margin på 15 % ved omkostningsbesparelser, som blandt andet opnås gennem LOGFI. Ved etablering af LOGFI opnår Danisco et tættere samarbejde med sine kunder, der sikrer større indsigt i kundernes planlægning. Interaktionen med kunderne muliggør en mere effektiv produktion og lagerstyring, for både kunden og Danisco.

2.2.5 Analyse af ressourcer

Efter at have præsenteret den overordnede organisatoriske struktur, ledelsesstrukturen og Daniscos strategi og forventninger, vil følgende afsnit analysere de indre forhold i Danisco.

Analysen vil indkredse centrale materielle, immaterielle og menneskelige ressourcer for at fastslå, hvilke ressourcer Danisco råder over, og som medfører en konkurrencemæssig fordel.

2.2.5.1 Materielle ressourcer

Daniscos materielle ressourcer består af jord, bygninger, produktionsanlæg, materialer etc. Den mest fremtrædende materielle ressource for Danisco er selskabets produktionsfaciliteter, der er forudsætning for produktion og levering af Daniscos produktportefølje.

Daniscos ledelse har en ambition om at være repræsenteret i hele verden, og placering af produktionsfaciliteter placeres så vidt muligt lokalt. Hermed opnår Danisco lokalt kendskab til det globale marked og støtter lokalsamfund ved at benytte lokale leverandører. Herudover opnår Danisco omkostningsbesparelser både på lønninger og distribution af færdigvarer.

For at kunne bevare og forsvare sin konkurrencemæssige position, i en branche præget af forskning og udvikling, skal Daniscos produktionsapparat leve op til den nyeste teknologi. Dette kræver høje løbende investeringer, og der er i 2009/2010 købt materielle anlægsaktiver for mDKK 679 mod mDKK 844 foregående år. Investeringerne udgør henholdsvis 5,0 % og 6,5 % af nettoomsætningen²².

På kompetitive markeder er stordriftsfordele og omkostningsminimering en forudsætning for at tjene penge. Danisco skal i den henseende have en omstillingsparat produktion, der kan tilpasses som følge af ændringer i efterspørgslen af selskabets produktsortiment.

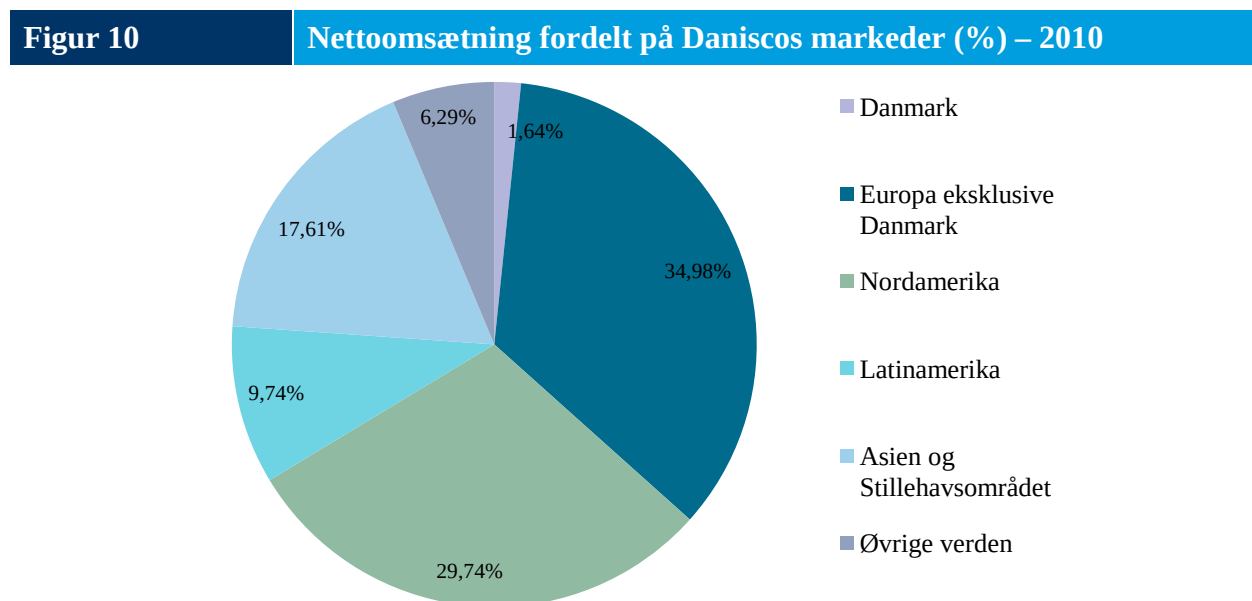
Historisk har Danisco haft produktionsmæssige udfordringer som følge af ændrede markedsvilkår og dermed svingende efterspørgsel. Samtidig har Danisco, som nævnt tidligere, indenfor en relativ kort årrække været præget af opkøb, frasalg samt indgåelse af strategiske alliancer.

Senest er der udmeldt ambitioner om investeringer mDKK 450 for imødekommelse af øget efterspørgsel indenfor Cultures samt en modernisering af selskabets fabrik i Brasilien, der tilhører Enablers²³.

Sideløbende har Danisco været nødsaget til at investere i tilpasninger som følge af selskabets opkøb af virksomheder. Omstilling i produktion er bl.a. sket ved, at integrere Abitechs produktion (enzymvirksomhed opkøbt januar 2008)²⁴ i Daniscos eksisterende Enablers

fabrikker. Det vurderes yderligere at selskabets fokus på investering i eksisterende faciliteter er med til at underbygge og muliggøre produktionen af en innovativ dynamisk produktportefølje.

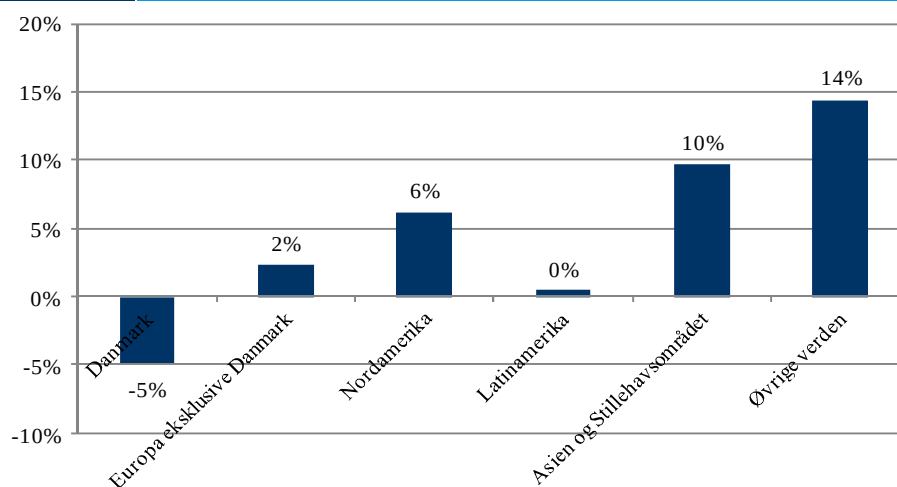
Danisco har med sin brede geografiske tilstedeværelse af materielle ressourcer en konkurrencemæssig fordel. Som det fremgår af følgende figur bidrager Europa og Nordamerika mest til Daniscos omsætning.



Figur 10 – Kilde: Egen tilvirkning baseret på Danisco årsrapport 2009/10

Selskabet er som nævnt bredt repræsenteret, hvilket er essentielt, da det vurderes at Daniscos fremtidige vækstrater primært skal drives af Asien, Latinamerika og Øvrige verden. Dette underbygges af den geografiske udvikling i omsætningen fra 2009-2010.

Figur 11 Vækst i omsætning fra 2009-2010 fordelt på geografiske markeder



Figur 11 – Kilde: Egen tilvirkning baseret på Danisco årsrapport 2009/10

Fremadrettet vil de høje vækstrater især kunne opnås i regioner som Asien og Latinamerika, hvor især Asien allerede bidrager positivt til Daniscos omsætning.

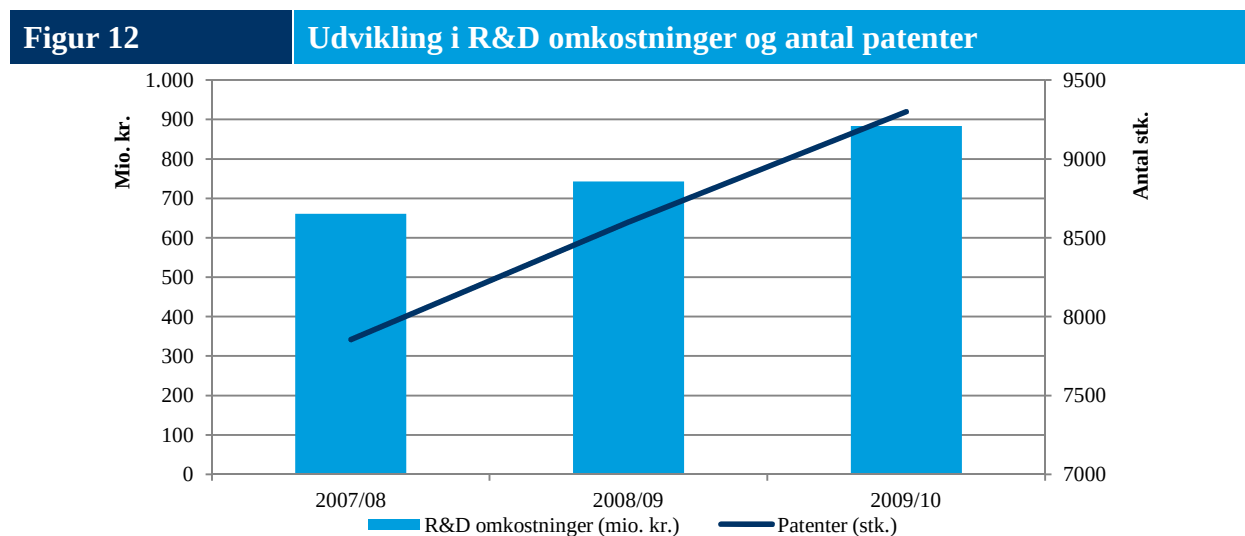
2.2.5.2 Immaterielle ressourcer

Immaterielle ressourcer omfatter teknologiske ressourcer (patenter og copyrights), innovative ressourcer (forskning og udvikling) samt omdømme²⁵. Forskning og udviklingsomkostningerne har i årene 2008-2010 udgjort 6 % af den samlede omsætning.

De immaterielle ressourcer karakteriserer en videnstung virksomhed, hvor det netop er de immaterielle ressourcer, der danner grundlaget for selskabets indtjening samt sikring heraf. Det er gennem patentlovgivningen Danisco sikrer sine rettigheder for de udviklede produkter.

Danisco har et bredt produktsortiment, og investerer betydelige ressourcer i forskning og udvikling for at forsvare sin position som foretrukken leverandør og markedsleder på største delen af sine markeder.

Udviklingen i forskning og udviklingsomkostninger kontra antal patenter hos Danisco fremgår af nedenstående graf:



Figur 12 – Kilde: Egen tilvirkning baseret på Daniscos årsrapporter 2008-2010

Det er positivt at stigningen i forskning og udviklings omkostninger samtidig resulterer i en stigning i selskabets patenter. Det skal pointeres at kvantitet inden for antallet af patenter ikke er ensbetydende med kvalitet. Tendensen betragtes alligevel overvejende positiv, da det indikerer Daniscos evne til at udvikle og omdanne viden.

Danisco står ikke selv for udviklingen af alle sine patenter, men erhverver mange som led i sine virksomhedsopkøb.

Danisco agerer i en branche hvor omdømme og ansvarlighed spiller en vigtig rolle, hvilket ikke er nogen undtagelse for Danisco. Danisco brander sig som en ansvarlig virksomhed, der producerer produkter, der kan løse samfundsproblemer ved f.eks. at tilbyde sundhedsfremmende produkter og alternative løsninger indenfor energi og biokemi. Ydermere bidrager Daniscos enzymer til større produktion ved brug af færre råvarer.

Daniscos indsats på området blev belønnet, da Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) hædrede Danisco med pris for bedste CSR rapport for 2009/10²⁶. Fokus på Corporate Social Responsibility (CSR) vurderes at være konkurrencemæssig fordel for Danisco.

2.2.5.3 Human Resources

I det følgende foretages en analyse af Daniscos menneskelige ressourcer og hvorledes de indgår i virksomhedens kompetencer og dermed opnår konkurrencemæssige fordele heraf.

Vigtigheden af de menneskelige ressourcer understreges af Daniscos fokus på medarbejdere i selskabets strategi:

”At skabe værdi gennem:

- *organisk og akkvisitiv vækst ved at udnytte og styrke vores markedsadgang, applikationer og teknologiplatforme*
- *dygtige og engagerede medarbejdere”*

For Danisco er dygtige og engagerede medarbejdere en nødvendighed for konstant at udvikle, brande og levere de mest innovative produkter til sine kunder. Danisco investerer i at styrke sine menneskelige ressourcer og medarbejderudviklingsprogrammer.

HR afdelingen har implementeret konsistente politikker og processer i hele verden samt foretaget motiverende tiltag, såsom bonusprogrammer, de senere år. Resultatløn er i høj grad blevet anvendt som incitament til at medarbejderne yder en ekstra indsats²⁷.

Danisco har knap 7.000 ansatte fordelt i over 40 forskellige lande. S sammensætningen af medarbejderne er bred, både fagligt, aldersmæssigt og kulturelt. Ved seneste årsrapport var medarbejderomsætningshastigheden på 14,3 %²⁸.

Til sammenligning havde Novozymes en medarbejderomsætningshastighed på 7,5 %²⁹. Danisco har fokus på medarbejderomsætningshastigheden og forsøger så vidt muligt at besætte 80 % af de ledige stillinger gennem intern rekruttering³⁰. Den højere medarbejderomsætningshastighed vurderes at skyldes de mange omstruktureringer i de senere år hos Danisco.

Det er helt centralt for en vidensvirksomhed som Danisco, at de formår at fastholde sine dygtige medarbejdere for at sikre konkurrencefordel i forhold til sine konkurrenter. Det er positivt at der regelmæssigt sker strategiske opkøb af specialiserede virksomheder, for derigennem at opnå specialviden.

2.2.5.4 Ressourcer

Som det er analyseret ovenfor, investerer Danisco sine ressourcer i udviklingen af virksomheden, gennem investering i medarbejdere, forskning og udvikling samt højteknologiske produktionsfaciliteter.

Det er disse ressourcer, der danner grundlaget for, at Danisco fremadrettet er innovativ for derved at kunne fastholde og forbedre sin position på markedet for fødevareingredienser og industrielle enzymer.

Danisco fokuserer på investering i forskning og udvikling, og sikrer sine produkter ved patenter. De senere år har virksomheden formået at opbygge en endnu større patentportefølje. Dette styrker Daniscos ressourcer, og danner et solidt fundament for innovationer, der skaber omsætning i fremtiden.

Daniscos har en bred produktportefølje og en markedsledende position for størstedelen af dens segmenter indenfor fødevareingredienser. Indenfor industrielle enzymer er driftsdivisionen Genencor en af verdens største producenter. Styrken ved Daniscos brede produktportefølje er en reduktion af risikoen ved markedsudsving i ét enkelt forretningssegment.

Daniscos geografiske spredning vurderes ligeledes at være en styrke for selskabet. Der er en tendens til en lavere vækst på Daniscos største marked, Europa, men grundet den brede geografiske tilstedeværelse spredes risikoen.

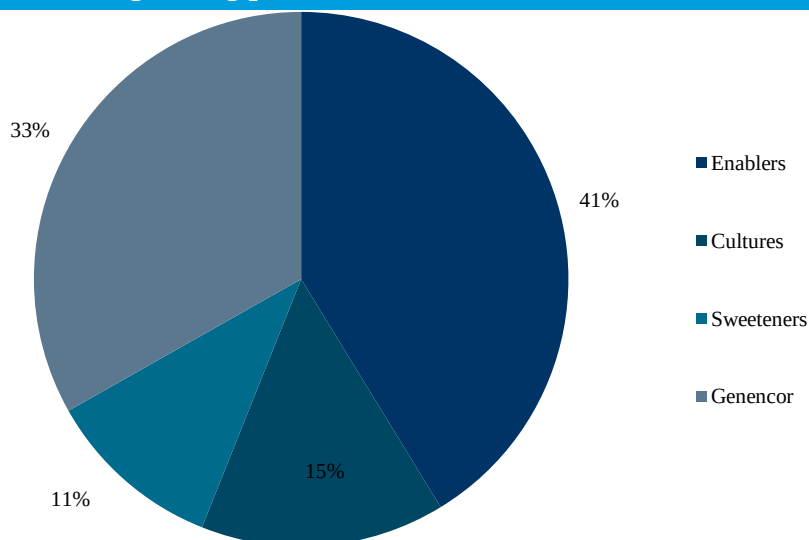
2.2.6 Analyse af Daniscos forretningsområder

Det er indledningsvis beskrevet at Danisco opdelt i to overordnede forretningsområder, Food Ingredients og Industriel Biotech.

Nedenstående figur illustrer Daniscos omsætning fordelt på driftsdivisioner.

Figur 13

Fordeling af salg pr. division



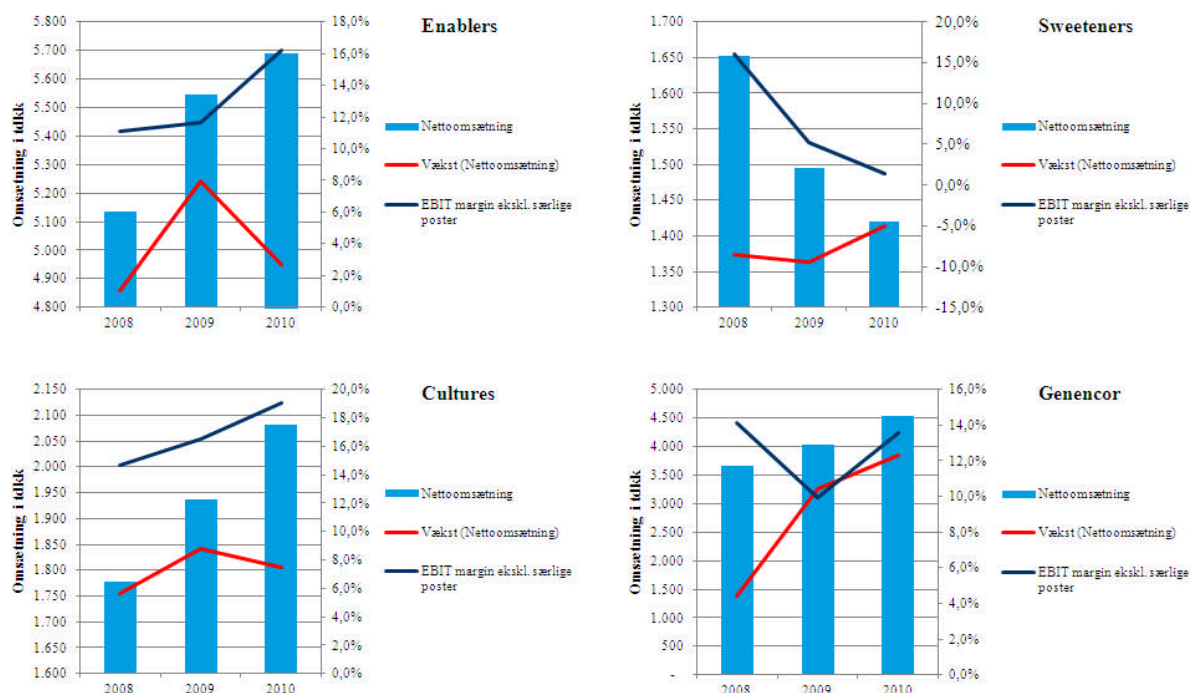
Figur 13 – Kilde: Egen tilvirkning på grundlag af Daniscos "Announcement of results for Q3"

I den interne analyse foretages der en sammenligning af forretningsområdernes performance på baggrund af nettoomsætningsvækst og EBIT margin. Analysen er baseret på seneste 3 års resultater præsenteret i selskabets årsrapport, dvs. perioden 2008-2010.

Danisco præsenterer sin EBIT margin pr. segment før særlige poster (nedskrivninger, omstruktureringer etc.). Det vurderes at give et mere retvisende billede af segmenternes performance at undlade særlige poster i EBIT margin, hvorfor følgende grafer er præsenteret ekskl. særlige poster.

Figur 14

Udvikling i nettoomsætning og EBIT margin 2008-2010



Figur 14 – Kilde: Egen tilvirkning baseret på Danisco årsrapporter 2008-2010

Som det fremgår af ovenstående er der stor variation i udviklingen og størrelsen af Daniscos fire forretningsområder. Enablers er Daniscos største segment indenfor Food Ingredients, og har opnået en CAGR 2008-2010³¹ på 3 % og en stigende EBIT margin til 16,2 % ved regnskabsafslæggelse for 2009/2010.

Den stigende omsætning og EBIT er et resultat af et bedre produktmix, en stigende efterspørgsel fra især Asien og fokus på optimering af produktion ved integrering af den opkøbte virksomhed Abitechs produktion i eksisterende fabrikker.

Sweeteners har været hårdt ramt af at deres største produkt sødemidlet Xylitol, har været under pres grundet øget konkurrence, prispres og svingende efterspørgsel. Resultatet er en CAGR 2008-2010 på -5 %, en EBIT margin i 2010 på 1,4 %. Særlige poster er som nævnt ikke medtaget i beregningen. Men det er værd at bemærke at Danisco har været nødsaget til at foretage nedskrivninger på goodwill i Sweeteners på mDKK 700 i 2010 mod mDKK 459 i 2009.

Danisco har iværksat en række tiltag for at forbedre indtjeningen i Sweeteners ved at gennemføre omstruktureringer, såsom produktionsbegrænsning og nedlukning af fabrik i Kina for at reducere lagre samt reducere antal medarbejdere.

Alle tiltag er foretaget for at styrke likviditeten samt EBIT margin i forretningsområdet. Det vurderes sandsynligt at Daniscos tiltag vil forbedre EBIT for Sweeteners, men det ændrer dog ikke ved det faktum at Danisco har en udfordring i at genetablere væksten målt på omsætning.

Cultures leverer en vækst målt på omsætning med en CAGR 2008-2010 på 5 %. Væksten er især drevet af geografiske områder som Nordamerika, Kina og Rusland. En stigende EBIT margin er opnået over de sidste 3 år. Det er bl.a. sket ved at omlægge produktionen og sætte fokus på lagerstyring.

Genencor, som producerer industrielle enzymer, har leveret en CAGR 2008-2010 på 7,4 %, og enheden opererer med ca. 33 % af Daniscos omsætning og er et yderst vigtigt forretningsområde for Danisco. Det er det forretningsområde med den højeste vækstrate, og bidrager positivt til Daniscos indtjening med en EBIT margin på knap 14 % ved regnskabsaflæggelsen for 2009/2010.

Markedet for industrielle enzymer vokster mere end markedet for fødevareingredienser, hvorfor divisionens vækst er positivt drevet af den underliggende vækst i markedet. Væksten i Danisco er særligt drevet af enzymer til produktion af bioethanol og enzymer til dyrefoder.

Negativ indvirkning på EBIT margin er Genencors satsninger på udviklingsarbejdet med DuPont om udviklingen af enzymer til produktion af 2. generations bioethanol samt samarbejdet med Goodyear om produktion af en ny dæktype fremstillet af kunstgummi. Begge projekter medfører væsentlige summer af udviklingsomkostninger.

2.3 Delkonklusion

DuPont og Danisco er forskelligartede virksomheder, både i form af størrelse men også i deres udbud af produkter. DuPont omsætter for ca. mUSD 31.500 (ca. mDKK 170.000), mod Daniscos omsætning på mDKK 13.700.

DuPont er repræsenteret indenfor en bred karm af brancher, hvor Danisco er mere specialiseret. Der er dog identificeret synergier mellem DuPonts største forretningsområde, Agriculture and Nutrition og Daniscos forretning. Det primære fokus fra DuPont vurderes at være forretningsdivisionen Genencor, herunder har selskaberne det fælles selskab "DDCE". Et etableret samarbejde i udviklingen af 2. generations bioethanol.

Fælles for DuPont og Danisco er deres fokus på bæredygtighed. Begge selskabers strategier bygger på at skabe vækst på grundlag af bæredygtige løsninger, der kan bidrage til at løse samfundsmæssige problemer.

Investering i forskning og udvikling er i høj grad en nødvendighed for vidensvirksomheder som DuPont og Danisco. Investeringen i forskning og udvikling er en forudsætning for fremadrettet at kunne tilbyde et innovativt produktsortiment. Forskning og udviklingsomkostningerne har for DuPont i årene 2008-2010 udgjort 5 % af den samlede omsætning pr. år. Danisco er på samme niveau med 6 %.

Patentlovgivning er et vigtigt element i sikringen og beskyttelsen af rettighederne til de udviklede innovative produkter. Det ses af analysen af selskaberne, at de begge har en stor patentportefølje. De seneste tre år har vist en tendens til, at Danisco i højere grad end DuPont, formår at omsætte sin investering i forskning og udvikling til nye patenter.

Danisco har gennem de seneste 3 år gennemgået en periode præget af frasalg af forretningsområder, for at tilpasse Danisco til dens strategiske fokusområder. I forbindelse hermed har Danisco foretaget en række strategiske effektiviseringstiltag for at tilpasse sin organisation, produktportefølje og kapacitet.

Dette har skabt et Danisco, der har præsteret en vækst i omsætning, forbedringer i EBIT margin og har gjort Danisco til et selskab, der vurderes at have et solidt fundament til fremtidig vækst.

DuPont har i højere grad end Danisco været præget af perioden med lavkonjunktur. Dette skyldes DuPonts ageren indenfor mere konjunkturfølsomme brancher, såsom automobilindustrien. Dog har segmentet Agriculture and Nutrition formået at vækste i omsætning over de seneste 3 år samt levere en EBIT margin på ca. 15 %.

Del 3: Analyse af industrien

3.1 PESTEL Analyse

Det er centralt at identificere og forstå, hvordan Danisco påvirkes af forhold fra omverdenen, som de ikke selv kan kontrollere. Afhandlingens formål er, som nævnt i problemformuleringen, at undersøge hvilke værdiskabende muligheder, der kan identificeres for DuPont ved en overtagelse af Danisco.

Til belysning af hvordan forhold udenfor branchen påvirker virksomheden anvendes PESTEL modellen, der er skitseret nedenfor:



Figur 15 – Kilde: Porter m. fl. og www.slideshop.com

Modellens 6 faktorer gennemgås alle, om end de mindre væsentlige faktorer gennemgås på et overfladisk niveau og væsentlige faktorer gennemgås detaljeret. Med væsentlige faktorer menes faktorer, som vurderes at kunne påvirke fremtidige indtjeningsmuligheder i branchen.

Analysen udarbejdes således, at der i nødvendigt omfang tages hensyn til Daniscos forretningsområder, om nødvendigt fokuseres separat på forretningsområderne Food Ingredients og Industrial Biotech.

Formålet med analysen er at identificere værdidrivere for branchen til brug for værdiansættelsen, der udarbejdes senere i afhandlingen.

Danisco har ikke direkte indflydelse på de makroøkonomiske forhold, hvorfor det er problematisk at forudsige konkrete begivenheder/konsekvenser. Dette medfører en vis usikkerhed i analysen, og øger relevansen for at opstille forskellige scenarier for udviklingen. Scenarieanalysen opstilles afslutningsvis i afsnittet.

De forskellige scenarier anvendes til belysning af følsomheden ved værdiansættelsen.

3.1.1 (P) Politiske forhold

Daniscos brede geografiske tilstedeværelse medfører at virksomheden er underlagt restriktioner fra hele verden. De vigtigste regulativer for Food Ingredients er reguleret fra EU (kan være nationale forskelle) samt fra Food and Drug Administration (FDA) i USA.

Regulativerne fra både EU og FDA i USA bliver mere og mere restriktive. Det primære fokus er på den enkelte forbruger, der selv skal kunne identificere, hvad produktet indeholder. Regulativerne berører i højere grad Daniscos kunder (producenterne) end Danisco selv, da Danisco er underleverandør til producenterne. Ansvar for overholdelsen af regulativerne ligger hos producenten af det endelige produkt, som forbrugerne køber.

De politiske ændringer vil primært fokusere på at indføre restriktioner, der søger at gøre fødevarer sundere, samt på informationsniveauet af, hvilke ingredienser produktet indeholder.

Med Daniscos fokus på bæredygtighed og innovationer, der sikrer sundere fødevarer med et højt teknologisk indhold, kan fødevarerproducenter optimere sin produktion og ligeledes mere effektivt producere sundere produkter til slutbrugeren. Politiske restriktioner indenfor Food Ingredients vurderes ikke at påvirke Danisco i negativ retning, men kan derimod have en positiv effekt for Danisco.

For Industriel Biotech har politiske regulativer påvirket Danisco positivt i henhold til opbakning af produktion af bioethanol. Et stigende politisk fokus på nedbringelse af CO² samt mindske afhængigheden af olie, har ført til søgen efter alternativer.

I USA har regeringen et erklæret mål om at der skal indføres et blandingsforhold på 90/10 mellem olie og bioethanol. USA's regering har netop opdateret denne målsætning til at blandingsloftet løftes fra 10 % til 15 %. Den amerikanske regering har desuden et erklæret mål om en produktion af 36 mia. gallon biobrændstoffer i 2022³².

Tendensen følges af EU som har udstukket anvisninger med hensyn til brugen af bioethanol i transportsektoren, hvor 2 % af brændstoffet til transport skal udgøres af biobrændsel i 2005 og 5,75 % i 2010³³.

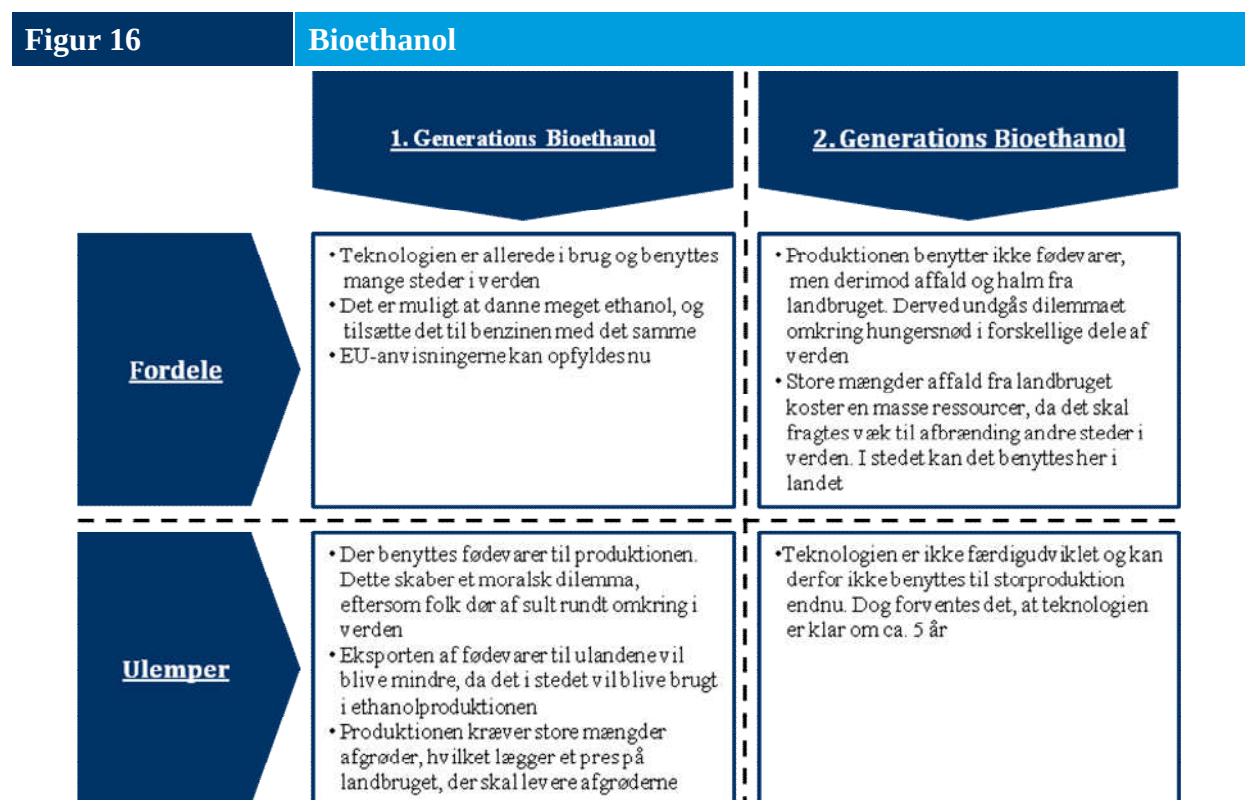
Enzymproducenterne antager, at der vil ske en stigning i salget af enzymer, der vil være højere end produktionsstigningen, hvormed koncentrationen af enzymer også vil være højere. Årsagen til dette, skyldes at de senest udviklede enzym-typer har en højere indtjeningsmargin end de tidligere³⁴.

Ovenstående udvikling er yderst positiv for Danisco og tendensen vil fremover bidrage positivt til Daniscos indtjening.

En potentiel udfordring for Danisco er den ekstreme brug af landbrugsafgrøder i produktionen af 1. generations bioethanol. Efterspørgsel på afgrøder stiger betragteligt i takt med udbredelsen af 1. generations bioethanol og medfører i værste tilfælde mangel på fødevarer.

Ovenstående scenarier kan betragtes som politiske dilemmaer, der kan ændre den politiske holdning til 1. generations bioethanol, og føre til en tilbageholdelse i den politiske opbakning. 2. generation bioethanol produceres ikke på landbrugsafgrøder, men derimod fremstillet ud fra affald fra landbruget, halm og træspåner, hvorfor det ikke skaber samme politiske dilemmaer.

Fordelene og ulemperne er mange for henholdsvis 1. og 2. generations bioethanol, vi har opstillet en figur der illustrativt viser disse:



Figur 16 – Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af www.climateminds.dk

3.1.2 (E) Økonomiske forhold

Som følge af globalisering og Daniscos internationale aktiviteter øges Daniscos eksponering overfor økonomiske forhold. Den generelle konjunkturafhængighed vurderes ikke direkte at påvirke Danisco.

Dette skyldes selskabets profil som leverandør af et differentieret produktsortiment til producenter af nødvendighedsvarer, såsom produkter til fødevarerindustrien, vaskemiddel, biobrændstof etc.

Derimod påvirkes Danisco i høj grad af en række andre makroøkonomiske faktorer såsom udviklingen i råvarepriser og eksponering overfor ændringer i valutakurser, primært EUR og USD.

3.1.2.1 Rente og Valuta

Udviklingen i renten vurderes at påvirke selskabet i mindre grad da den gennemsnitlige løbetid på rentebærende lån er på 4,4 år og ca. 80 % af koncernens låneportefølje var fastforrentet pr.

30/4 2010. En renteændring på 1 procentpoint vil på helårsbasis isoleret set påvirke koncernens renteomkostninger med ca. mDKK 9³⁵.

Danisco er også påvirket af valutarisici. Der sker en naturlig afdækning af risici ved at store dele af selskabets transaktioner relateret til køb af varer og tjenesteydelser forbruges og sælges i samme monetære enheder. Derudover anvender Danisco valutasikringsinstrumenter til afdækning yderligere af risici.

Valutarisici opstår derfor primært ved omregning af nettoinvesteringer i udenlandske datterselskaber. På baggrund af investeringer i datterselskaber ved regnskabsafslæggelse for 2009/2010 var den største eksponering i EUR og USD. En ændring i valutakursen på EUR og USD på henholdsvis 1 % og 10 % vil påvirke egenkapitalen med mDKK 74 og mDKK 230.

3.1.2.2 Råvarepriser

Udvikling i råvarepriser er en væsentlig makroøkonomisk faktor for Danisco. Danisco anvender i sin produktion af fødevarer ingredienser bl.a. raps- og palmeolie, hvor prisstigninger fører til et lavere dækningsbidrag pr. produkt. En meromkostning som følge af øgede råvarepriser kan ikke altid viderefaktureres til kunden, og har direkte konsekvens for dækningsbidraget.

Råvarepriserne har de senere år været volatile og ligget på et højt niveau. Daniscos udfordring er netop at få implementeret prisstigningerne i deres produkter, således at de ikke alene skal bære meromkostningen.

Det er ikke kun negativt for Danisco med stigende råvarepriser. En stigning i råvarepriser på f.eks. hvede og malt vil medføre en øget efterspørgsel fra Daniscos kunder på enzymer og emulgatorer, der vil effektivisere kundernes produktion³⁶.

Den øgede efterspørgsel efter enzymer og emulgatorer som følge af stigende råvarepriser, vurderes dog ikke at kunne opveje den meromkostning Danisco har ved produktionen af fødevarer. Historisk har råvarepriserne i høj grad påvirket Danisco, svingerne i priserne vil have direkte effekt på selskabets margin og udviklingen i råvarepriser indgår ligeledes i ledelsens beretning om det forgangne regnskabsår:

”... Koncernens marginer steg generelt som følge af de tidligere nævnte produktivitsforbedringer og gradvist mindre volatile råvare- og energiomkostninger samt et bedre produktmix...”³⁷

Nedenstående figur viser udviklingen i prisen på palmeolie, som indgår i produktionen af Daniscos fødevareingredienser:

Figur 17

Prisudvikling for palmeolie



Figur 17 – Kilde Bloomberg

Overstående viser tydeligt de volatile råvarepriser de senere år, og vil fremadrettet være en væsentlig risikofaktor for Daniscos margin.

I perioder med faldende råvarepriser vil Danisco have bedre mulighed for at tilpasse sine salgspriser med henblik på at styrke deres margin.

3.1.3 (S) Sociokulturelle forhold

I Daniscos årsrapport fra 2009/2010 estimerer selskabet at befolkningen i 2050 er steget med 32 % til 9 milliarder mennesker³⁸. Den globale fødevareproduktion skal fordobles i 2050, som følge af det stigende befolkningstal samt den afledte øgede efterspørgsel heraf.

Ydermere ses der en tendens i ændringen af befolkningssammensætningen, der medfører at mennesker lever i længere tid. Folkesygdommen fedme, stiger i øjeblikket lineært med befolkningstallet, hvorfor efterspørgslen på substituerende produkter til sødemidler også må forventes at stige.

Der har fra politikere og mediers side verden over været enormt fokus på bæredygtighed og sundhed. Der er igangsat regulativer samt initiativer til forebyggelse af de problemer verden står overfor, hvilket igen vil påvirke forbrugernes vaner/præferencer, og medføre en øget efterspørgsel efter branchens produkter.

I-landenes forbrugere har et øget fokus på sundhed, som fører til en stigende efterspørgsel af sunde produkter³⁹. Dette kan til dels blive en udfordring for Danisco da sunde produkter fra forbrugeren ofte er forbundet med ubearbejdede fødevarer (økologi).

Dette afspejles i den høje vækstrate i salget af økologiske fødevarer, med en forventning om en fordobling af markedet i Danmark i år 2020⁴⁰. Det er essentielt at forstå de sociale og kulturelle tendenser/vaner for fremadrettet at kunne tilpasse sin produktion og forskning efter markedet.

For Industrial Biotech er branchen godt hjulpet af det store fokus på miljøet der primært er relateret til nedbringelse af forbruget af olie og dens udledning af CO².

3.1.4 (T) Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling indenfor Food Ingredients og Industrial Biotech har en væsentlig betydning for industrien. Derfor er det afgørende for producenterne at være blandt de teknologiske ledere for ikke at miste indtjening og markedsandele til konkurrenterne.

Den teknologiske udvikling har direkte indflydelse på muligheden for udvikling af nye produkter, da produktionen i høj grad kræver teknologisk udstyr. Udfordringen er at skulle optimere sin produktion, samtidig med at den skal kunne leve op til produktion af nye innovative produkter. Dette skal ske samtidig med producenterne ikke må gå på kompromis med kvaliteten.

For sikring af optimal udnyttelse af den teknologiske udvikling er det centralt for virksomheder i branchen at investere i medarbejdere og produktionsfaciliteter der har de fornødne kompetencer til at udvikle virksomheden.

3.1.5 (E) Miljømæssige forhold

Miljøområdet spiller en stadig vigtigere rolle i samfundet, og dermed også en vigtigere rolle for Danisco, der i sine strategiske overvejelser bør stræbe efter bæredygtig vækst. Danisco lægger vægt på miljøområdet i form af strategier indenfor bæredygtighed, publicering af specifikke bæredygtighedsrapporter samt rapportering af, hvorledes selskabet formår at leve op til de fastlagte målsætninger.

Det er positivt for Danisco med det øgede fokus på miljøet. Det estimeres at olie og naturgas udgør 60 % af det nuværende ressourceforbrug. Begge ressourcer er begrænsede og det ventes i 2050 at produktionen af olie kun kan udgøre 20 % af produktion i dag og naturgas produktionen vil være reduceret til 25 % af dagens produktion⁴¹.

Ovenstående vil helt naturligt resultere i en søgen efter alternative energikilder, og dermed øget efterspørgsel efter industrielle enzymer til gavn for Danisco.

For at Danisco kan opretholde sit image på markedet, er det vigtigt at Danisco også tænker grønt under produktionen, da Danisco har store produktionsapparater, der alle kræver stort forbrug af energiressourcer samt råvarer.

3.1.6 (L) Lovmæssige forhold

3.1.6.1 Konkurrencemyndigheder

Ved DuPonts opkøb af Danisco vil der ske en konsolidering i branchen. Danisco er enten markedsleder eller andenstørste virksomhed indenfor samtlige af sine forretningsområder. Daniscos position på de eksisterende markeder kan derfor vække tvivl om, hvorvidt lokale konkurrencemyndigheder vil kunne hindre dette opkøb.

Historisk er branchen præget af opkøb. De tidligere opkøb har været af mindre karakter, såsom Novozymes opkøb af fem mindre virksomheder, der skulle danne grundlag for deres mikroorganismeforretning, eller Daniscos køb af Finnish Cultor, som tilførte Danisco en mere global rolle til dens ingrediensforretning. Branchen har ikke tidligere været hindret af restriktioner fra konkurrencemyndighederne ved opkøbene grundet virksomhedernes størrelser.

Fremtidig konsolidering i branchen vurderes dog at kunne blive bremsset af konkurrencemyndigheder, grundet den generelle tendens i branchen til at fravige konglomerat som virksomhedstype, og kun fokusere på kerneforretning, som relaterer sig direkte til Daniscos nye strategiske retning fra 1997. Dette øger selskabernes fokus og størrelse på delområder i branchen.

Fremadrettet vil konkurrencemyndighederne få mere magt i tilfælde af potentiel konsolidering i branchen som følge af ovenstående redegørelse. Derudover kan det tænkes at en eventuel favorisering af lokale virksomheder fra lokale konkurrencemyndigheder vil kunne stå i vejen for opkøb.

3.1.6.2 Patentlovgivning

Danisco beskytter sin innovationsaktivitet og produktsortiment med patenter, således at selskabernes forskningsomkostninger kan dækkes via en ekstraordinær høj markup på produkterne.

Risikoen for omkostninger i forbindelse med patentkrænkelser overfor konkurrenter kan have en negativ effekt for Danisco. Omvendt kan konkurrenter også have krænket Daniscos patenter. Senest har Danisco tabt en retssag til Novozymes om patentkrænkelse på det hollandske marked.

Tilbage i 2006 blev Danisco dømt til at betale mDKK 85 til Novozymes for at krænke et Novozymes patent, hvilket understreger at patentkrænkelser kan have væsentlig indflydelse på Daniscos forretning⁴².

3.1.7 Nøgle drivere

PESTEL-modellen har vist hvordan Danisco er påvirket af omverdenens forhold. Som nævnt er ambitionen med analysen at identificere de faktorer, der har haft størst betydning for Danisco, og på baggrund heraf opstille en scenarieanalyse.

I det følgende gennemgås de PESTEL faktorer, der vurderes at være de mest kritiske.

3.1.7.1 Politiske målsætninger for brugen af bioethanol.

For industrielle enzymer er politiske målsætninger for brugen af bioethanol identificeret til at være den første nøgle driver. Den fremtidige succes for bioethanol kræver politisk opbakning i kampen om at reducere afhængigheden af fossile brændstoffer og nedbringelse af CO² udslip.

Dette skal først og fremmest ske ved at politikere skal øge grænserne for blandingsforholdet mellem olie og bioethanol. Derudover skal der være politisk fokus på investering i 2. generations bioethanol, da denne ikke påvirker landbrugsafgrøder og dermed efterspørgslen på fødevarer.

3.1.7.2 Bæredygtige løsninger

Det vurderes at fokus på området blandt politikere fremadrettet intensiveres, hvilket øger vækstpotentialet for virksomheder i brancher med fokus på bæredygtige løsninger som er tilfældet for Danisco.

3.1.7.3 Udvikling i råvarepriser

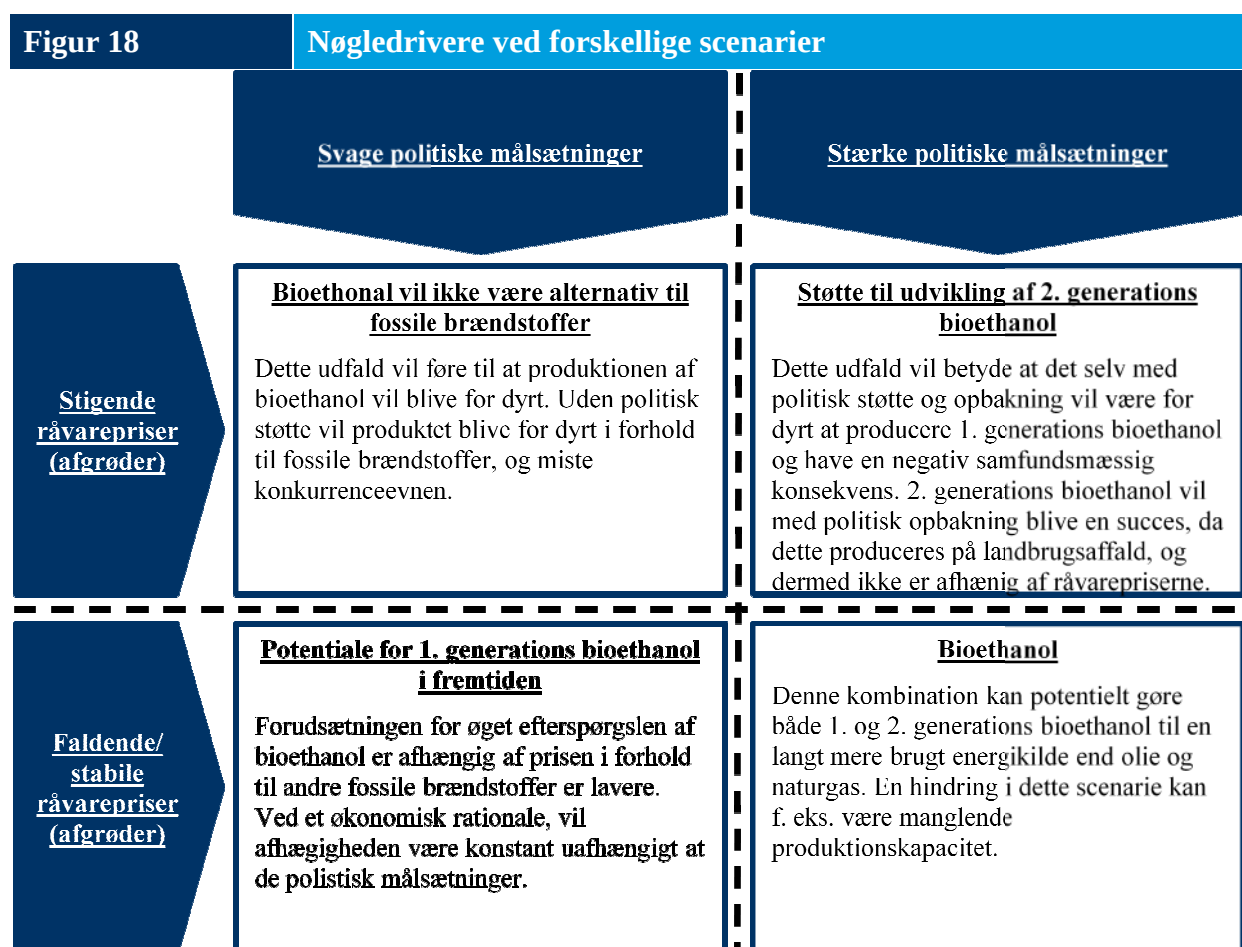
Danisco er eksponeret overfor volatile råvarepriser. Råvarepriserne har en direkte indvirkning på Daniscos evne til at tjene penge. Vi lever i et samfund, hvor det estimeres at den globale fødevarerproduktion skal fordobles i år 2050. Da ressourcerne til produktionen af fødevarer er knappe, vil det uden tvivl påvirke prisudviklingen i råvarer.

Det er vigtigt at forstå Daniscos eksponering overfor de volatile råvarepriser. Men som nøgledriver i følgende scenarieanalyse vil fokus være på den afledte effekt af de stigende råvarepriser i henhold til det politiske fokus på investering i 2. generations bioethanol. Politisk fokus er centralt i henhold til hvornår 2. generations bioethanol bliver en succes.

3.1.7.4 Scenarieanalyse

Baseret på de 3 identificerede drivere er der udarbejdet en scenarieanalyse, hvor de forskellige udfald evalueres.

De første to drivere er politiske faktorer, som i analysen fremstilles som én faktor, Politisk opbakning til bæredygtige løsninger. Udvikling i råvarepriser præsenteres som den anden faktor i analysen.



Figur 18 – Kilde: Egen tilvirkning

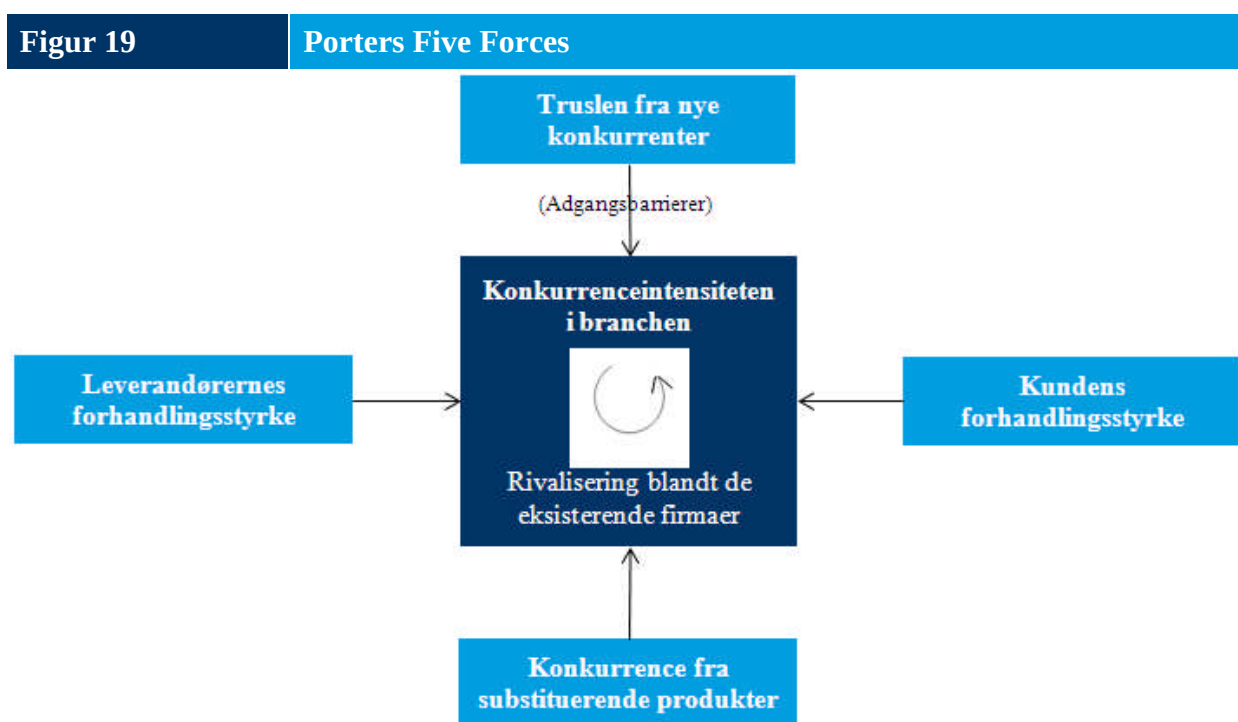
Vores scenarie analyse viser, at det omgivende miljø spiller en vigtig rolle for Danisco. Virksomheder der agerer indenfor Daniscos brancher kan ikke påvirke de politiske beslutninger direkte, men kan derimod påvirke omverdensforholdene gennem forskellige initiativer.

Der skal investeres i at påvirke omverdensforholdene således at der skabes en øget opmærksomhed og derved incitament til investering i bæredygtige løsninger.

Udvikling i råvarepriser vil ikke kunne præges som tilfældet for de politiske forhold. Daniscos påvirkning af råvarepriser vil ske gennem udvikling af mere innovative produkter, der reducerer efterspørgslen efter råvarer.

3.2 Porters Five Forces

Efter undersøgelse af de makroøkonomiske forhold, vil der i det følgende fokuseres på konkurrenceintensiteten i branchen.



Figur 19 – Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 87

3.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Råvarer til brug i produktionen hos Danisco kan primært siges at være landbrugsafgrøder. Dette betyder at Daniscos leverandører hovedsageligt er fra landbrugssektoren, der er karakteriseret af et stort antal udbydere, hvilket mindsker leverandørens forhandlingsstyrke. Modsat er der mange aftagere til leverandørernes produkter.

Danisco lægger i høj grad vægt på at bruge lokale leverandører, der ligger tæt på produktionsfabrikkerne, for at mindske fragtomkostninger, men også for at støtte lokalbefolkningen.

Dette muliggør at Danisco har tusindvis af leverandører rundt i hele verden, og dermed en spredning af risici på mange leverandører. Danisco har dog høje krav til selskabets leverandører, der skal leve op til høj kvalitet af råvarer og etiske standarder. Leverandørerne skal gennemgå Daniscos Global Supplier Assessment and Approval System for at blive accepteret.

For at kunne blive taget i betragtning som leverandør til Danisco skal leverandøren besvare en række spørgeskemaer omhandlende deres forretning og hvordan denne drives⁴³. Daniscos høje krav til leverandørerne reducerer kortsigtet muligheden for skift af leverandør, da det tager tid at etablere nyt leverandørsamarbejde.

Den vigtigste råvare for Danisco er palmeolie, men Danisco aftager kun en marginal del af den samlede produktion⁴⁴. Dog er Danisco afhængig af høstudbyttet, da dette har en kraftig indflydelse på priserne fra leverandørerne.

Overordnet vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke at være lav. Årsagen til dette er det store antal udbydere, Daniscos lokale leverandører vil ofte være afhængig af Danisco som kunde (betydning for leverandørens økonomi), samt leverandørernes dårlige mulighed for fremadrettet vertikal integration.

3.2.2 Truslen fra nye konkurrenter

Branchen er karakteriseret ved høje forsknings- og udviklingsomkostninger, sikring af produkter ved patentbeskyttelse samt en branche præget af regulativer fra politik og lovgivning.

Derfor vil opstart af en ny virksomhed i branchen være en bekostelig affære. Det vil kræve:

- Et solidt kapitalgrundlag grundet de høje udviklingsomkostninger
- Knapheden på de faglige kompetencer til udvikling af innovative produkter
- Beskyttelse af produkter via patentlovgivning.

Derudover vil det kræve en lang tidshorisont før profit vil kunne realiseres, da det højst sandsynligt vil tage flere år at indtjene de forbrugte udviklingsomkostninger.

Kombinationen af høje investeringer og mange år til break-even skaber adgangsbarrierer for især mindre/nystartede virksomheder uden et stærkt økonomisk fundament og mulighed for lån. Derudover vil en ny virksomhed i branchen været nødsaget til at udvikle egne produkter fra bunden af, da kopiering af eksisterende virksomheders produkter vil være brud på patentlovgivningen.

Dog er især branchen indenfor industrielle enzymer præget af høje vækstrater. Markedet er estimeret til at vokse over en konjunkturcyklus med 6-8 %, og ses der nærmere på Daniscos vækstrater realiserede Genencors forretning en organisk vækst på 12 % i regnskabsåret i regnskabsåret 2009/2010, og i Q4 var den organiske vækst på hele 20 %⁴⁵.

Vækstpotentialer for Food Ingredients er estimeret lavere, 3-5 %⁴⁶. Det vurderes her mindre attraktivt for potentielle nye aktører at entrere markedet, et marked der i endnu højere grad er præget af stordriftsfordele.

Markedet for industrielle enzymer er præget af to store aktører, Danisco og Novozymes, som tilsammen har en markedsandel på 70 %.

Det vurderes, at der er høje adgangsbarrierer grundet det store kapitalkrav ved opstart i branchen. Udsigten til et højt afkast vil ikke kunne undgå at tiltrække kapitaltunge virksomheder eller kapitalfonde. Entrering i branchen vil ske ved opkøb af eksisterende virksomheder i branchen for erhvervelse af den fornødne viden, distributionsnetværk og ikke mindst markedsandele.

3.2.3 Kundens forhandlingsstyrke

Som udgangspunkt er Danisco ikke afhængig af få store kunder, der enkeltvis udgør en stor del af deres samlede omsætning. De ti største kunder udgør mindre end 20 % af den samlede omsætning. Daniscos kundebase er på over 10.000 kunder⁴⁷.

I nogle situationer kan forhandlingskraften forringes yderligere, da Danisco via patentsikring kan være eneudbyder af et specifikt produkt og gør dermed kunderne afhængige af Danisco.

Daniscos vision er at blive "first choice" udbyder af biobaserede ingredienser. Opbygning af tætte kundeforhold er centralt for Danisco, da dette er med til at øge kundernes omkostninger ved at skifte leverandør.

Som led i Daniscos innovationsproces "Market Driven Innovation", indgår kundernes efterspørgsel af produkter, der især indenfor Food Ingredients, er præget af ændrede forbrugerpræferencer. Herved opnår Danisco viden om forbrugernes aktuelle og fremtidige behov.

Derudover har kunderne dårlig mulighed for bagudrettet vertikal integration. Dette anses som en alt for omkostningstung proces og vil være udenfor kundernes kernekompetencer, hvilket reducerer deres forhandlingskraft overfor Danisco.

3.2.4 Konkurrence fra substituerende produkter

Daniscos produkter har en helt specifik egenskab som f.eks. optimering af holdbarhed på fødevareprodukter. Generelt vurderes det at Daniscos produkter er svære for sine kunder at undvære, og det vurderes mindre sandsynligt at den type af produkter Danisco sælger decideret fravælges.

Sandsynligheden for substituerende produkter vil derfor ske internt i branchen ved substitution til Daniscos konkurrenter. Danisco beskytter sine produkter med patenter, der medfører at direkte konkurrenter ikke kan matche det specifikke behov for kunderne. Derudover investeres der hos Danisco massivt i forskning og udvikling af nye produkter for konstant at kunne tilbyde et innovativt og bredt produktsortiment, hvilket minimerer risikoen for afhængighed af enkelte produkter.

Der er mulighed for at moderne teknologier vil medføre alternative brændselskilder til 2. generations bioethanol, som kan substituere Daniscos nuværende produktsortiment indenfor området. Der er ikke indikationer på konkurrerende energikilder, hvorfor der ikke forventes decideret konkurrence indenfor en kommende årrække. Det er fundamentalt for virksomhederne i branchen at have fokus på eventuelle nye teknologier, der kan true eksisterende forretningsområder.

3.2.5 Konkurrenceintensiteten i branchen

Danisco er som nævnt markedsledende indenfor alle segmenter virksomheden opererer i. Både markedet for fødevareingredienser og industrielle enzymer er kendetegnet ved, at der er få store virksomheder på markedet og en række nicheproducenter.

Branchen er præget af et kompetitivt miljø, drevet af innovationer og den teknologiske udvikling. Den forventede udvikling i branchen er præget af vækstrater i niveauet 3-5 % for fødevareingredienser samt 6-8 % for industrielle enzymer.

Danisco vil have en udfordring i at bevare sin position som markedsleder, og vil konstant udfordres af konkurrenterne, der ligesom Danisco vil levere innovative produkter. Et forskningsgennembrud hos en konkurrent vil i høj grad kunne påvirke Daniscos markedsandel negativt.

Derudover kan et marked præget af konkurrence føre til øget prispres drevet af kunderne, hvilket vil resultere i en lavere indtjening til Danisco.

Branchen har de senere år været præget af konsolidering og mange virksomheder køber sig til markedsandele/viden/distributionsnetværk etc. for at styrke sin egen position på markedet. Som alternativ til akkvisitioner indgås der samarbejdsaftaler i branchen, som f.eks. Daniscos samarbejde med Goodyear for udvikling af en ny dæktype, hvor oliebaseerede råvarer erstattes med biobaseerede processer.

3.3 Konkurrentanalyse

Konkurrentanalysen har ikke til formål at beskrive Daniscos primære konkurrenter, men i stedet at fokusere på at positionere Danisco i forhold til dens konkurrenter. Det er tidligere berørt at Danisco er solidt repræsenteret indenfor sine segmenter med enten en markedsledende position eller runner-up.

Indenfor markedet fødevareingredienser er Daniscos primære konkurrenter Cargill, Kerry, Huber, Cognis, Chr. Hansen og ABF.

Indenfor markedet industrielle enzymer er Novozymes som markedsleder den største konkurrent.

Gennemgående for Daniscos konkurrenter er at ingen er repræsenteret lige så bredt. Daniscos konkurrenter er alle mere specialiserede, og fokuserede indenfor færre segmenter. Nedenstående oversigt fra Daniscos årsrapport illustrerer dette:

Figur 20

Oversigt over Daniscos konkurrenter

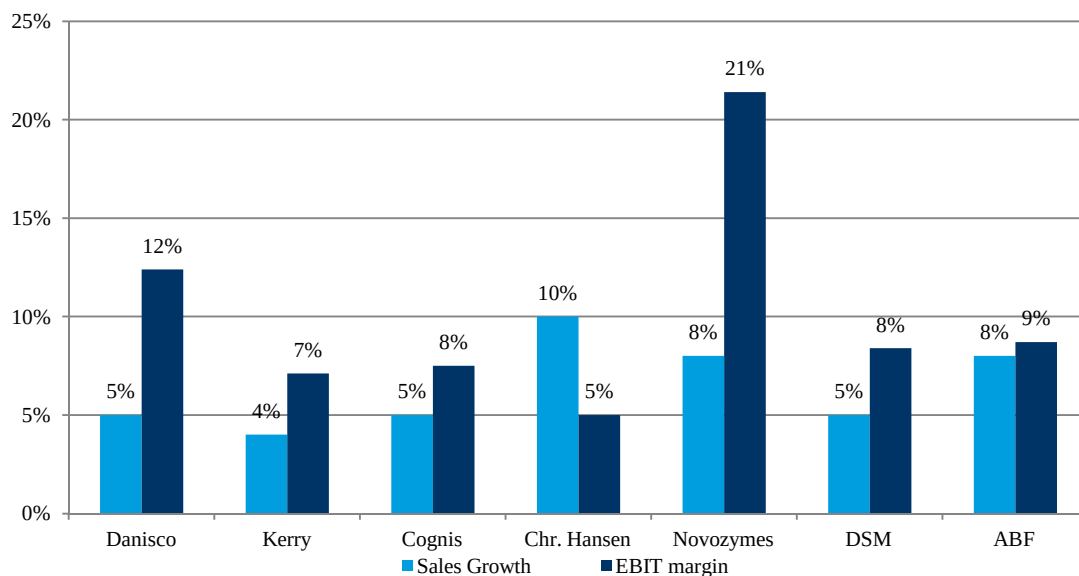
MARKEDSPOSITIONER									
	Emulgatorer	Funktionelle systemer	Texturantingredienser	Sødemidler	Bakteriekulturer	Biokonservering	Teleidiske enzymer	Fødevarerenszymer	Foderenszymer
» Danisco (DK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Degussa/Cargill (USA)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Kerry Group (IE)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Hübel (DK/USA)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Cognis (D)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Novozymes (DK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Chr.Hansen (DK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
DSM (NL)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
ABF (UK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Tate & Lyle (UK)	<	<	<	<	<	<	<	<	<
Daniscos globale position	1	1	2	1	2	1	2	2	1

Figur 20 – Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 87

Ud fra ovenstående figur er der opstillet en graf på baggrund af Daniscos konkurrenters vækst i omsætning og niveau for EBIT margin baseret på regnskabstal fra 2010.

Figur 21

Omsætningsvækst og EBIT margin for 2010



Figur 21 – Kilde: Egen tilvirkning baseret på selskabernes årsrapporter

Indenfor industrielle enzymer er Novozymes som nænt den største konkurrent og markedsleder med Danisco som næststørste spiller på markedet. Danisco præsterer en lavere vækst sammenlignet med Novozymes og en betragtelig lavere EBIT margin på 12 % mod Novozymes 21 %.

Det skal dertil nævnes at Daniscos Genencor division, der agerer indenfor industrielle enzymer opnåede en EBIT margin i 2010 på 14,6 %. Dette er dog stadig betragteligt lavere end hvad Novozymes præsterer.

Markedet for fødevareingredienser er større end for industrielle enzymer, og samtidig er flere af konkurrenterne på markedet store spillere såsom Kerry, Cognis og Chr. Hansen. Fælles er at indtjeningen i højere grad er presset i bund, som det fremgår af selskabernes EBIT margin.

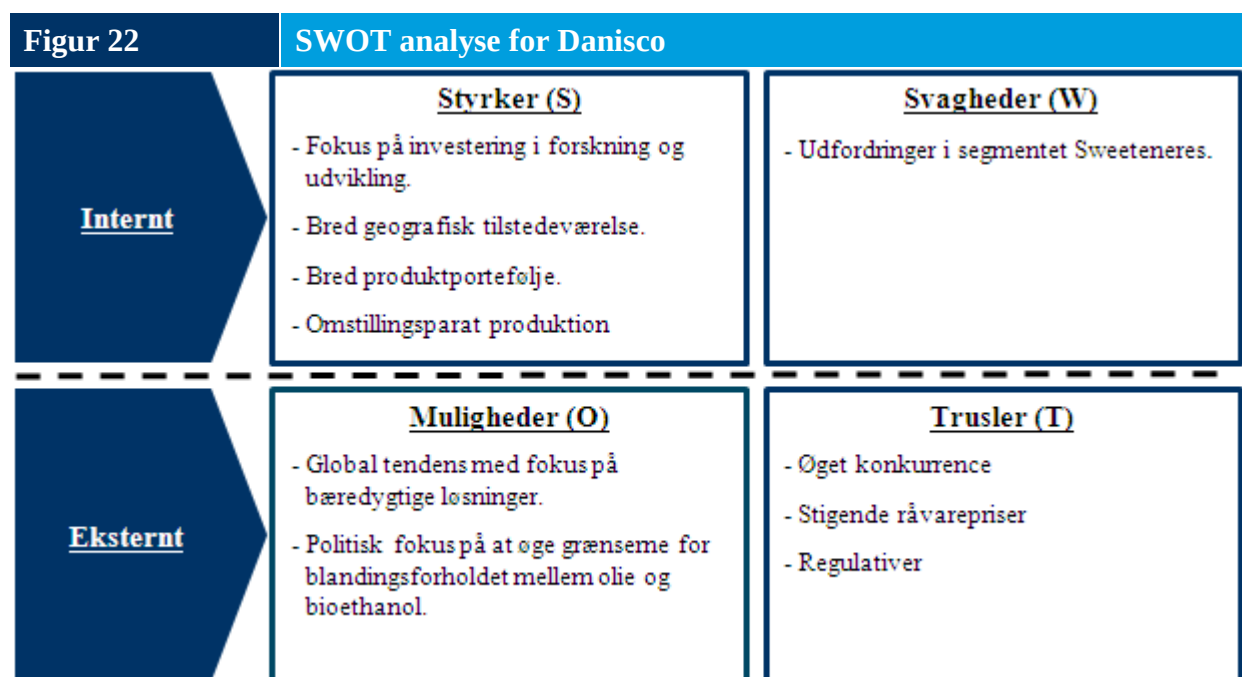
I den interne analyse af Daniscos forretningsområder fremgår det at Daniscos højeste vækstrater samt EBIT margin opnås indenfor Cultures (fødevareingrediens) og Genencor (industrielle enzymer). Indenfor Cultures spiller især Chr. Hansen en stor rolle og har ved seneste regnskab præsteret en vækstrate på 20 % i nettoomsætning.

Danisco har en udfordring på sine vækstmarkeder, der er under hårdt pres fra konkurrenter. Gennem forskning og udvikling skal Danisco skabe en endnu mere innovativ portefølje end sine konkurrenter og samtidig have fokus på forbedring af sin indtjening.

3.4 SWOT

I dette kapitel vil en SWOT analyse blive benyttet som en opsummering af de foregående kapitler om henholdsvis den interne analyse af Danisco, og en beskrivelse af den industri og omverdensforhold Danisco opererer i.

Analysen fremgår nedenfor og de enkelte punkter i analysen beskrives efterfølgende.



Figur 22 – Kilde: Egen tilvirkning

3.4.1 (S) Styrker

3.4.1.1 Investering i forskning og udvikling

Fokus på forskning og udvikling vurderes at være en helt central styrke for Danisco. Danisco har et bredt produktsortiment, og investerer betydelige ressourcer i forskning og udvikling for at forsvare sin position som foretrukken leverandør og markedsleder på størstedelen af sine markeder.

Fokus ses bl.a. ved en jævn stigning indenfor området de sidste 3 år og udgjorde i regnskabsåret 2009/2010 knap mDKK 900.

Danisco har etableret globale forsknings og udviklingscentre rundt om i verden, og arbejder konstant på udvikling af innovative produkter. De udviklede produkter sikres gennem patenter. Der ses en positiv tendens i Daniscos patentportefølje, der stiger i takt med den stigende investering i forskning og udvikling. Udviklingen er en forudsætning for fremtidig succes for en virksomhed som Danisco.

3.4.1.2 Bred geografisk tilstedeværelse

Danisco har aktiviteter i hele verden og med den brede geografiske tilstedeværelse opretholder Danisco sin position som førende virksomhed på sine markeder.

Det forventes at fremtidig vækst opnås for vækstmarkeder såsom Asien og Latinamerika, markeder, hvor Danisco allerede er tilstedeværende og allerede har ca. 25 % af sin omsætning. Den solide tilstedeværelse på vækstmarkederne sikrer Danisco et godt fundament til at sikre virksomhedens fremtidige vækst.

3.4.1.2 Bred produktportefølje

Den diversificerede produktportefølje hjælper Danisco til at reducere risikoen på baggrund af ændrede markedsvilkår for et bestemt produkt. Derudover reducerer det også risikoen for at ændringer i lovgivningen kan stille Danisco i en konkurrencemæssigt svagere position.

3.4.1.3 Omstillingsparat produktion

Danisco har opkøbt og frasolgt flere, hvilket har givet udfordringer i optimering af selskabets produktion. Danisco har dog indenfor de senere år formået at tilpasse sin kapacitet som følge af ændringer i efterspørgslen indenfor de forskellige forretningssegmenter.

Yderligere har Danisco integreret produktion fra opkøbte virksomheder i eksisterende produktionsfaciliteter. Tiltagene viser at Danisco indenfor en relativ kort tidshorisont formår at tilpasse sin kapacitet, hvilket også kommer til udtryk i selskabets EBIT marginer.

3.4.2 (W) Svagheder

3.4.2.1 Udfordringer i driftsdivisionen Sweeteneres

Forretningssegmentet Sweeteners har været hårdt ramt da deres største produkt sødemidlet Xylitol, har været under pres grundet øget konkurrence, prispres og svingende efterspørgsel.

Faldende omsætning, faldende EBIT margin og nedskrivninger har præget Sweeteners de sidste 3 regnskabsår. Danisco har iværksat en række tiltag for at forbedre indtjeningen i Sweeteners.

Tiltagene er foretaget for at styrke likviditeten samt EBIT margin i forretningsområdet. Det vurderes sandsynligt at Daniscos tiltag vil forbedre EBIT for Sweeteners, men det ændrer dog ikke ved det faktum at Danisco har en udfordring i at genetablere vækst i omsætningen.

3.4.3 (O) Muligheder

3.4.3.1 Global tendens med fokus på bæredygtige løsninger

Det vurderes at Danisco har en produktportefølje, der matcher det globale fokus på bæredygtige løsninger. Enzymer, der optimerer produktion af f.eks. fødevarer og produkter der reducerer fedtindhold samt udvikling af bioethanol som erstatning til olie er en del af Daniscos produktsortiment.

3.4.3.2 Muligheder indenfor bioethanol

Den fremtidige succes for bioethanol kræver politisk opbakning i kampen om at reducere afhængigheden af fossile brændstoffer og nedbringelse af CO² udslip.

Dette skal først og fremmest ske ved, at politikere skal øge grænserne for blandingsforholdet mellem olie og bioethanol. Derudover skal der være politisk fokus på investering i 2. generations bioethanol, da denne ikke påvirker landbrugsafgrøder og dermed efterspørgslen på fødevarer.

USA har opjusteret deres mål for blandingsforhold mellem olie og bioethanol fra 10 % til 15 %. Tendensen følges af EU, som har udstukket anvisninger med hensyn til brugen af bioethanol i transportsektoren. 2 % af brændstoffet til transport skal udgøre biobrændsel i 2005 og 5,75 % i 2010.

3.4.4 (T) Trusler

3.4.4.1 Øget konkurrence

Danisco er en førende aktør i alle sine segmenter. Danisco opererer i et stærkt konkurrencepræget miljø, drevet af innovationer og teknologiske udvikling, hvor virksomheden har intens konkurrence fra konkurrenter.

Et konkurrencepræget marked kan føre til markedsdrevne prisnedsættelser, som det er set i Sweeteners. Sådanne scenarier vil føre til et fald i avancerne for Danisco.

3.4.4.2 Stigende råvarepriser

Udvikling i råvarepriser er en trussel for Danisco. Danisco anvender i sin produktion af fødevarer ingredienser bl.a. raps- og palmeolie, hvor prisstigninger fører til et lavere dækningsbidrag pr. produkt.

Råvarepriserne har de senere år været volatile og ligget på et højt niveau. Daniscos udfordring er at få implementeret stigninger i kostpriser i sine salgspriser, således at Danisco ikke alene skal bære meromkostningen fra de stigende råvarepriser.

Det forventes at råvarepriser fremover vil stige som følge af den øgede efterspørgsel fra udviklingslande og den stigende befolkning i verden. Den afledte effekt af de stigende råvarepriser vil på lang sigt øge det politiske fokus på investering i 2. generations bioethanol og blive en mulighed for Danisco.

3.4.4.3 Regulativer

Danisco opererer på markeder præget af regulativer. Umiddelbart forventes det ikke at tendensen mod mere restriktive regulativer fremsat af regeringer og fødevarerorganisationer vil præge Danisco. Det må dog alligevel anses for en betragtelig forretningsmæssig trussel for samtlige virksomheder indenfor de markeder Danisco opererer på.

3.5 Delkonklusion

Opsummering på den strategiske analyse af Danisco er foretaget i ovenstående SWOT analyse. Del 3 og SWOT analysen redegør for, hvordan DuPont i forbindelse med et opkøb af Danisco skal være opmærksom på. Analysen er opdelt i muligheder og trusler samt styrker og svagheder.

Del 4: Opkøbsrationaler for DuPont

4.1 Strategisk rationale

Analysen foretaget i Del II har fokuseret på DuPonts og Daniscos forretninger. Del III har givet en gennemgang af markedet for fødevareingredienser og industrielle enzymer. På baggrund heraf er der identificeret en række faktorer, der kan medføre fremtidige udfordringer samt potentielle muligheder for DuPont i Danisco.

Der er foretaget en opdeling af faktorerne i to hovedgrupper, forretningsspecifikke og branchespecifikke, som kan tænkes at påvirke DuPont ved opkøb. Der er identificeret 4 faktorer, som vurderes at kunne påvirke Danisco fremadrettet.

Figur 23	Fremtidige faktorer der kan påvirke Danisco
Forretningsspecifikke	Branchespecifikke
Type (forretningsmæssig synergi)	Udvikling i råvarepriser
Konkurrenceintensitet	Lovgivning

Figur 23 – Kilde: Egen tilvirkning

4.1.1 Forretningsmæssig synergi

DuPont er en markedsstyret forskningsvirksomhed, der leverer innovative løsninger, som dækker væsentlige globale behov inden for fødevarer, sikkerhed og bæredygtighed. Danisco er en teknologistyret organisation med ekstraordinære videnskabelige kompetencer inden for enzymer og fødevareingredienser.

Tilsammen forventes de to organisationer at drage fordel af de industrielle bioteknologiske styrker, i forhold til en række fælles produktlinjer. Dette kan skabe betydelige vækstmuligheder for den sammenlagte koncern, dens medarbejdere og andre interessenter inden for biobrændstof, biomaterialer og andre teknologier.

DuPont har visse aktiviteter inden for ernæring og sundhed, kombineret med Daniscos brede og dybe portefølje af fødevareingredienser, vil den nye organisation kunne udvikle et mere omfattende produktudbud til fødevareindustrien og dermed skabe vækst i hver af de enkelte komponenter.

I lyset af de omfattende kompetencer inden for forskning, innovation og applikationsudvikling, som DuPont og Danisco besidder, er de to selskaber velegnede til sammen at udbygge deres eksisterende produktudbud og skabe innovative løsninger og forretningsmæssig synergi.

Opnås succes med dette formål, vil det gavne begge virksomheder og deres medarbejdere. Som eksempel herpå kan nævnes;

- Kombinationen af Daniscos og DuPonts kompetencer inden for bioteknologi vil skabe et mere integreret produktudbud inden for industriel bioteknologi.

Daniscos stærke position inden for enzymer komplementerer DuPonts kompetencer inden for biomasseforarbejdning, som vil være med til at skabe omkostningseffektive biobrændstoffer og biomaterialer.

- Danisco (Genecor) har været en værdifuld samarbejdspartner i DuPonts program med cellulosebaseret ethanol (den fælles virksomhed DDCE) og har fungeret som teknologisk udviklingspartner.

Sammenlægningen af de to virksomheder vil fremme udviklingen.

- Daniscos førende position inden for specialfødevareingredienser komplementerer DuPonts eksisterende ernærings- og sundhedsaktiviteter. Sammenlægningen vil give mulighed for at skabe nye og forbedre de eksisterende produktudbud⁴⁸.
- Daniscos globale udviklingsorganisation Sales and Application Food Ingredients (SAFI) vil styrke DuPonts adgang til markeder for forskellige fødevareapplikationer. Daniscos komplementære kompetencer inden for fødevarevidenskab, viden om fødevareformulering og klinisk ernæring vil hjælpe DuPont med at skabe nye produktudbud til kunder på globalt plan.

Vi vurderer at Danisco er en attraktiv virksomhed med globalt førende kompetencer inden for brancher, der er af stor interesse for DuPont. En sammenlægning af disse kompetencer med vil skabe en globalt førende koncern inden for fødevareingredienser, enzymer og biobaserede løsninger.

Yderligere ser vi Daniscos ingrediensvirksomhed som en væsentlig og værdifuld tilføjelse til DuPonts nuværende forretning.

DuPont har tilstrækkelige finansielle og øvrige ressourcer til fortsat at investere i den videre udvikling af Daniscos virksomhed, herunder inden for enzymer og andengenerations- bioetanol, hvor DuPonts og Daniscos aktiviteter og kompetencer supplerer hinanden.

Selvom DuPont har aktiviteter inden for ernæring og sundhed, vil Daniscos Food Ingredientsforretning i højere grad tilføre DuPont-koncernen et nyt forretningsområde. DuPont har over for bestyrelsen bekræftet, at man ønsker at satse på denne del af Danisco, som et væsentligt og værdsat bidrag til DuPonts nuværende virksomhed⁴⁹.

Derudover identificerer det sig ved beskrivelsen af DuPonts forretningsområder at DuPont er en konjunkturfølsom virksomhed, der led et betragteligt fald i omsætningen som følge af den globale finanskrisen.

Det er en bemærkelsesværdig sammenligning med Danisco, der i samme periode formår at fastholde omsætningsvæksten, og samtidig forbedre EBIT margin (bortset fra Sweeteners divisionen).

Det vurderes i den henseende at DuPont kan have et øget incitament til at foretage opkøb af Danisco. Danisco er ikke så konjunkturfølsom, og DuPont vil med et opkøb af Danisco kunne sprede sin risiko for påvirkning af lavkonjunktur ved at tilføre Daniscos forretningsområder til deres eksisterende forretning.

4.1.2 Konkurrenceintensitet

Både markedet for fødevareingredienser og industrielle enzymer er kendetegnet ved, at der er få store virksomheder på markedet og en række nicheproducenter. Branchen er præget af et kompetitivt miljø, drevet af innovationer og den teknologiske udvikling. Den forventede udvikling i branchen er præget af vækstrater i niveauet 3-5 % for fødevareingredienser samt 6-8 % for industrielle enzymer.

Markedet for fødevareingredienser og industrielle enzymer er afhængig af innovative løsninger der giver konkurrencemæssig fordel. Danisco vil have en udfordring i at bevare sin position som

markedsleder, og vil konstant udfordres af konkurrenterne, der ligesom Danisco vil levere innovative produkter. Et forskningsgennembrud hos en konkurrent, vil i høj grad kunne påvirke Daniscos markedsandel negativt.

Branchen har de senere år været præget af konsolidering, og mange virksomheder køber sig til markedsandele/viden/distributionsnetværk etc. for at styrke sin egen position på markedet. Som alternativ til akkvisitioner indgås der samarbejdsaftaler i branchen.

4.1.3 Udvikling i råvarepriser

Som det er identificeret i PESTEL analysen er Danisco i høj grad eksponeret overfor udvikling i råvarepriser. Dette skyldes at Danisco i sin produktion anvender fødevaringredienser som bl.a. raps- og palmeolie, hvor prisstigninger medfører højere inputpriser og dermed et lavere dækningsbidrag pr. produkt.

Daniscos udfordring er at en meromkostning som følge af øgede råvarepriser ikke altid kan viderefaktureres til kunden. Råvarepriserne har de senere år været ekstremt volatile og samtidig har bundniveauet for råvarepriserne ligget på et højt niveau.

Danisco skal i sin prispolitik langsomt forsøge at tilpasse sine salgspriser, da de ikke i samme hastighed kan tilpasse sine priser som ændringer i råvarepriser ellers ville retfærdiggøre. Derfor er den helt store udfordring at få implementeret prisstigninger i produkternes salgspriser således at Danisco ikke alene skal bære meromkostningen i form af stigende råvarepriser.

Udviklingen er dog ikke kun dårlig for Danisco, da deres kunder i perioder med stigende råvarepriser vil efterspørge flere enzymer og emulgatorer som følge af stigende råvarepriser, der kan effektivisere produktionen og mindske råvareforbruget. Den øgede efterspørgsel forventes ikke at kunne opveje den meromkostning Danisco har ved produktionen.

Det høje niveau og udviklingen i råvarepriserne vurderes på kort sigt at kunne udgøre en trussel mod Daniscos indtjeningsmargin.

4.1.4 Lovgivning

Regulativerne bliver mere og mere restriktive, både i henhold til konsolideringer i brancher (dette gennemgås i Del V i afhandlingen), men også i forhold til de politiske reguleringer der præger brancherne.

For industrielle enzymer er politiske målsætninger for brugen af bioethanol identificeret til at være en vigtig nøgle driver. Den fremtidige succes for bioethanol kræver politisk opbakning i kampen om at reducere afhængigheden af fossile brændstoffer og nedbringelse af CO² udslip. Vi mener, at politikere i højere grad fremadrettet vil intensivere fokus på dette område, hvilket klart vil genere et vækstpotentiale for virksomheder i branchen.

For fødevaringredienser er regulativerne fra både EU og FDA i USA blevet mere og mere restriktive. Regulativerne berører i højere grad Daniscos kunder (producenter) end Danisco selv, da Danisco er underleverandør til producenterne.

4.2 Finansielle rationaler

Dette kapitel og dets underkapitlers formål er at analysere de økonomiske rationaler for DuPont ved en overtagelse af Danisco. Afsnittet kan samtidig ses som en forlængelse af den tidligere strategiske analyse, hvor der nu tilføjes tal og værdier på analysen.

Med dette i tankerne er det overordnede mål, at nå frem til en bestemt værdi for nutidsværdien af Danisco ved hjælp af de forskellige teknikker, som blev introduceret i Del I. Dette omfatter også angivelse af den eventuelle ekstra værdiskabelse (synergier) DuPont vil have ved et opkøb af Danisco. Der vil desuden blive udarbejdet en følsomhedsanalyse af Daniscos værdi.

For at nå målet med dette kapitel, har vi brug for at identificere Daniscos mest betydningsfulde value drivere, som vil danne grundlaget for budgetteringen og projekteringen i de fremtidige frie penge strømme.

Under henvisning til litteraturen "*Valuation - Measuring and managing the value of companies*" by McKinsey & Company, Koller, Goedhart and Wessels, der af mange er beskrevet som den

grundlæggende teori inden for værdiansættelse, vil også den danske teoretiker Professor Thomas Plenborg fra Copenhagen Business School's publikation "Nøgletals analyse" blive benyttet.

Med den nævnte litteratur vil vi identificere afkastet af den investerede kapital (ROIC), vækstraten (g), og de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). Kort sagt kan en virksomheds værdi måles ud fra dens evne til at generere en ROIC, der er større end dens WACC, og dens evne til at vokse og ekspandere generelt.

Dette skyldes det faktum, at høje afkast og vækst fører til høje Cash Flows, som igen medfører en højere værdi. Derfor er det netop disse tre centrale value drivers vi har valgt at benytte for fremadrettet at kunne estimere de kommende frie Cash Flows og den økonomiske profit. Dette vil senere gøre os i stand til at fastsætte prisen på Daniscos aktier.

For at beregne disse value drivers, og senere Daniscos fremtidige pengestrømme, har det første skridt i værdiansættelsesprocessen været at analysere de historiske resultater. Som eksterne analytikere har årsrapporterne været grundlaget for vores resultatindsamling.

Årsrapporterne er imidlertid ikke direkte egnede til analysebrug. Daniscos gamle årsrapporter indeholder også frasolgte divisioner f.eks. Sukker og Flavours. Effekten fra ophørte aktiviteter giver dermed en masse støj i analysen af de historiske data, hvorfor det har været nødvendigt først at rense årsrapporterne for ophørte aktiviteter.

Det andet store skridt i værdiansættelsesprocessen er at udlede nøgletal som Invested Capital, NOPLAT og Economic Profit. For udledning af nævnte nøgletal er en reformulering af de oplyste regnskaber en nødvendighed. Først efter en reformuleret resultatopgørelse og balance vil komponenterne i ROIC formelen kunne beregnes og fortolkes.

Endelig indebærer det tredje og sidste trin i værdiansættelsesprocessen de fremadrettede finansielle prognoser, som afspejler vores forventninger til Daniscos ydeevne. Det er en vigtig del af værdiansættelsen, da de underliggende antagelser bag de centrale value drivers har stor indflydelse på udfaldet i analysen af de tilbagediskonterede Cash Flows. Grundlaget for

beregningen af DCF, er et resultat at de beregnede Frie Cash Flows, og strømmen af den fremtidige økonomiske gevinst diskonteret med WACC.

4.2.1 Regnskabsgennemgang

Vores analyse tager som nævnt udgangspunkt i de af Danisco afleverede årsrapporter. Det er essentielt at vurdere kvaliteten og kontinuiteten af dem. Først gennemgås anvendt regnskabspraksis, og derefter revisionspåtegningerne.

4.2.1.1 Anvendt regnskabspraksis

En analyse af kontinuiteten i den anvendte regnskabspraksis er væsentlig for vores senere analyse, da ændringer i regnskabspraksis kan have indflydelse på sammenligneligheden mellem regnskabsårene. Det er derfor vigtig for ekstern analytiker at vurdere effekten af eventuelle ændringer, og indregne korrektioner i de senere reformulerede opgørelser.

Efter Danisco overgik til at aflægge regnskab efter IFRS i regnskabsåret 2004/2005 har der kun været mindre uvæsentlige ændringer. Den seneste ændring var i 2005/2006, hvor der skete en ændring jf. IAS 19 således at, aktuarmæssige gevinster og tab skulle indregnes fuldt ud i balancen på egenkapitalen. Effekten af denne ændring vil kunne have betydning for tidligere sammenlignings år, men da vores første historiske år er 2006, har dette ingen effekt på vores fremadrettede analyse.

4.2.1.2 Revisionspåtegninger

Revisor udtrykker gennem sin påtegning hvorvidt årsrapporten indeholder væsentlige fejl samt hvorvidt den giver et retvisende billede af virksomhedens økonomiske situation. En blank påtegning er ikke ensbetydende med at årsrapporten ikke indeholder fejl, men en sikkerhed for at den ikke indeholder fejl, der kan være væsentlige for regnskabsbruger.

Påtegningen giver endvidere regnskabsbruger en vis grad af sikkerhed for at den anvendte regnskabspraksis er overholdt.

I forbindelse med udarbejdelse af regnskabsanalysen og værdiansættelsen er det relevant at identificere, om der har været modifikationer til konklusionen i de analyserede årsrapporter. Har

dette været tilfældet, er det vigtigt at effekten af dette vurderes, samt at der aktivt tages stilling til, hvordan regnskaberne korrigeres, således at fundamentet for analysen er ensartet og uden væsentlige fejl.

Gennemgangen af Daniscos årsrapporter i den historiske periode gav ikke anledning til bemærkninger. Alle årsrapporter fra 2000 frem til 2010 var alle forsynet med påtegninger uden forbehold eller supplerende bemærkninger.

Vi kan derfor inden påbegyndelsen af værdiansættelsen af Danisco antage, at talmaterialet ikke indeholder væsentlige fejl eller mangler.

4.2.2 Historisk analyse

For at lave en historisk analyse af Daniscos resultater gennem årene, er det meget vigtigt at tage højde for ophørte aktiviteter og ændret regnskabspraksis. Danisco har i alle vores analyserede år, aflagt regnskab efter IFRS, der er på dette område derfor ingen støj, der skal korrigeres for.

De ophørte aktiviteter er for så vidt angående et væsentligt støjparameter, der foreligger ikke en fuldstændig resultatopgørelse og balance for de fortsættende aktiviteter. De ophørte aktiviteter er i de regnskabsår, det har været muligt, fratrasket med den direkte oplyste værdi fra segmentoplysningerne.

De regnskabsposter der ikke er oplyst direkte, er fordelt vha. fordelingsnøgler og antagelser på samme måde som balanceposterne. Ved opsplitningen af balanceposterne har det langt fra været muligt at opstille klare antagelser eller fordelingsnøgler. Ud fra en væsentlighedsbetragtning er det valgt at opsplitte hele balancen ud fra årlig fast fordelingsnøgle, der er udarbejdet på baggrund af omsætningen i de ophørte aktiviteter⁵⁰.

Herefter er resultatopgørelse og balance blevet reformuleret, formålet med dette er at danne et grundlag for den efterfølgende værdiansættelse, rentabilitetsanalyse og vækst prognoser⁵¹. Daniscos økonomiske aktiviteter kan opdeles i henholdsvis driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter samt primære og sekundære aktiviteter.

Da vi laver en værdiansættelse ud fra nutidsværdien af pengestrømme, er det nødvendigt at skille aktiviteter og pengestrømme, der ikke vedrører den primære drift fra. I Daniscos årsrapporter indgår regnskabslinjen "særlige poster". De "særlige poster" vedrører hovedsageligt nedskrivninger (herunder goodwill) og omstrukturingsomkostninger.

Vi har valgt ikke at medtage dem som en del af driften på trods af at de fremgår af det reviderede regnskab, da det er oplyst i anvendt regnskabspraksis at de "særlige poster" er af sekundær karakter, og skal dermed ikke indgå i beregningen af pengestrømmene fra Daniscos kerneforretning og den primære drift.

Daniscos evne til at skabe driftsresultater kan udtrykkes som ROIC, der udtrykker, det afkast virksomheden genererer pr. investeret krone, eller med andre ord:

Ligning 4

ROIC

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Invested capital}}$$

Ligning 4 – Kilde: McKinsey&Company

4.2.2.1 Reformulering af resultatopgørelsen - NOPLAT⁵²

NOPLAT er selskabets netto driftsresultat reguleret for skatter og omfatter det overskud der er til rådighed for både aktionærer og banker. Vores beregning af NOPLAT indeholder kun aktiviteter fra den primære drift og dennes renter og skat. Herved sikres at NOPLAT kun indeholder fortjenester fra den primære drift.

Vi har sikret os, at al sekundær aktivitet er trukket fra og kun afskrivninger og nedskrivninger der kan henføres til den primære drift er indeholdt i det beregnede EBIT. Finansielle poster ligger under EBIT og har derfor ingen påvirkning på vores NOPLAT.

Vi har valgt at bruge en simpel skattekalkulation for at komme fra EBIT til NOPLAT, ved at fratrække selskabsskatten på 25 %⁵³. Argumentationen for dette er, at i en simpel virksomhed med kun primære driftsaktiviteter, er der ikke udskudte skatteaktiver og ej fradragsberettigede omkostninger.

Det har dog i midlertidigt vist sig at Danisco historisk set har været i stand til at skabe et større overskud til deres aktionærer ved hjælp af en gearret kapitalstruktur. Der vil i afhandlingen ikke blive taget højde for denne effekt. Dette vil ikke ændre noget for den ovenfor beskrevne metode til beregningen af NOPLAT, som også kan ses i nedenstående figur⁵⁴.

Figur 24	NOPLAT - Analytisk resultatopgørelse				
NOPLAT Beregning	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT	2.101	2.167	2.468	1.142	1.718
Initial tax	-525	-542	-617	-286	-430
NOPLAT	1.575	1.625	1.851	857	1.289

Figur 24 – Kilde: Daniscos årsrapporter og egne beregninger

Figuren illustrer Daniscos netto driftsprofit justeret for skatter, udgør tælleren i den tidligere nævnte ROIC ligning. Det fremgår af udviklingen at der har været et væsentligt fald i NOPLAT efter 2008. Årsagen til udviklingen forklares senere under analysen af ROIC.

4.2.2.2 Reformulering af balancen – Invested Capital⁵⁵

For at beregne tælleren i den opstillede ROIC formel, skal den historiske balance reformuleres. Inden reformuleringen har vi rensset årene 2006, 2007 og 2008 for aktiver og passiver, der vedrørte ophørt aktivitet. Det var ikke oplyst i årsrapporterne, hvor stor en andel af aktiverne/passiverne de frasolgte segmenter udgjorde. En fordelingsnøgle bygget på segmenters oplyste omsætning er fundamentet i opdelingen af balancen⁵⁶.

For at sikre os, at vi kun benytter den investerede kapital fra Daniscos kernevirkksomhed, reformulerer vi balancen. På samme måde som det var tilfældet for NOPLAT, er formålet her at skelne mellem driftsindtægter og finansieringsindtægter, eller sagt på en anden måde, mellem primære og sekundære aktiviteter.

Investeret kapital er defineret som den nødvendige kapital til at drive en virksomheds kerneaktiviteter. Investeret kapital kan brydes op i forskellen mellem driftsaktiver (OA) og driftsmæssige forpligtelser (OL) tillagt de ikke-operative aktiver (NOA). Herved kan vi den investerede kapital beregnes:

Ligning 5 Samlet investerede midler

$$(OA-OL) + NOA = \text{Samlet investerede midler} = (D+DE) + (E+EE)$$

Ligning 5 – Kilde: Financial Statement Analysis, Christian V Petersen og Thomas Plenborg,

Den investerede kapital kan adskilles yderligere i delkomponenter, der udgøres af driftsaktiver og passiver, så som driftskapital og anlægsaktiver. Figur 25 giver en samlet oversigt over, hvordan vi har afledt den investerede kapital.

Figur 25 Invested Capital

Invested Capital Berening	2006	2007	2008	2009	2010
Drifts aktiver (OA)	11.268	11.135	11.493	11.520	11.900
Ikke drifts aktiver (NOA)	7.766	7.383	6.670	9.758	8.608
Total aktiver	19.035	18.517	18.163	21.278	20.508
Drifts Passiver (OL)	3.224	3.218	3.375	3.455	3.609
Gæld (D+DE)	8.038	7.398	6.395	5.552	4.222
Egenkapital og dens ækvivalenter (E+EE)	7.773	7.901	8.393	12.271	12.677
Total Passiver	19.035	18.517	18.163	21.278	20.508
Invested capital (excl. Goodwill) (OA-OL)	8.044	7.916	8.117	8.065	8.291
Invested capital (incl. Goodwill)	15.103	14.767	14.212	16.509	16.121
Samlet investerede midler	15.810	15.299	14.788	17.823	16.899

Figur 25 – Kilde: Daniscos årsrapporter og egne beregninger

Ved gennemgangen af den reformulerede balance⁵⁷, er det vigtigt at lægge mærke til opdelingen i arbejdende kapital (OA) og ikke arbejdende kapital (NOA).

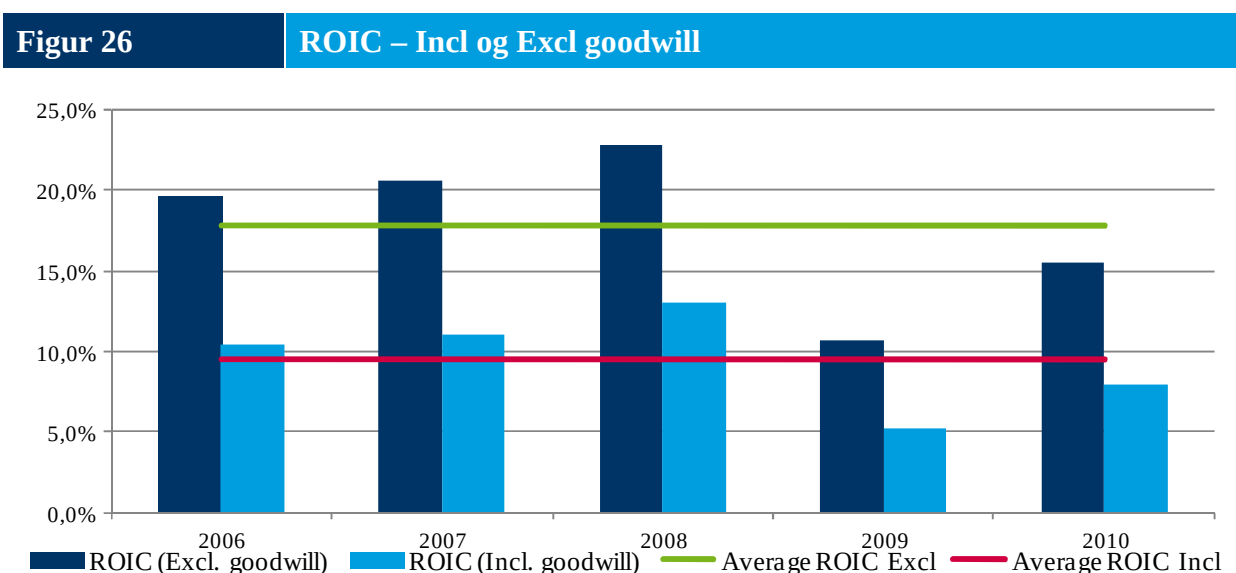
Det har ikke været muligt for os at finde frem til størrelsen på Daniscos likvide beholdning, hvorfor vi har lavet et estimat, der bygger på forskning fra Koller, Goedthart og Wessels (Valuation), der konkluderer at virksomheder i S&P 500 reserverer lunder 2 % af deres salg til en kontant reserve.

Niveauet for nødvendig driftslikviditet varierer på tværs af brancher. Danisco opererer i et stabilt marked, hvorfor vi kun mener, at der er behov for at reservere ¼ % af deres salg til opretholdelse af driften. Pr. definition er alt overskydende driftslikviditet ikke nødvendig for opretholdelsen af virksomhedens primære aktiviteter.

Efter at have omlagt både resultatopgørelse og balance, er det nu muligt at beregne og analysere den historiske udvikling af den første værdidriver til Danisco – ROIC.

4.2.3 Rentabilitetsanalyse

Efter at have udledt både tælleren og nævneren i den tidligere beskrevne ROIC formel, har vi beregnet ROIC⁵⁸ for perioden 2006-2010. I vores beregninger af ROIC skelner vi mellem Inkl. og Ekskl. goodwill, da goodwill kan forvrænge billedet og dermed resultere i en misvisende fortolkning af ROIC. Dette er illustreret i nedenstående figur:



Figur 26 – Kilde: Daniscos årsrapporter og egne beregninger

ROIC med goodwill måler virksomhedens evne til at skabe værdi ud fra den kapital, der er bundet i merprisen fra tidligere opkøb. ROIC uden goodwill måler kun virksomhedens evne til at skabe værdi ud fra dens kerneforretningsområder⁵⁹.

Effekten af goodwill på ROIC ses tydeligt når gennemsnittet af de seneste fem år sammenlignes. ROIC eksklusiv goodwill er på 17,8 %, hvilket er 8,3 procent-point højere i forhold til det gennemsnitlige niveau for ROIC inklusive goodwill.

Udviklingen viser også, at der har været en stor fluktuation i ROIC niveauet. Den negative udvikling efter 2008 skyldes ændringen i EBIT og dermed NOPLAT, som det også kan ses i Figur 25.

Niveauet for ROIC havde været lavere, hvis de særlige poster og generelle nedskrivninger var medtaget i beregningen. Mere specifikt vedrører de særlige poster i 2008/2009 og 2009/2010

nedskrivning af goodwill på fortsættende aktiviteter. Effekten af posterne vil dog forringe billedet af Daniscos evne til at skabe et frit Cash Flow, hvorfor de er udholdt af denne analyse. Fremadrettet benyttes derfor ROIC ekskl. goodwill.

Tendensen for udviklingen i ROIC har været opadgående fra 2006 til 2008 med en stigning på 1,6 %. Fra 2009 til 2010 er der en stigning på 4,9 %⁶⁰. Det markante fald fra 2008 til 2009, kan forklares ud fra de tilbageværende SGA omkostninger (Salgs-, Distributions- og Administrations omkostninger) fra Sukker divisionen. Ved et frasalg af en forretningsdivision kan alle omkostninger relateret hertil ikke forventes straks at kunne afhændes.

Derfor kan den historiske udvikling i ROIC være en smule sløret. Der kan alligevel argumenteres for at ROIC har en historisk fremgang på omkring et par procent.

For at kunne identificere og få en forståelse af de faktorer, der har drevet Daniscos præstation, nedbryder vi ROIC ved hjælp af følgende ligning:

Ligning 6

ROIC drivere

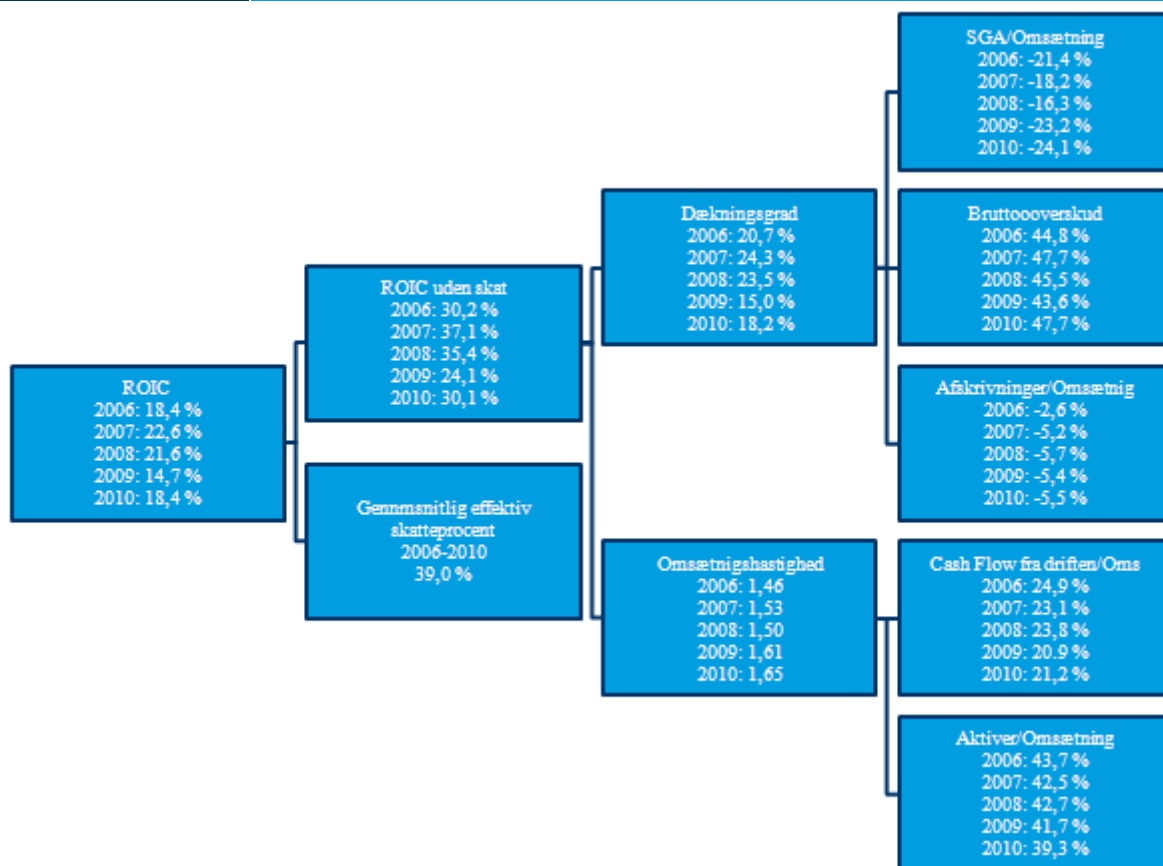
$$ROIC = (1 - Skat) * \left(\frac{EBITA}{Revenues} \right) * \left(\frac{Revenues}{Invested\ capital} \right)$$

Ligning 6 – Kilde: McKinsey&Company

Ovenstående ligning viser, at ROIC er drevet af tre faktorer – skattesatsen, overskudsgraden og kapitaleffektiviteten. Disse kan opdeles yderligere, hvilket vi har forsøgt illustreret i nedenstående figur:

Figur 27

ROIC – Dekomprimering



Figur 27 – Kilde: Daniscos årsrapporter, egne beregninger og McKinsey og Company s. 167

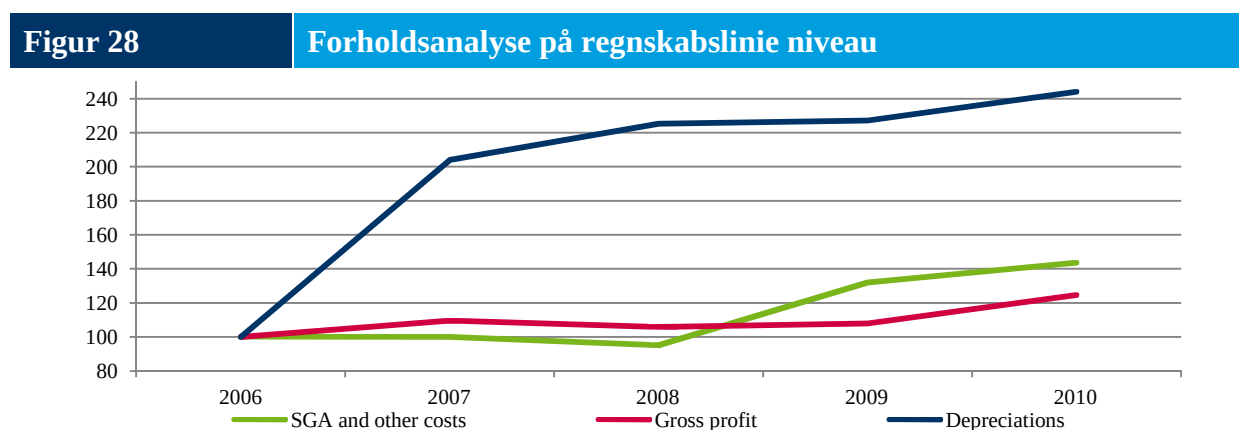
Hver enkelt boks i ovenstående "ROIC-træ" er en funktion af de til højre sammensatte bokse. Dvs. at vi ved at arbejde os fra højre mod venstre i "træet" kan analysere udviklingen i ROIC ud fra alle dens komponenter.

Med henvisning til Figur 27, er der små afvigelser i opgørelsen af ROIC. Dette skyldes manglende oplysninger i årsregnskabet, hvorfor vores tidligere diskuterede antagelser om rensningen af data ikke har været helt præcise. Desuden har vi anvendt en gennemsnitlig effektiv skatteprocent, hvilket har medført mindre uvæsentlige differencer⁶¹.

Årsagen til den gennemsnitlige høje skatteprocent, er at skat af ophørte aktiviteter ikke er fradragsberettiget. Den gennemsnitlige skatteprocent stemmer overens med den af ledelsen forventede skatteprocent⁶².

Ud fra størrelsen på afvigelserne i ROIC opgivet efter ROIC-træet og NOPLAT/Invested Capital, undersøges differencerne ikke yderligere, da de vurderes uvæsentlige.

Med henvisning til ovenstående figur, fremgår det tydeligt at ROIC er reduceret i år 2009 og 2010. Den negative udvikling i ROIC kan ved hjælp af nedenstående figur forklares. Figuren udtrykker de forholdsmæssige ændring på de tre nøgletal der til sammen giver EBIT margin (Dækningsgrad):



Figur 28 – Kilde: Daniscos årsrapporter, egne beregninger og McKinsey og Company s. 168

Hvis der ses bort fra den store stigning i afskrivningerne fra 2006 til 2007, har disse stort set været lineært stigende fra 2007 til 2010. Bruttofortjenesten er konstant fra 2006 til 2009, og stiger fra indeks 108 i 2009 til indeks 125 i 2010. En stigning der ligger tæt op af udviklingen i omsætningen.

Den største forklaring på den reducerede ROIC i 2009 og 2010 stammer fra udviklingen i salgs og administrationsomkostningerne. De er steget fra indeks 95 i 2008 til indeks 144 i 2010. Forklaringen på udviklingen kan henføres til de tilbageværende udgifter fra sukkerdivisionen, der stadig belaster de resterende forretningsdivisioner. Disse vil udligne sig med tiden.

Samlet set, selv om ROIC har været svingende gennem årene med en samlet set negativ tendens, vurderes det at ROIC historisk set er steget lidt under et par procent pr. år, hvis der ses bort fra det kraftige fald fra 2008 – 2009.

Spørgsmålet er imidlertid, om Danisco har været i stand til at skabe værdi for deres investorer? For at analysere dette sammenholdes udviklingen i ROIC mod det afkast investor forventer på deres investering i Danisco (WACC) sammenlagt med vækstraten i NOPLAT.

I tilfælde af, at ROIC er større end WACC justeret med vækstraten på NOPLAT, vil investor have opnået værdi, da kapitalen ikke kan investeres bedre andre steder til samme risiko. I en situation hvor ROIC er identisk med den fremskrevne WACC vil investeringen ikke skabe værdi for investor. Dette skyldes at investor ikke er villig til at løbe en risiko uden at få en præmie.

For at illustrere Daniscos egenskab til at tjene penge til deres investorer, har vi opstillet et historisk billede af udviklingen i ROIC set i forhold til WACC. For at muliggøre en sammenligning har vi, ud fra en fundamental betragtning, antaget at WACC værdier for alle sammenlignings år har været konstante på 8 %. WACC beregningen er foretaget i kapitel 4.2.6 Weighted Average Cost of Capital (WACC).

Figur 29	Daniscos evne til at tjene penge				
	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC (Excl. goodwill)	19,6%	20,5%	22,8%	10,6%	15,5%
Average ROIC Excl	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%
Wacc	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
ROIC-WACC	11,6%	12,5%	14,8%	2,6%	7,5%

Figur 29 – Kilde: Egen tilvirkning

Det ses tydeligt i ovenstående tabel at Danisco historisk set har været i stand til at tjene penge på deres tilbageværende aktiviteter.

4.2.4 Budgettering

Efter at have analyseret den historiske præstation, er vi nu i stand til at gennemføre økonomiske prognoser. Budgetteringen afspejler vores forventninger til Daniscos præstationer for de kommende seks år, der blandt fagfolk er den gennemsnitlige længde på en budgetperiode⁶³. Væksten antages at være konstant efter 6 år. Derudover inddrages Daniscos egne udmeldinger om forventninger til den fremtidige udvikling.

Budgetteringen er en vigtig del af den samlede værdiansættelse. Det er denne, der forbinder den strategiske viden med de historiske resultater. Overordnet set er der to måder at budgettere på, en metode, der opererer på hver enkelt regnskabslinje, og en mere overordnet, der opererer som en aggregeret basis i forhold til flere value drivere.

Metoden, der budgetterer på regnskabslinjeniveau, er den mest præcise, men samtidig også den metode der kræver mest viden, hvorfor den er svær at benytte som ekstern analytiker. McKinsey & Company anbefaler den aggregerede metode, hvor der budgetteres ud fra value drivere⁶⁴ på resultatopgørelses og balance niveau. Den aggregerede metode danner udgangspunktet for budgetteringen.

Det skal bemærkes, at der er en vis usikkerhed forbundet med budgetteringen, da det er vanskeligt at spå om fremtidige tendenser indenfor mikro- og makroøkonomiske faktorer.

4.2.4.1 Resultatopgørelsen

Den budgetterede resultatopgørelse tager udgangspunkt i den forventede udvikling for omsætning og EBIT.

Omsætning

Historisk har Danisco over de seneste 5 år leveret en gennemsnitlig omsætningsvækst på 4 %⁶⁵. Som tidligere beskrevet i den interne analyse af Danisco, er der forskel på, hvordan virksomhedens forretningssegmenter historisk har præsteret.

Regnskabsåret 2009/2010 resulterede i en organisk vækst på 6 %. Det var forretningssegmenterne Enablers, Cultures og Genencor som bidrog til væksten. Sweeteners havde en negativ indvirkning, da segmentet leverede negativ vækst. Omsætningen steg organisk med 13 % i fjerde kvartal 2009/2010. Divisionen Sweeteneres viste i fjerde kvartal også tegn på bedring, hvorfor det vurderes at den negative vækst er bremset.

Væksten var især drevet af øget efterspørgsel fra vigtige markeder som Nordamerika og Asien og Stillehavsområdet.

For at budgettere den fremtidige vækst, foretages en kort gennemgang af Daniscos fire forretningssegmenter for analyse af hvorledes segmenterne bidrager til den samlede vækst, samt hvilke tendenser, der vil præge den budgetterede omsætning.

Enablers

Købet af virksomheden Abitec i 2008 (årlig omsætning på mDKK 200) styrkede Enablers platform til udvikling af nye innovative produkter, og giver samtidig adgang til selskabets kundedatabase.

Det vurderes at Enablers med sin brede produktportefølje af innovative løsninger har et solidt fundament for fremtidig vækst. Kombineret med Daniscos markedsledende position og en øget samfundsmæssig fokus på sundhedsfremmende produkter er der indikatorer på fremtidig vækst.

Enablers har de seneste 3 år i gennemsnit præsteret en vækst i omsætningen på 3,5 %. I fjerde kvartal i regnskabsåret 2009/2010 præsterede Enablers en organisk vækst på 8 %, primært drevet af øget efterspørgsel fra Asien og stabile priser. Væksten på 8 % vurderes ikke at kunne opretholdes, da der fra ledelsens side meldes om flere ekstraordinære forhold, der har influeret positivt på væksten⁶⁶.

På baggrund heraf forventes der en organisk vækst over budgetperioden på mellem 3-5 %.

Cultures

Cultures har de seneste 3 år i gennemsnit præsteret en vækst i omsætningen på 5 %, hvor væksten især er drevet af geografiske områder, som Nordamerika, Kina og Rusland. Der ses en stærk efterspørgsel fra disse regioner, der bidrog med en organisk vækst i fjerde kvartal i regnskabsåret 2009/2010 på 10 %⁶⁷.

Det forventes at de positive tendenser indenfor Cultures vil fortsætte. Det skyldes især at forretningsområdets klare fokus på udvikling af sunde fødevarer harmonerer med det samfundsmæssige fokus på sundhed.

Ydermere har Danisco investeret i udvidelse af kapaciteten indenfor segmentet, som følge af den øgede efterspørgsel af selskabets produkter.

Daniscos ledelse forventer organisk på mellem 7-9 % over en konjunkturperiode. Det vurderes at ledelsens mål er retvisende for den fremtidige udvikling

Sweeteners

Sweeteners har de seneste 3 år i gennemsnit præsteret en negativ vækst i omsætningen på -5 %, der som førnævnt i afhandlingen skyldes kraftigt faldende efterspørgsel på xylitolforretningen.

Danisco har en udfordring i at opnå en fremtidig vækst indenfor segmentet. Ledelsen forventer at kunne generobre den tabte markedsandel fra konkurrenterne. Segmentet er da også begyndt at vise tegn på forbedring, og Danisco forventer en vækst indenfor området på mellem 3-5 %.

Det vurderes at vækst på 3-5 % er højt baseret på de seneste regnskabstal for regnskabsåret 2009/2010, og det forventes at væksten de kommende år vil være mere moderat end de udmeldte fra Danisco.

Genencor

Genencor har de seneste år vist en fornuftig udvikling, med en vækst, der overgår markedets generelle udvikling, på over 12 % fra 2009 til 2010. Det vurderes at Genencor har en god pipeline af produkter på vej i forlængelse af fokusområderne. Sammen med et positivt signal om intentionerne omkring bioethanol forventes det at denne tendens vil bidrage positivt til Genecors fremtidige resultater.

Det forventes at de kommende år vil vise en lidt svagere omsætningsvækst end den realiserede fra 2009 til 2010. Det skyldes at omsætningen har fået et ekstraordinært løft som følge af det store fokus på førstegenerations bioethanol. En nyhedsinteresse der ikke ventes at vare ved i samme grad og på baggrund heraf ventes en lavere vækst de kommende år.

Der forventes en organisk vækst over budgetperioden på mellem 7-9 %.

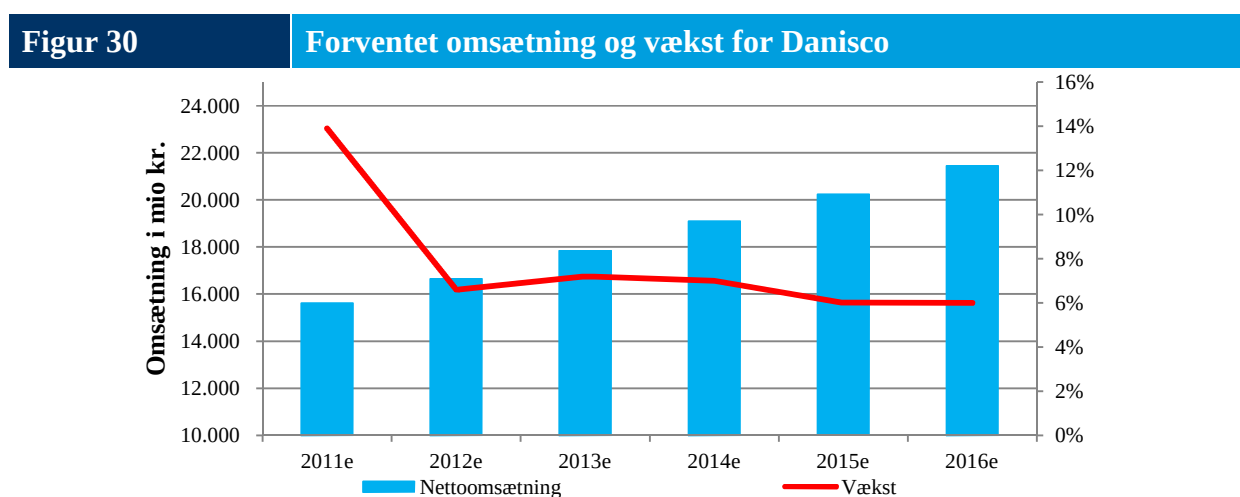
Samlet omsætning

Overordnet er vi optimistiske omkring den fremtidige vækst for Danisco og vi forventer at de seneste tendenser på de realiserede vækstrater vil fortsætte. Det forventes ligeledes at Danisco har været igennem de største udfordringer med divisionen Sweeteneres.

Daniscos fremtidige vækst vil komme fra udviklingslandene, da Danisco allerede er en velkonsolideret virksomhed med solid markedsposition på selskabets veletablerede markeder i Europa og Nordamerika. Danisco har med sin brede geografiske tilstedeværelse, gode lokale relationer og et veletableret distributionsnetværk fundamentet for at udnytte markedspotentialet på udviklingsmarkederne optimalt.

Danisco viste ved aflæggelse af regnskabet for 2009/2010 at sidste halvdel af regnskabsåret bidrog med en højere vækst end Daniscos egne forventninger. Væksten i anden halvdel af regnskabsåret var højere end de forventede 13 %. Det forventes at denne tendens vil fortsætte for 2011e. Herefter vurderes der en faldende vækstrate.

Følgende figur viser den estimerede nettoomsætning og vækstraterne indenfor budgetteringsperioden.



Figur 30 – Kilde: Egen tilvirkning

EBIT margin

EBIT indgår i beregningen af NOPLAT, og NOPLAT er et central element af det frie Cash Flow og dermed den endelige indre værdi. På baggrund heraf gennemgås EBIT som den næste value driver.

Danisco havde i regnskabsåret 2009/2010 en EBIT margin på 12,5 % mod en EBIT margin på 8,8 % i regnskabsåret 2008/2009⁶⁸. De seneste par år har været præget af en betragtelig forringelse af EBIT margin i forhold til 2007/2008.

Især fjerde kvartal af 2009 viste en kraftig forbedring af EBIT margin, som en klar indikation på at Daniscos arbejde i at forbedre lønsomheden er genskabt efter et par år med faldende EBIT margin. Det er især Enablers og Genencor, der har drevet fremgangen i lønsomheden. Cultures havde en faldende tendens, men bidrog alligevel positivt med en margin på 15 %⁶⁹.

Som beskrevet i den interne analyse af Danisco har ledelsen gennemført en række effektiviseringstiltag såsom produktionsomlægning og tilpasning af organisationen.

For Enablers er der sket integrering af den opkøbte virksomhed Abitechs produktion i Daniscos eksisterende fabrikker. Cultures og Genencor har ligeledes haft fokus på omlægning af produktion, samt forbedring af produktmixet.

Sweeteners har været præget af enormt prispres og faldende omsætning, hvilket har præget den realiserede EBIT for segmentet. Danisco har iværksat en række tiltag for at forbedre indtjeningen i Sweeteners ved at gennemføre omstruktureringer, såsom produktionsbegrænsning og nedlukning af fabrik i Kina for at reducere lagre samt reducere antal medarbejdere.

Overordnet har Danisco opnået en stigende EBIT margin over de sidste 3 år, hvilket bl.a. er sket ved omlægning af produktion og fokus på lagerstyring.

Danisco har i en årrække været præget af store omstruktureringer i organisationen som følge af frasalg og opkøb. Danisco har siden frasalget af sukkerdivisionen kunnet fokusere på iværksættelse af tiltag, der kunne forbedre lønsomheden i Danisco. Resultaterne af tiltagene ses

som nævnt allerede, og det vurderes at de beskrevne tiltag danner grundlag for en fremtidig forbedring af EBIT margin.

Danisco har en langsigtet forventning til EBIT margin på 15 %⁷⁰. Vi vurderer, at udmeldingen fra Daniscos ledelse er konservativ. Det skyldes at ledelsen i de sidste seks kvartalsmeddelelser har opjusteret deres forventninger til EBIT margin. Generelt har adm. direktør Tom Knutzen og hans team skabt tillid til udmeldingerne. Historisk har de meldt et realistisk, om endt konservativt, bud på fremtidens finansielle ambitioner.

Følgende tabel viser historisk og forventet udvikling for EBIT margin.

Figur 31	Historisk og forventet udvikling i EBIT margin								
	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Omsætning	12.211	12.991	13.706	15.611	16.641	17.840	19.088	20.234	21.448
EBIT	2.468	1.142	1.718	2.365	2.605	2.855	3.390	3.594	3.810
EBIT margin	20,2 %	8,8 %	12,5 %	15,1 %	15,7 %	16,0 %	17,8 %	17,8 %	17,8 %

Figur 31 – Kilde: Egen tilvirkning ud fra Daniscos årsrapporter

4.2.4.2 Balancen

Arbejdskapital

Arbejdskapitalen viser den driftskapital, som virksomheden dagligt har til rådighed. Den primære arbejdskapital hos Danisco består af varebeholdninger og tilgodehavender på aktivsiden samt leverandørgæld på passivsiden.

Faktorer såsom udskudte skatteaktiver og skatteforpligtelser, andre tilgodehavender og andre hensatte forpligtelser er holdt konstant med udgangspunkt i tal for regnskabsåret 2009/2010, da vi som eksterne analytikere ikke har den indsigt, der kan føre til en mere præcis budgettering.

Arbejdskapital er et fokusområde fra ledelsen, da Danisco ikke er interesseret i at have en for stor pengebinding i varebeholdninger og tilgodehavender fra kunder. Denne kapital kunne i teorien tjene et bedre afkast af andre investeringer.

Fra 2008 til 2010 er arbejdskapitalen nedbragt fra en andel på 23,8 % af omsætning til 21,2 % af omsætningen. Det skyldes primært en kraftig reduktion i antal gennemsnitlige lagerdage, som følge af fokus på bedre tilpasning mellem produktion og leverancer.

Det vurderes at ledelsens fokus på optimering af arbejdskapital vil resultere i en positiv effekt på nøgletallet arbejdskapital/omsætning. Optimering vurderes at ske gennem yderligere reduktion af lagerdage samt en reduktion i fordelingen mellem tilgodehavende fra salg og omsætning.

Vores budgettering er baseret på at Danisco fortsætter tendensen med fokus på nedbringelse af selskabets arbejdskapital i forhold til omsætning. Fokus kommer bl.a. til udtryk gennem den nyetablerede organisatoriske enhed LOGFI. LOGFI er en fælles enhed under fødevarer ingredienser, som skal håndtere logistik og levering af færdigvarer indenfor fødevarer ingredienser.

Figur 32	Historisk og forventet udvikling i EBIT margin								
	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Omsætning mio. kr.	12.211	12.991	13.706	15.611	16.641	17.840	19.088	20.234	21.448
Arbejdskapital mio. kr.	2.903	2.709	2.908	2.271	1.945	2.115	2.146	2.397	2.663
Arbejdskapital/Omsætning	23,8 %	20,9 %	21,2 %	14,5 %	11,7 %	11,9 %	11,2 %	11,8 %	12,4 %

Figur 32 – Kilde: Egen tilvirkning ud fra Daniscos årsrapporter

I absolutte tal forventes der et relativt stabilt niveau i den arbejdsdygtige kapital. Dette skyldes det faktum, at vi på den ene side forudser en betydelig vækst i Daniscos omsætning, men på den anden side, at denne vækst vil blive opvejet af den relative forbedring i arbejdskapitalen.

Materielle anlægsaktiver

Investering i materielle anlægsaktiver kan være en bestemmende faktor for retningen for det frie Cash Flow. Som følge af investeringernes direkte påvirkning på det frie Cash Flow har estimerne en betragtelig betydning for udregning af den endelige indre værdi af Danisco.

Som analytiker er det en udfordring at estimere udviklingen indenfor investeringen i materielle anlægsaktiver, da investeringer kan variere betragteligt fra år til år. Den historiske udvikling og udmeldinger fra Daniscos ledelse vil danne grundlag for budgetteringen.

Det er tidligere fremhævet i afhandlingen at Danisco løbende har været i stand til at tilpasse kapaciteten på sine produktionsanlæg som følge af ændret efterspørgsel indenfor sine forretningssegmenter. Det er dog vigtigt at bemærke at tilpasninger af kapaciteten ikke kan foretages med dages mellemrum, men er ofte en længevarende proces.

Som det fremgår af følgende figur er andelen af materielle anlægsaktiver i forhold til omsætning faldet fra 42,7 % i 2008 til 39,3 % i 2010. Årsagen til den faldende andel skyldes Daniscos fokus på at effektivisere produktionen ved omlægning af produktion samt nedlukning af produktionsfaciliteter.

Figur 33	Historisk og forventet udvikling i materielle anlægsaktiver								
	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Mat. anlægsaktiver mio. kr.	5.214	5.356	5.383	5.464	5.825	6.244	6.681	7.082	7.507
Omsætning mio. kr.	12.211	12.991	13.706	15.611	16.641	17.840	19.088	20.234	21.448
Mat. anlægsaktiver/Oms.	42,7 %	41,2 %	39,3 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %

Figur 33 – Kilde: Egen tilvirkning ud fra Daniscos årsrapporter

De seneste års høje investeringer i materielle anlægsaktiver vurderes at have sikret Daniscos behov for kapacitet, som er nødvendig for at kunne efterleve den estimerede vækst. Danisco har haft en periode præget af frasalg og opkøb, som har resulteret i et øget behov for investering i materielle anlægsaktiver, således at selskabets produktionsfaciliteter underbygger Daniscos strategi.

4.2.5 Udvikling i ROIC og NOPLAT

Terminal værdien er ofte afgørende for beregningen af virksomhedens værdi (enterprise value) af et firma. Derfor er vores estimer for den langsigtede vækst meget følsom og vigtig for den endelige værdiansættelse.

For at kunne beregne den fortsatte værdi af Danisco, er vi nødt til at estimere væksten på NOPLAT og ROIC for den del, der går udover vores budgetperiode. WACC skal ligeledes estimeres, dette gøres særskilt senere i opgaven. Det følgende vil omhandle fastsættelsen af de fortsættende værdier for NOPLAT og ROIC.

4.2.5.1 NOPLAT udvikling

NOPLAT er særlig afhængig af virksomhedens omsætning og EBIT margin. I vores budgetperiode har vi brugt en konstant skattesats, 25 %, hvilket er Danmarks nuværende selskabsskattesats. Daniscos evne til at vokse og øge deres dækningsgrader er dermed vigtige drivere for foranstaltninger af vores fremtidige NOPLAT. Som vi har nævnt i vores omsætnings analyse, forventer vi en afmatning i væksten i slutningen af vores budget periode.

NOPLAT er desuden afhængig af EBIT margin. Efter budgetperioden forventer vi ikke at Danisco er i stand til at hæve deres avancer yderligere. De sidste to år i vores budgetperiode opererer vi med en vækstrate på 6 %.

Den finansielle teori fremhæver imidlertid, hvordan terminalværdien ofte er en simple evighed med 0 % i vækst. Dette vurderes at være en forkert antagelse, da inflationssatsen dermed ville udvande Daniscos indtjening over tid. Derfor er det vores endelige forventning og estimat, at væksten i NOPLAT i terminal værdien vil være 2 %.

4.2.5.2 ROIC udvikling

Den anden vigtige terminal faktor er ROIC. Historisk har ROIC været præget af udsving. ROIC har historisk set altid været større end WACC, hvilket betyder at Danisco historisk set har været i stand til at tjene ekstraordinære penge til deres aktionærer.

Vi ser i det lange løb ikke at Danisco er i stand til af præstere en ROIC på der er meget over WACC. Vi vurderer at Danisco har stærke konkurrencemæssige fordele og vil i fremtiden være i stand til at præstere en langsigtet vækst i ROIC der er marginalt højere end WACC (8,9 %). WACC bliver uddybes mere udførligt i de kommende afsnit.

Figur 34	Udvikling i NOPLAT og ROIC										
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal
NOPLAT growth	3%	14%	-54%	50%	46%	10%	10%	19%	6%	6%	2%
ROIC (Excl. goodwill)	21%	23%	11%	16%	21%	23%	23%	25%	25%	24%	10%

Figur 34 – Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Daniscos årsrapporter

4.2.5.3 Free Cash Flow

I det foregående har vi skitseret nogle af de vigtigste dele i værdiansættels processen. Alle vores antagelser og analyser ligger til grund for de fremadrettede prognoser, budgetter og estimater. Nedenfor er vist vores beregning af de fremtidige Frie Cash Flows, som er grundlaget for beregningen den endelige virksomhedsværdi.

Figur 35	FCF										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
NOPLAT	1.575	1.625	1.851	857	1.289	1.774	1.954	2.142	2.542	2.695	2.857
Afskrivninger	307	627	692	698	750	531	566	607	649	688	729
Brutto cash flow	1.883	2.252	2.543	1.555	2.039	2.305	2.519	2.748	3.191	3.383	3.587
Ændring i drift driftskapital	130	134	-116	193	-199	638	325	-170	-31	-251	-266
Netto anlægsinvesteringer	-177	-665	-778	-840	-777	-456	-916	-1.014	-1.074	-1.077	-1.142
Investering i goodwill	-320	119	659	-2.479	486	-106	-106	-106	-106	-106	-106
Bruttoinvestering	-367	-413	-236	-3.125	-490	76	-697	-1.290	-1.211	-1.435	-1.514
Free cash flow	1.516	1.840	2.307	-1.571	1.549	2.380	1.822	1.458	1.980	1.948	2.073

Figur 35 – Kilde Egen tilvirkning på baggrund af Daniscos årsrapporter

På baggrund af historiske analyser, og diskussion af Daniscos fremtidige situation, er vi i stand til at udlede Daniscos FCF som er illustreret i ovenstående figur. For at kunne diskontere disse pengestrømme har vi brug for at udlede den tilhørende diskonteringsfaktor WACC.

4.2.6 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

I det følgende afsnit vil vi forklare de forskellige dele af WACC formelen. Som i de foregående afsnit, kræver WACC nogle velovervejede antagelser for at nå frem til den korrekte diskonteringsfaktor for Danisco:

Ligning 7	WACC
-----------	------

$$WACC = \frac{d}{v} * r_d * (1 - T) + \frac{e}{v} * r_e$$

d/v = Virksomhedens gældsandel

e/v = Virksomhedens egenfinansiering

r_d = Lånerente

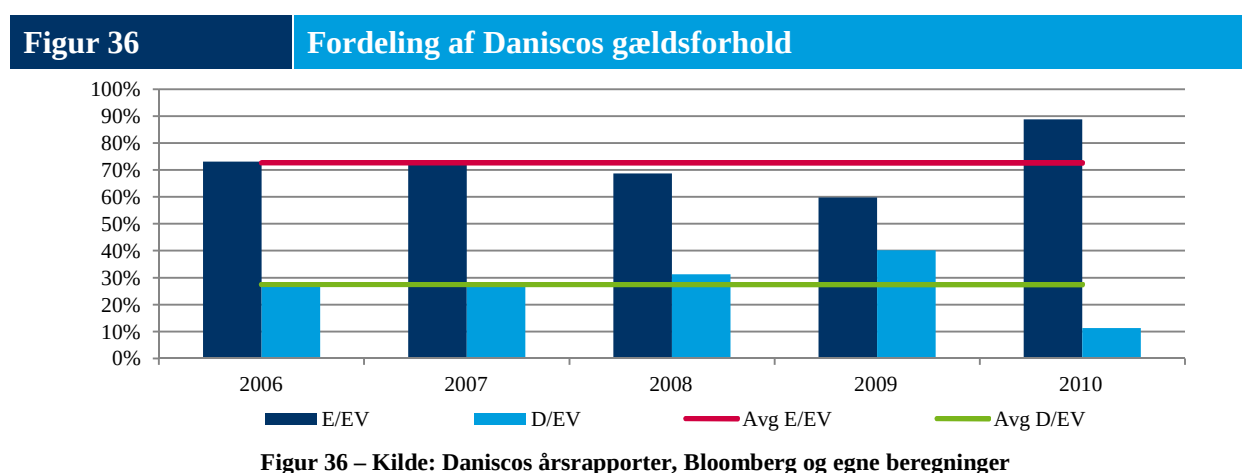
r_e = Investors afkastkrav

T = Selskabsskat

Ligning 7 – Kilde: McKinsey&Company

Den første beregning vil være at estimere forholdet af det forventede niveau for gæld og egenkapital. De næste skridt vil være at beregne omkostningerne ved egenkapital (r_d) og omkostninger af gælden (r_e).

Blandingen af gæld og egenkapital er det første skridt i retning af vores WACC. I beregningen af WACC er det vigtigt at man bruger fremadrettede estimater for den vægtede del af gæld og egenkapital, og ikke den aktuelle eller historiske fordeling. Da der ikke findes noget effektivt marked for fremmedkapital, er Daniscos bogførte værdi benyttet⁷¹.



Gennemsnittet af de sidste fem års fordeling har været 73 % egenkapital og 27 % gæld. Den historiske fordeling afviger fra den seneste fordeling på skæringsdagen 16. maj 2011 hvor fordelingen var 89 % egenkapital og 11 % gæld. Danisco udtrykker i deres årsrapport at de fremadrettet ikke har nogen intentioner om at ændre denne fordeling.

Teorien siger, at den historiske fordeling ikke må ligge til grund for den benyttede fordeling. Den historiske fordeling er alligevel illustreret, da det giver en indikation på vores valg af gældsfordelingen er retvisende.

Desuden har vi som eksterne analytikere ikke hørt noget om forhandlinger med hensyn til ny aktiekapital eller obligationsudstedelser, der vil kunne ændre gældsforholdet.

4.2.6.1 Virksomhedens gældsandel

CAPM består af flere elementer, som alle påvirker den endelige værdi og dermed har betydning for det endelige afkastkrav. Vi vil i det følgende behandle hver enkelt komponent i modellen. CAPM kan opskrives som:

Ligning 8

CAPM

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) + \eta \text{ hvor:}$$

r_e = Investors afkastkrav

r_m = Markedsafkast renten

r_f = Risikofri rente

β = Beta

η = Virksomhedsspecifik risiko

Ligning 8 – Kilde: McKinsey&Company, samt Professor Thomas Plenborg (η)

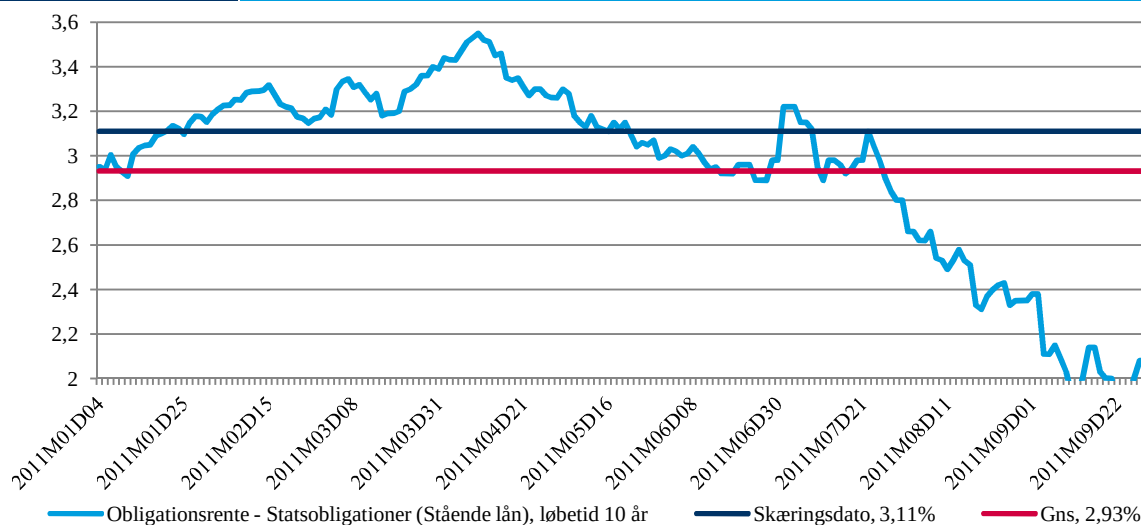
CAPM måler afkastkravet for egenkapitalen, metoden er valgt, da den af mange teoretikere anbefales⁷².

Risikofrie rente (r_f):

På et dynamisk marked findes den risikofrie rente ikke. Der findes ingen porteføljer med en beta-værdi på 0, det tætteste vi kommer på den risikofrie rente er ifølge McKinsey & Company, en statsobligation med en løbetid på 10 år⁷³.

Figur 37

Risikofri rente



Figur 37 – Kilde: <http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1280> og egne beregninger

Som det ses på ovenstående figur var den effektive rente på en 10-årig obligation den. 16. maj 2011 angives til 3,11 %.

Vi har valgt at sammenligne skæringsdatoens rente med udviklingen inden for hele kalenderåret 2011. Gennemsnits renten for perioden er 2,93 %, McKinsey & Company anbefaler, at man bruger renten på skæringsdagen, hvis den ikke afviger væsentligt fra perioden. Dette er ikke tilfældet, hvorfor den risikofrie rente (r_f) fremadrettet i opgaven er fastsat til 3,11 %.

Markedsafkasts renten (r_m):

McKinsey & Company kommer med flere teorier og forklaringer på, hvordan markedsafkasts renten kan beregnes. Konklusionen på alle metoderne er den samme. De er meget usikre og tidskrævende. McKinsey & Company har igennem lange studier og beregninger fastlagt værdien på risikopræmien til et interval mellem 4,5 % - 5,5 %, pr. maj 2009⁷⁴. PwC har udført samme studie i 2009, og er kommet frem til en markedsrisikopræmie på 4,9 %⁷⁵.

Ud fra ovenstående, og en generel fundamental betragtning om udviklingen har vi i afhandlingen valgt at benytte os af en markedsrisikopræmie på 5,0 %. Det anvendte markedsafkast bliver dermed 8,11 %.

Beta (β):

Betaværdien er udtryk for egenkapitalens forhold til markedsporteføljen og angiver derved selskabets relative systematiske risiko.

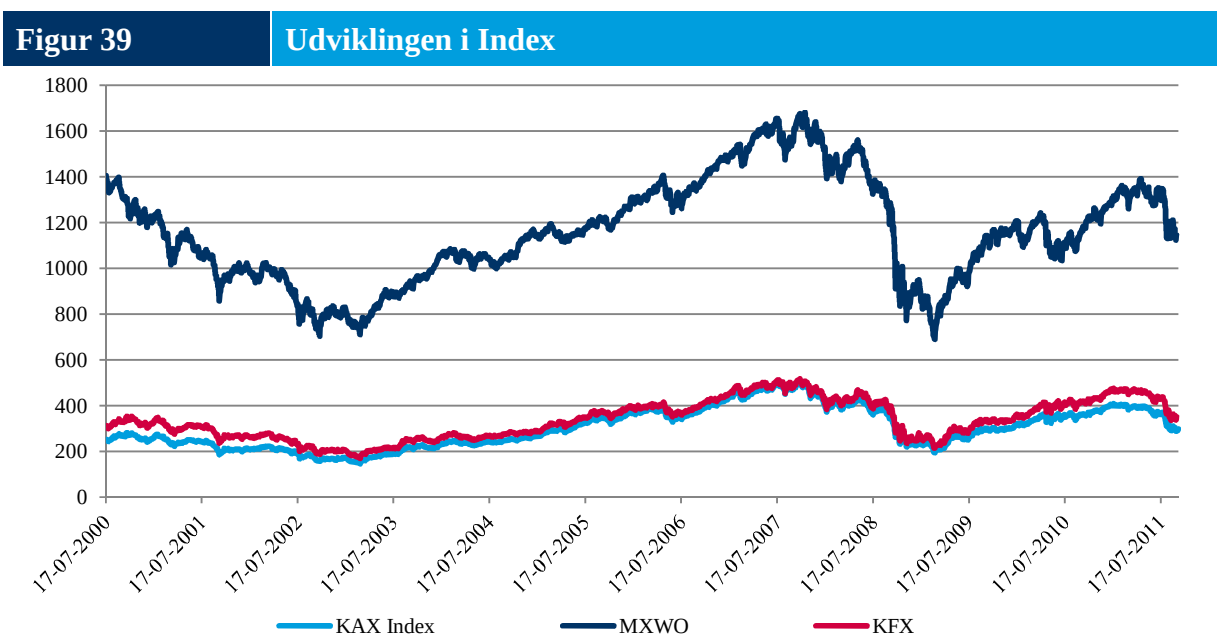
Figur 38	Tolkning af beta (β)
$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Figur 38 – Kilde: Ole Sørensen & Ole Elling, Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 53

Markedsporteføljens risiko er pr. definition = 1. Ved en beta værdi mindre end 1, vil den rationelle investor dog forvente et lavere afkast på sin investering. Det modsatte er gældende ved investering i en aktie med betaværdi over 1, her vil investor forvente et højere afkast end markedsporteføljen.

Beta kan estimeres på flere måder, enten historisk i forhold til et index eller ud fra en fundamentalbetragtning, hvor kendskabet til aktien og det marked den opererer i vurderes.

Vi har beregnet beta værdien ud fra tre ledende markedsindex: OMXC20 (KFX – De største aktier i Danmark), OMXC (KAX – Samlet Dansk index) og MXWO (MSCI – Verdensindex). McKinsey & Company fastslår at 5 års historisk ugentlig data skal benyttes, udviklingen i de tre index er vist i nedenstående figur:



Figur 39 – Kilde: www.bloomberg.com og egne beregninger

Vi har beregnet Daniscos beta værdi ud fra alle tre index, resultatet ses i nedenstående figur:

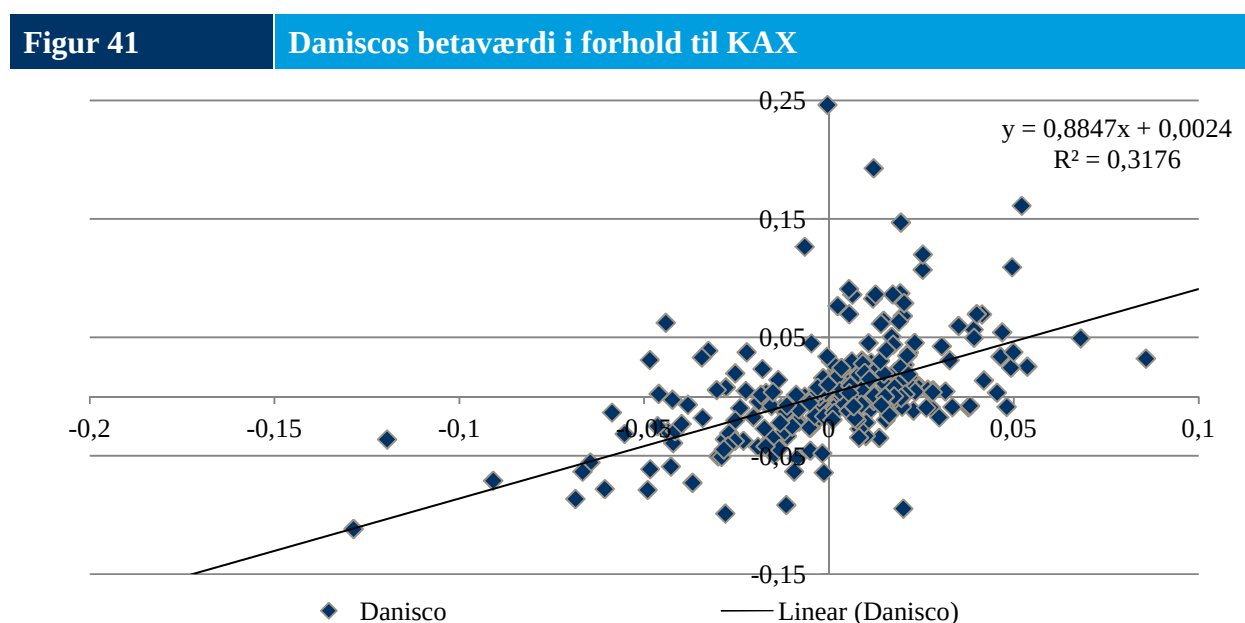
Figur 40		Betaværdier I forhold til valgte index		
		Covarians ($r_{i,rm}$)	Varians	Beta (β)
KFX		0,00100696	0,00124826	0,81
KAX		0,00092879	0,00105389	0,88
MXW		0,00073590	0,00096870	0,76

Figur 40 – Kilde: www.bloomberg.com og egne beregninger

Ovenstående figur viser en stor variation i betaværdien i forhold til hvilket index Danisco bliver målt op mod. Teorien siger at Verdensindekset MXWO er det mest retvisende, da dette indeks

tager højde for flest mulige risici. Yderligere kan siges at investor altid vil søge den investering med bedst muligt afkast, hvorfor det igen vil være mest retvisende at bruge MXWO indekset.

I praksis fremadrettet i afhandlingen, har vi valgt at benytte os af betaværdien på 0,88 fra KAX indekset. Denne er valgt ud fra en fundamentalbetragtning om at Daniscos systematiske risiko skal være højere end 0,76. Dette er igen sammenlignet med Danisco nærmeste konkurrenters betaværdier⁷⁶. I Figur 41 er der lavet en regressionsanalyse af Daniscos betaværdi i forhold til KAX afbilledet.



Figur 41 – Kilde: www.bloomberg.com og egen tilvirkning

Virksomhedsspecifikt risikotillæg, eta (η):

Omfattende studier af Plenborg m.fl.⁷⁷ iblandt Private Equity Fonde og finansielle rådgivere, bekræfter på den ene side at hyppigt anvendte teoretiske modeller såsom DCF følges i praksis. På den anden side identificerer studiet en række områder, der kræver anden særlig belysning og metode.

Modifikationen består i en udvidet udgave af CAPM, hvor et virksomhedsspecifikt risikotillæg, eta (η) bliver tillagt. Risiko tillægget anvendes, når betaværdien ikke afspejler det reelle ekstra risiko investor påtager sig ved en investering.

Den tidligere beskrevne betaværdi, indeholder den almindelige risici for Daniscos ageren i markedet, hvorfor fremtidige risici i forbindelse med værdiskabelse vil være indeholdt i denne.

I dette M&A scenario, hvor vi beskriver DuPonts muligheder ved en komplet overtagelse af alle Daniscos aktiviteter. Ved en sådan overtagelse vil aktiens omsættelighed blive påvirket. For den almindelige investor vil dette ikke have betydning, da Daniscos omsættelighed på den almindelig børs er tilstrækkelig stor. Den større investor vil derimod være påvirket heraf, da investorer der kunne tænkes at købe store andele af Danisco vil være begrænsede.

Afkastkravet (r_e) vil uden et særligt risikotillæg, ud fra en fundamentalbetragtning, være forholdsvis lavt. I forhold til den lavere omsættelighed af Daniscos aktie vurderes det at investors afkastkrav vil ligge på et højere niveau.

Studiet fra Plenborg m.fl. beskriver ingen reel metode til opgørelsen af den ekstra risiko præmie, men kun statistik på niveauet af tidligere tillæg. Ud fra Plenborgs analyse om risikotillægget til ejerafkastkravet, som følge af den manglende omsættelighed, har vi vurderet den ekstra risikopræmie til at være 2 %⁷⁸.

Investors afkastkrav (r_e):

Ud fra ovenstående diskussioner og beregninger er det nu muligt at sammenfatte investors afkastkrav:

Ligning 9

Investors afkastkrav

$$\begin{aligned} r_e &= r_f + \beta * (r_m - r_f) + \eta \\ r_e &= 3,11 + 0,88 * (8,11 - 3,11) + 2 \\ r_e &= 9,52 \% \end{aligned}$$

Ligning 9 - Kilde: McKinsey&Company og egne beregninger.

Investors afkastkrav opgøres herved til 9,52 %.

4.2.6.2 Virksomhedens egenfinansiering

Daniscos gæld består udelukkende af banklån. Det betyder, at virksomhedens gæld ikke er vurderet af rating bureauer, der sædvanligvis fastlægger risikotillægget.

Den sædvanlige procedure, ville være at finde deres kreditvurdering og estimere rentespændet over for den risikofrie rente. Da dette ikke er muligt anvendes en alternativ tilgang.

Danisco har kun haft banklån i de seneste år. Ved at dividere de finansielle omkostninger med lånenes størrelse kan en årlig rente estimeres.

Figur 42	Lånerente					
mDKK	2006	2007	2008	2009	2010	Avg.
Rente ind- og udgifter	-526	-579	-378	-451	-231	
Gæld	13.623	12.539	9.838	5.552	4.222	
Estimeret rente	3,86 %	4,62 %	3,84 %	8,12 %	5,47 %	5,18 %

Figur 42 – Kilde: Danisco årsrapporter og egen tilvirkning

Renten har gennemsnitligt været 5,18 % i løbet af de sidste fem år. Vi anser det for rimeligt, at renten på Daniscos gæld vil ligge på dette niveau.

4.2.7 Weighted Average Cost of Capital (WACC), udregning

Alle ovenfor nævnte antagelser danner grundlag for den endelige beregning af Daniscos WACC der anvendes i værdiansættelsen.

Ligning 10	WACC Beregning
$WACC = \frac{d}{v} * r_d * (1 - T) + \frac{e}{v} * r_e$	

$$WACC = 11,2 \% * 5,18 \% * (1 - 25 \%) + 88,8 \% * 9,52 \% = \mathbf{8,9 \%}$$

Ligning 10 – Kilde: McKynsey&Company og egne beregninger.

Vi er nu i stand til at beregne Daniscos værdi (enterprise value). Inden vi beregner denne, ønsker vi først at diskutere de synergier, der vil være i overtagelsen af Danisco for DuPont. Netop disse synergier vil tillægge Danisco endnu mere værdi for DuPont, end den ellers beregnede ”stand-alone” værdi.

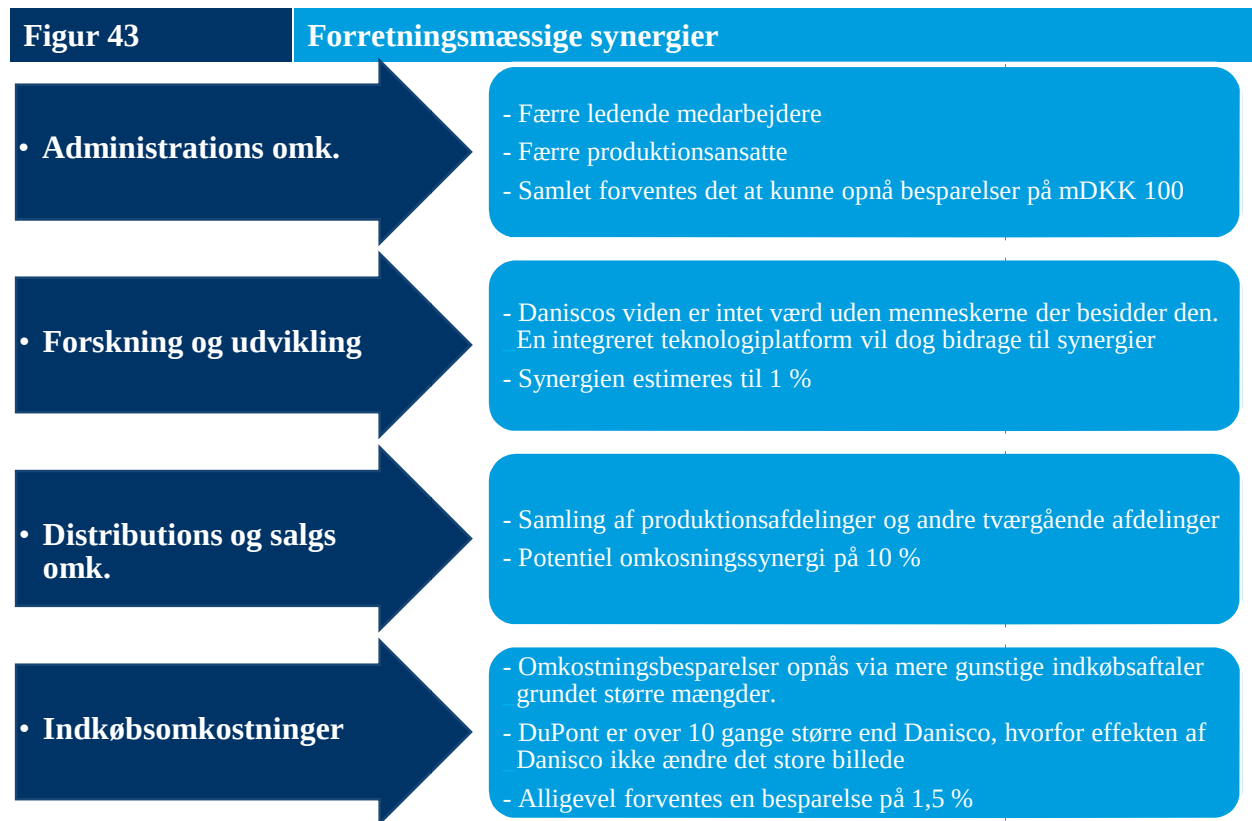
4.2.7 Synergi analyse

Med henvisning til Del I, er en stærk motiverende faktor for virksomhedens opkøb af en konkurrerende virksomhed, den fremtidige indtjening og eventuelle synergieffekter. Den samlede værdi af henholdsvis Danisco og DuPont forventes at være højere i forhold til værdien af virksomhederne hver for sig.

Kilderne til synergierne kan være mangfoldige. Med udgangspunkt i den forretningsmæssige del af Figur 23, kan de overordnet stamme fra to hovedkategorier, indtægter og / eller omkostninger.

På indtægtssiden ser vi flere synergimuligheder på lang sigt. Det er tidligere identificeret at der ses gode synergimuligheder på områderne for industriel bioteknologi samt at Daniscos specialfødevarer ingredienser komplementerer DuPonts eksisterende ernærings og sundhedsaktiviteter. Vi mener dog ikke at værdien af synergierne kan fastsættes og måles på kort sigt, hvorfor værdien af dem ikke indgår i synergiberegningen.

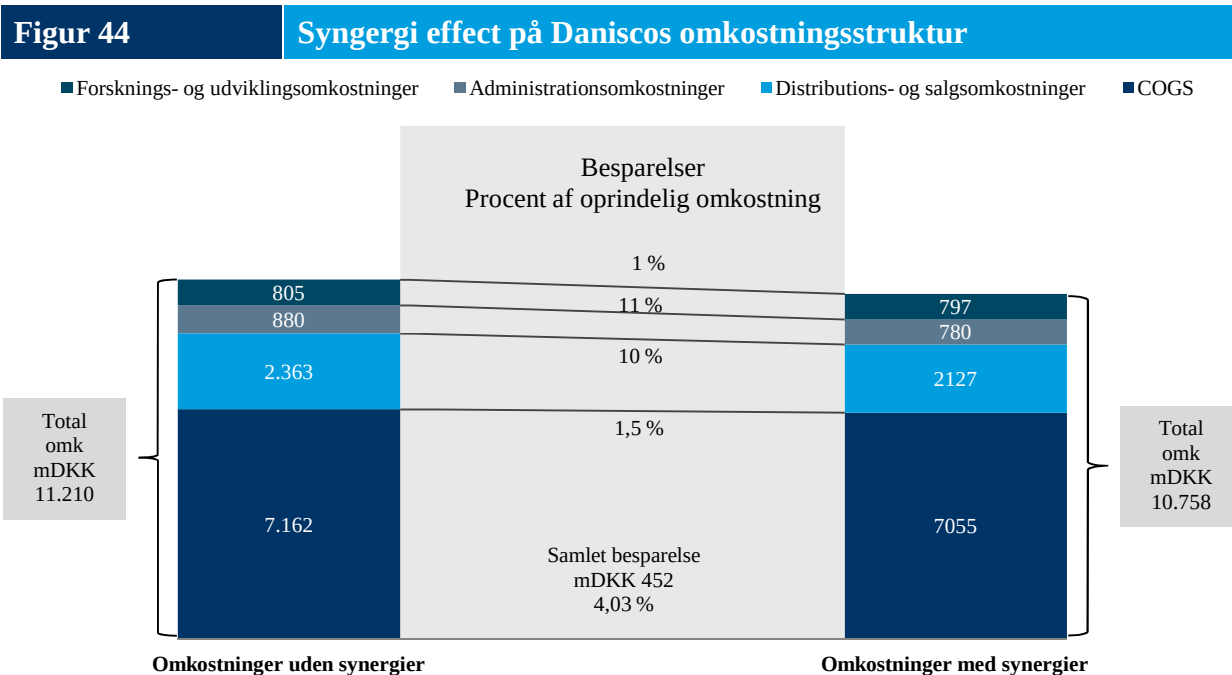
På omkostningssiden er billedet anderledes. Analysen i Del IV om DuPonts muligheder for at få adgang til Danisco, beskriver flere scenarier, hvor der kan spares omkostninger. Vi har på baggrund af vores strategiske analyse identificeret fire områder, hvor vi vurderer at der vil være synergier der vil føre til besparelser⁷⁹. De fire områder fremgår af nedenstående figur;



Figur 43 – Kilde, egen tilvirkning og viden samt ovenfor omtalte transcript

Som Figur 43 ovenfor belyser, anslår vi at størstedelen af synergierne vil stamme fra besparelser inden for distribution og salg samt en reduktion af antallet af ledende medarbejdere⁸⁰. Indkøbsbesparelser og besparelser fra forsknings- og udviklingsomkostninger anses for at være begrænsede.

For at synliggøre værdien af ovenfor nævnte synergier, har vi beregnet effekten i forhold til Daniscos samlede omkostninger på ovenfor nævnte poster. I Figur 44 nedenfor er Daniscos omkostninger vist med og uden effekten af de omtalte synergier:



Figur 44 – Kilde: Egen tilvirkning

Vi vurderer, at den ekstra købekraft Danisco vil tillægge DuPonts i forvejen gode indkøbsaftaler, kun vil have en lille effekt i den samlede forhandlingskraft, idet Daniscos indkøbte mængder ikke vil ændre den samlede mængde væsentligt. Alligevel har vi estimeret, at der vil kunne opnås en besparelse på 1,5 % hvilket svarer til mDKK 107.

Synergien på distributions- salgsomkostningerne vurderes at blive den bedste synergi driver ved opkøbet. Vi forventer en besparelse på 10 %, der skal komme fra en sammenlægning af produktionsfaciliteter verden over. Besparelsen på området udgør mDKK 236.

Besparelsen på administrationsomkostningerne kommer hovedsageligt fra en kraftig reduktion af Daniscos øverste ledelse, samt stordriftsfordele blandt produktionsmedarbejderne. Besparelsen er estimeret til mDKK 100.

Indenfor forskning og udviklings området er effekten af opkøbet minimal. Vi har estimeret besparelsen til 1 % af omkostningerne på området. Effekten af besparelserne udgør mDKK 8.

De samlede omkostningssynergier kan således opgøres til 4,03 % eller mDKK 452, hvilket vi først forventer vil være fuldt ud realiseret efter tre år. Dette skyldes det faktum, at det vil kræve omkostninger at gennemføre mange af synergierne.

Implementeringsomkostninger kan stamme fra forskellige aktiviteter, fratrædelsesgodtgørelser, integration og omskoling af medarbejdere samt omkostninger ved sammenlægning af forskellige teknologiske platforme.

Vi forventer at DuPont kan realisere 25 % af de anslåede synergier i 2011 og 75 % i 2012. Desuden er det antaget at synergierne årligt vil følge inflationen og den generelle lønudvikling, hvorfor de i vores DCF model er tillagt denne stigning.

Efter at have foretaget og opstillet de økonomiske prognoser og identificeret kilderne til omkostningssynergierne, er vi i stand til at beregne værdien af Daniscos aktiviteter gennem DCF modellen.

4.2.8 DCF Værdiansættelse

Vores værdiansættelse består af to dele, en stand-alone værdi og en værdi af det forrige afsnits omtalte synergier. Vi vil først beregne en stand-alone værdi for Danisco. Denne værdi kan dog være svær at bruge sammenligningsmæssigt på skæringsdagen da aktiekursen den pågældende dag allerede indeholder informationer omkring synergierne. Derfor er modellen også opstillet med effekten af synergierne, så en sammenligning kan foretages.

Som det blev understreget i afsnittet om den finansielle ramme, vil vores vurdering af Daniscos værdi både blive baseret på en diskonteret Cash Flow (DCF) model og en økonomisk profit beregning (EVA). Begge modeller ender teoretisk med det samme resultat, men som før nævnt, er fundamentet i beregningerne forskellige.

I de kommende dele vil begge metoder blive præsenteret og forklaret. I nedenstående tabel er det skitseret, hvordan de tidligere beregnede Frie Cash Flows er diskonteret og udgør fundamentet i beregningen af Daniscos værdi.

Figur 45		DCF model					
mDKK		2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Free cash flow		2.380	1.822	1.458	1.980	1.948	2.073
Diskonterings faktor		0,918	0,843	0,774	0,711	0,653	0,599
Nutidsværdi af Cash Flow	8.771	2.185	1.536	1.129	1.407	1.271	1.242
Terminal Værdi	20.265						33.823
Sum af Cas Flow og Terminal værdi	29.036						
Medio Maj mnd justeringsfaktor	1,004						
Værdi på skæringsdag	29.139						
Likvidebeholdninger	664						
Enterprise value	29.803						
Gæld til realkreditinstituter	4.222						
Minoritetsinteresser	1						
Equity value	25.580						

Figur 45 – Kilde: Egen tilvirkning

Vores DCF model består af vores seks budgetår og en fortsat værdi. Alle budgetår samt den fortsættende værdi er tilbagediskonteret til d. 30. april 2010 med den tidligere beregnede WACC. Herefter er værdien fremdiskonteret til vores skæringsdato i medio maj 2010 med en halv måneds WACC.

Efter datojusteringen tillægger vi værdien den likvide beholdning og får Daniscos værdi (enterprise value), mDKK 29.803. DuPont er interesseret i at købe Daniscos aktier, hvorfor den interessante værdi for dem, er den indre værdi.

Efter gælden og minoriteterne er fratrasket får vi Daniscos indre værdi (equity value) på mDKK 25.580. Denne indre værdi kan, som tidligere beskrevet, også beregnes vha. den økonomiske profit model. Dette gøres for at fokusere på det økonomiske overskud frem for de frie penge strømme:

Figur 46		Økonomisk profit model					
		<u>2011e</u>	<u>2012e</u>	<u>2013e</u>	<u>2014e</u>	<u>2015e</u>	<u>2016e</u>
mDKK							
Invested capital		7.579	7.603	8.180	8.636	9.277	9.955
ROIC		23,5%	25,8%	26,3%	29,5%	29,1%	28,8%
WACC		8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Økonomisk Profit		1.107	1.285	1.422	1.782	1.878	1.979
Diskonteringsfaktor		0,918	0,843	0,774	0,711	0,653	0,599
Nutids Værdi	6.878	1.017	1.083	1.100	1.266	1.225	1.186
Terminal Værdi	14.345						23.942
Goodwill investeringer		-106	-106	-106	-106	-106	-106
Nutids Værdi af Goodwill	-478	-98	-90	-82	-76	-69	-64
Nutids Værdi af den Økonomiske Profit	20.745						
Invested capital 2010	8.291						
Invested capital + Økonomisk Profit	29.036						
Medio Maj mnd justeringsfaktor	1,004						
Værdi på skæringsdag	29.139						
Likvidebeholdninger	664						
Enterprise value	29.803						
Gæld til realkreditinstituter	4.222						
Minoritetsinteresser	1						
Equity value	25.580						

Figur 46 – Kilde: Egen tilvirkning

Den økonomiske profit model (EVA) gør lige som DCF modellen brug af seks budgetår og en fortsat værdi. Den primære forskel består i at denne model tilbagediskonterer den økonomiske profit, der kan opgøres som forskellen (SPREAD) mellem ROIC og WACC ganget med den investerede kapital (invested capital).

Alle budgetår samt den fortsættende værdi er tilbagediskonteret til d. 30. april 2010 med den tidligere beregnede WACC. Herefter er værdien justeret frem til vores skæringsdato i medio maj 2010 med en halv måneds WACC.

Da ROIC uden goodwill er benyttet i beregningerne, skal værdien af goodwill på investeringer også fratrækkes nutidsværdien af det økonomiske overskud for at sikre kontinuitet⁸¹.

Efter disse justeringer, fremkommer præcis den samme værdi som vores DCF-værdiansættelse bidrog med, og endelig får vi også den samme indre værdi for Danisco, mDKK 25.580.

Et køb af Danisco vil, som tidligere beskrevet skabe synergier for DuPont. I kapitel 4.2.7 Synergi analyse blev det beskrevet og beregnet, at de årlige synergier ved en overtagelse ville udgøre mDKK 452.

Synergierne ville først være 100 % opnåelige efter 3 år, hvorfor værdien af dem kun er indregnet med 25 % første år og 75 % andet år. Desuden er der korrigeret for en årlig inflation på 2 %.

Vores analyse af synergierne gør os i stand til at beregne hvilken indflydelse, de beregnede synergier vil have på Daniscos endelige indre værdi. Nedenfor ses beregningen af de nævnte synergier, der ligesom i DCF-modellen er tilbagediskonteret med den beregnede WACC, således at de kan inkluderes i Daniscos indre værdi.

Figur 47		Værdien af synergierne					
mDKK		<u>2011e</u>	<u>2012e</u>	<u>2013e</u>	<u>2014e</u>	<u>2015e</u>	<u>2016e</u>
Årlige synergier		113	346	470	499	509	519
Nutids Værdi	1.758	104	292	364	355	332	311
Terminal Værdi	3.491						5.827
Værdi Synergier (2010)	5.249						
Medio Maj mnd justeringsfaktor	1,004						
Værdi af Synergier	5.267						

Figur 47 – Kilde: Egen tilvirkning

Værdien af synergierne tilføjer mDKK 5.267 til den tidligere beregnede indre værdi for Danisco, som herefter kan opgøres til mDKK 30.847. Vi er nu i stand til at sammenligne og diskuterer vores beregnede værdi for Danisco, med det egentlige bud DuPont afgav.

Inden denne diskussion, vil vi understrege den høje grad af usikkerhed der ligger i modellerne. Små ændringer i modellernes forudsætninger giver store udsving i den beregnede indre værdi. Dette fremgår tydeligt af næste kapitels følsomhedsanalyse.

4.2.9 Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen har til formål at synliggøre, hvorledes prisen på Daniscos aktie påvirkes af ændringer i de underliggende estimerede parametre der ligger til grund for værdiberegningen.

De vigtigste parametre er angiveligt de estimerede fortsatte vækstrater, der påvirker terminalværdien, da denne udgør ca. 70 % af virksomhedens værdi. Som det fremgår af vores værdiansættelsesmodel, er det netop fluktuationer på WACC og den fortsatte NOPLAT vækst, der især er følsomme overfor mindre ændringer.

ROIC er en afledt funktion af ændringer i NOPLAT, da NOPLAT som vist i Ligning 4 indgår i beregningen af ROIC. At opstille en følsomhedsanalyse på netop de to variabler, vil ikke være hensigtsmæssigt, da de er indbyrdes afhængige af hinanden. Det er en forudsætning for NOPLAT vækstens effekt på den indre værdi, at ROIC er større end WACC.

Nedenfor er vist en følsomhedsanalyse af væksten i fortsat NOPLAT vækst og WACC:

Figur 48		Følsomhedsanalyse af DCF parametrene					
Ændring i WACC		Fortsat NOPLAT vækst					
		0%	1%	2%	3%	4%	
	7%	40.497	41.892	43.845	46.774	51.657	
	8%	34.501	35.161	36.041	37.273	39.120	
	8,9%	30.227	30.498	30.847	31.315	31.972	
	10%	26.177	26.177	26.177	26.177	26.177	
	11%	23.179	23.036	22.862	22.644	22.364	

Figur 48 – Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser at en relativ lille ændring af enten den fortsatte vækst i NOPLAT eller den anvendte WACC medfører store fluktuationer på virksomhedens indre værdi. Som beskrevet i Kapitel 4.2.5.1 NOPLAT udvikling, er denne værdi fastsat ud fra en historisk fundamental betragtning, hvorfor den er forbundet med en vis form for usikkerhed.

Ændringen i WACC er bestemt ud fra yderligere estimer, hvorfor vi har opstillet en følsomhedsanalyse over to af disse parametre, nemlig gældsfordelingen og den estimerede markeds præmie:

Figur 49		Følsomhedsanalyse af WACC parametrene					
Markeds præmie	Indre værdi		Gældsfordeling				
			80%	85%	89%	95%	100%
		4,0%	38.126	36.472	35.239	33.524	32.204
		4,5%	35.713	34.108	32.913	31.256	29.983
		5,0%	33.561	32.003	30.847	29.245	28.018
		5,5%	31.629	30.118	28.999	27.450	26.266
		6,0%	29.885	28.420	27.336	25.839	24.695

Figur 49 – Kilde: Egen tilvirkning

Gældsfordelingen kan vi ikke selv justere, men markedspræmien er estimeret ud fra studier i PwC. En ændring i markedspræmien har stor effekt på Daniscos indre værdi. En ændring fra 5 % til 4,5 % medfører en stigning i aktiekursen fra DKK 644 pr. aktie til DKK 687 pr. aktie.

Ud fra ovenstående kan vi igen konkludere at vores estimerede værdi for Danisco er meget følsom.

4.3 Diskussion af resultaterne

På vores valgte skæringsdag 16. maj 2011 var kursen låst på den værdi DuPont havde budt; DKK 700 pr. aktie. Til sammenligning giver vores estimerede indre værdi med 47,878 mio udestående aktier en værdi på DKK 644,3 pr. aktie. Hvilket er 8,0 % lavere end den reelle opkøbspris.

En sammenligning af vores beregnede stand-alone værdi med Daniscos indre værdi (uden synergier) giver os en pris pr. aktie på DKK 534,3. Dette er 0,8 % lavere end Daniscos pris pr. aktie på børsen dagen inden (Pris pr. aktie DKK 530, 7/1 2011) nyheden om DuPonts interesse blev offentliggjort.

At vores beregnede stand-alone værdi ligger så tæt på den aktuelle aktiekurs inden nyheden om DuPonts interesse, giver os som eksterne analytikere overbevisning om at de beregnede fremtidige frie pengestrømme og ejernes afkastkrav er retvisende.

Det giver os også en formodning om, at vores estimerede synergier er for lave sammenlignet med DuPonts vurdering af Daniscos fremtidige frie pengestrømme. Skulle vi have estimeret en pris pr. aktie på DKK 700, burde vores synergier have tilføjet en ekstra indre værdi på mDKK 7.935. Vores fastsatte synergier er på mDKK 5.267, hvilket medfører en difference på mDKK 2.668.

Den pris Danisco blev solgt til indeholder dermed synergieffekter på 6,08 % eller omkostningsbesparelser på mDKK 681 pr. år. For at opnå en synergieffekt på 6,08 % skal der findes yderligere besparelser på mDKK 229 pr. år i forhold til vores tidligere estimerede årlige

besparelser på mDKK 452 pr. år. De beregnede synergibesparelser i forbindelse med opkøbet er diskuteret i *Kapitel 4.2.7 Synergi analyse*.

I forlængelse med vores diskussion af synergierne, ser vi det ikke som en mulighed for DuPont at opnå disse ekstra besparelser, hvorfor vi kan konkludere et af følgende to scenarier:

1. Estimatet af Daniscos værdi inden opkøbsnyhederne har været vurderet for lavt af markedet og os.
2. At DuPont har betalt en for høj værdi for Danisco.

At vi som eksterne analytikere har vurderet værdien af Danisco for lavt inden opkøbsrygterne. Vi vurderer ikke dette scenarie som plausibel, da vores estimerede værdi næsten er identisk med markedets vurdering af Danisco.

En forklaring på det andet scenarie kan gives ud fra at DuPonts viden i forbindelse med budet har været større end vores, de har haft adgang til et Datarum med langt mere information end den, der har været tilgængelig for os som eksterne analytikere. Vores beregnede værdi af Danisco inkl. synergier er mDKK 2.668 lavere i forhold til den værdi Danisco blev solgt for.

Desuden er det vigtigt stadig at bemærke, at værdiansættelsesmodeller er underlagt en høj grad af usikkerhed og en mindre ændring i modellen kan påvirke den beregnede værdi betydeligt.

For at sammenligne vores beregnede pris pr. aktie, med andre eksterne analytikere har vi opstillet nedenstående figur:

Figur 50

Markedets vurdering af aktieprisen

Investeringsbankernes analytikere	Sagt og skrevet i forbindelse med budet og prisen
Sydbank Morten Imsgaard til RB-Børsen den 10. januar 2011	"Vi vurderer dog, at prisen på 665 kr. pr. aktie mere end til fulde afspejler de vækstudsigter, som vi mener, at det er rimeligt at lægge ind i en værdiansættelse af Danisco på nuværende tidspunkt."
SEB ENSKILDA Henrik Simonsen til Dansk Aktionærforenings nyhedsbrev den 4. februar 2011	"Vi mener, at prisen bør være mellem 690 og 720 kr. Vi mener, at der nu er kommet ny information til markedet. Danisco har oplyst nye planer for de to kommende år i forbindelse med tilbuddet til Dupont. Det som de selv kalder interne planer, men de nye forventninger ændrer forudsætningerne."
Danske Invest Nyhedsbureauet Direkt den 18. januar 2011	"Danisco-aktionærene bør beholde sine aktier og dermed ikke acceptere købstilbuddet fra amerikanske DuPont. Analytikerne mener, aktionærene bør kunne opnå en pris på 710 kr. per aktie, såfremt Danisco-koncernen splittes op."

Figur 50 – Kilde: <http://www.shareholders.dk/art/templates/nyhedsbrev.aspx?articleid=987&zoneid=1>

Tendensen blandt andre eksterne analytikere er gennemgående mere positiv end vores beregnede værdi, og ligger tættere på den aktuelle købspris. Der er enighed mellem eksterne analytikere om synergieffekterne ved opkøbet, størrelsen på synergieffekterne fluktuerer fra ca. 4 % til 7 %.

Opkøbsscenariet kan i vores øjne betragtes som en win-win situation. Daniscos aktie har aldrig været vurderet så højt, som den er i forbindelse med opkøbsrygterne. Prisen pr. aktie vurderes at stabilisere sig omkring de DKK 540 igen hvis tilbuddet ikke bliver accepteret. Det er derfor vores klare anbefaling at Daniscos aktionærer benytter sig af DuPonts købstilbud helt ned til et bud på DKK 644 pr. aktie.

For DuPont, vil opkøbet resultere i øgede indtjeningsmuligheder, og på lang sigt give dem en konkurrencemæssig fordel, samtidig med at opkøbet vil bidrage med en positiv SPREAD.

4.4 Delkonklusion

I Del 4 blev både DuPonts strategiske og finansielle rationaler ved en overtagelse af Danisco beskrevet.

På det strategiske område blev der specielt på det forretningsmæssige område identificeret rationaler indenfor:

- De fælles kompetencer i den industrielle bioteknologi.
- Videreudviklingen i samarbejdet omkring den fælles virksomhed DDCE og bioethanol.
- Adgangen til Daniscos viden indenfor specialfødevareingredienser og det globale marked de opererer i.

Samlet er Danisco vurderet som en attraktiv virksomhed, der vil bidrage positivt i Duponts målsætning om at blive en global førende koncern indenfor fødevareingredienser, enzymer og biobaserede løsninger.

På det finansielle område er de beskrevne strategiske rationaler benyttet sammen med de historiske resultater til at budgettere de fremadrettede frie Cash Flows. Der er i budgetteringen lagt vægt på udviklingen indenfor omsætning, EBIT margin, arbejdskapital og materielle anlægsaktiver.

Daniscos stand-alone værdi blev ud fra både en DCF og EVA model beregnet til mDKK 25.580. Der er foretaget en vurdering af potentielle synergieffekter der vil påvirke værdien af Danisco i tilfælde af DuPonts opkøb.

Det blev i beregningen af synergierne estimeret at de samlede omkostningsbesparelser ville udgøre mDKK 452, eller ca. 4 %. Tillægges dette til den beregnede stand-alone værdi, kan Daniscos værdi opgøres til mDKK 30.847 eller DKK 644 pr. aktie.

Vores beregnede pris pr. aktie inkl. synergier ligger 8 % lavere end tilbudsprisen fra DuPont. Forklaringen på differencen på de mDKK 644 eller 8 % mellem vores værdi og DuPonts tilbudspris kan forklares på estimerne af synergierne.

At vores beregnede værdi af Danisco, er 8 % lavere end den reelle tilbudspris, gør kun at vores salgsanbefaling til Daniscos aktionærer bliver stærkere. Daniscos aktie har aldrig været vurderet

så højt, som efter offentliggørelsen af DuPonts købstilbud. Accepter aktionærerne ikke tilbuddet forventer vi at prisen pr. aktie stabilisere sig omkring DKK 540.

Efter at have fastsat værdien af Danisco, fokuserer Del V i afhandlingen på eventuelle forhindringer i forbindelse med opkøbet, alternative muligheder og forslag til en implementeringsplan i tilfælde af at opkøbet bliver en realitet.

Del 5: Bag om opkøbet

5.1 Forhold der kan forhindre et opkøb

I de foregående dele af afhandlingen har vi argumenteret for rationaler, der fører til DuPonts opkøbsinteresse for Danisco. Et opkøb er imidlertid ikke ukompliceret, selv om alle rigtige argumenter er til stede, vil der altid være potentielle hindringer for at gennemføre en overtagelse. Disse hindringer kan være forårsaget af mange forskellige kilder – både eksterne og interne.

I dette tilfælde hvor DuPont skal erhverve Danisco, har vi identificeret tre overordnede, potentielle forhold, der vil kunne forhindre opkøbet:

- Konkurrencemyndigheder
- Store aktionærers indsigelser
- Finansiering af opkøbet

I det følgende vil vi kort beskrive og analysere ovenstående tre forhold. Disse er højst sandsynligt langt fra en fuldstændig udtømmende liste. Det vurderes at det er netop disse forhold, der er de væsentligste at undersøge, førend opkøbet kan realiseres.

5.1.1 Konkurrencemyndigheder

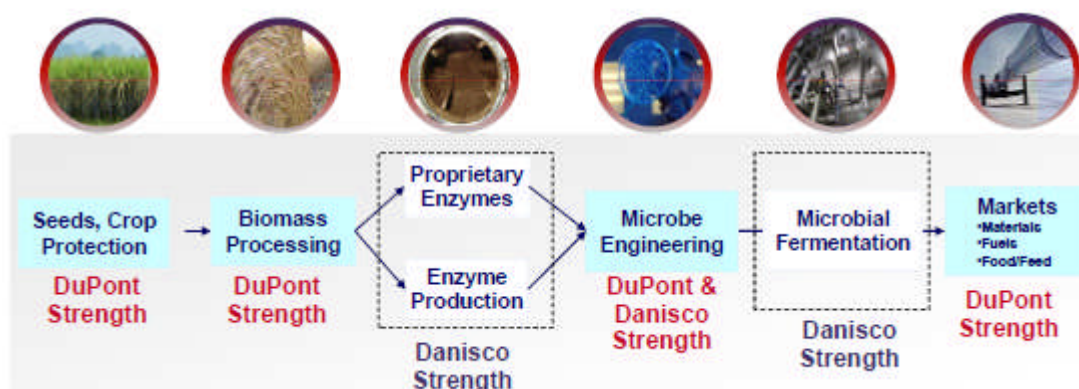
Konsolideringer i brancher danner ofte spekulationer og diskussioner om, hvorvidt de enkelte virksomheder får for meget magt. Dette spørgsmål kan næppe undgås, når DuPont, som er en kæmpe koncern, overvejer at opkøbe Danisco, der er markedsleder i Enzymindustrien.

DuPont og Daniscos forretningssegmenter konsoliderer mest inden for Agriculture & Nutrition. Markedsandelene varierer fra land til land. Oplysningerne i DuPonts og Daniscos årsrapporter er specificeret ud på geografisk markedsandele, men ikke indenfor forretningssegmenterne. Det er derfor ikke muligt at give en præcis redegørelse som ekstern analytiker for, hvor der kunne være problemer med konkurrencemyndighederne.

DuPont får ved et opkøb af Danisco udvidet deres værdikæde til at være langt stærkere og nærmest komplet indenfor Agriculture & Nutrition, hvilket fremgår illustrativt fra en rapport udgivet af DuPont i forbindelse med opkøbet:

Figur 51

Agriculture&Nutrition og Bioteknologi værdikæde



Figur 51 – Kilde: DuPont opkøbs slideshow

Ovenstående figur illustrerer, at DuPont ved en overtagelse af Danisco vil blive en kæmpe spiller på verdensmarkedet, der tilbyder alle produkter indenfor den bioteknologiske værdikæde.

DuPont blev godkendt af konkurrencemyndighederne i USA, Europa og Kina⁸².

5.1.2 Store aktionærers indsigelser

Som nævnt i kapitel 2.1.3 Ledelsesstruktur og ejerskab, er ATP den eneste større aktionær med et ejerskab på over 5 % af Danisco. Det er normalt en forudsætning for et opkøb af en børsnoteret virksomhed, at 90 % af aktionærerne siger ja til tilbuddet før end de sidste aktier kan tvangsindløses. I dette opkøbsscenario er det aftalt at DuPont skal have accept fra 80 % af aktionærerne for at kunne tvangsindløse de resterende aktier.

ATP er en af Danmarks mest indflydelsesrige investorer. Derfor vil flere andre danske institutioner og private investorer formentlig følge ATP's udmeldinger i den tro, at de besidder den bedste viden. Dermed vil én investor som ATP, der besidder ca. 5 % af aktierne⁸³, have en stor magt i dette opkøb.

DuPont annoncerede i januar 2011 indledningsvis et købstilbud på Danisco på DKK 665 pr. aktie. Efter flere forlængelser af tilbudsperioden, som følge af manglende godkendelser fra konkurrencemyndighederne, blev tilbuddet ultimo april 2011 opjusteret til en pris på DKK 700 pr. aktie.

ATP, der ellers har forholdt sig tavs siden købstilbuddets offentliggørelse, erklærer sig klar til at sælge sine aktier, og flere andre institutionelle investorer herhjemme følger trop.

Efter stor usikkerhed om aktionærernes accept, oplyser Dupont den 16. maj 2011, at man har sikret sig 92,2 pct. af aktierne i Danisco og dermed gennemfører opkøbet. De resterende aktier bliver tvangsindløst.

5.1.3 Finansiering af overtagelsen

En forudsætning for at gennemføre et opkøb er selvfølgelig, at køber har de fornødne frie midler til at fuldføre overtagelsen, hvis købet er indstillet til at være et kontant tilbud. DuPont er med andre ord nødt til at finansiere opkøbet af Danisco med kontanter.

En overtagelse af Danisco er en forholdsvis dyr affære. DuPont skal derfor overveje grundigt, hvordan de vil finansiere det eventuelle opkøb af Danisco. Dette omfatter aktionærernes synspunkt og desuden det forventede fremtidige gælds niveau.

Der er flere muligheder for finansieringen af overtagelsen. Ved en gennemgang af tidligere opkøb i dansk erhvervshistorie, er der mange måder hvorpå et opkøb kan finansieres, nogle mere kreative end andre.

Der fokuseres på to finansieringsmuligheder, betaling med kontanter eller aktier. Der er flere specifikke regler for hvordan en sådan betalings form skal håndteres.

Historisk er det bevist at den opkøbende virksomhed ofte kommer til at betale en højere pris for virksomheden med aktier som betalings middel. En forklaring på dette kan være, at aktier ikke er lige så omsættelige som kontanter og at aktionærerne derfor kræver en ekstra præmie herfor.

Hvis DuPont vælger at købe Danisco "kontant", hvilket vi mener de har forudsætningerne til, skal de nøje overveje deres fremtidige gældsstruktur. Det er i vores kapitel omkring følsomheden bevist at en ændring i en virksomheds gældsstruktur, kan ændre virksomhedens værdi kraftigt.

5.2 Alternativer

Diskussionen af mulighederne for eventuelle alternative løsninger, giver læseren et mere fyldestgørende billede i forhold til problemformuleringen. Ud fra vores analyse af synergierne for et opkøb, fremgår det i vores estimater at DuPont kun vil få synergieffekter på 4 % af omkostningerne.

Vores analyse konkluderede ydermere, at DuPont får adgang til nye markeder gennem akkvisitionen af Danisco.

Inden der investeres mDKK 30.847 i Danisco, er det vigtigt at undersøge markedet for alternative investeringer, der kan tilføre mere værdi til DuPonts aktionærer. Det ville også være interessant at værdiansætte de enkelte forretningsdivisioner i Danisco individuelt, og se om deres respektive værdier hver for sig ville overstige vores samlede beregnede værdi af Danisco.

En gennemgang af alternative investeringer ville i sig selv være en afhandling værdig, hvorfor dette ikke er undersøgt yderligere.

5.3 Implementeringsplan

Dette afsnit fokuserer på forhold, der skal tages stilling til i forbindelse med fusionens integrations fase. Vi vil komme ind på emner inden for Corporate Governance og organisatoriske forandringer. Som vores metode beskriver, er det vores ambition at gå ud over det tidligere beskrevne transaktions rationale, og at tage hensyn til emner, der nemt kan overses, når opkøbsprisen er analyseret.

5.3.1 Corporate Governace

I forbindelse med en overtagelse er det vigtigt for os at komme ind på emner, der vedrører de ledelsesmæssige aspekter af den nye fusionerede enhed. Her er Corporate Governance et centralt emne. Netop i USA har der været stor fokus på Corporate Governace i det seneste årti, efter en række af flere virksomhedsskandaler.

Dette motiverede lovgivere og myndigheder til at indføre Corporate Governance reformer, der bl.a. resulterede i gennemførelsen af Sarbanes-Oxley Act i 2002.

Det er bestyrelsens ansvar at ansætte en direktion og beslutte virksomhedens overordnede strategi. Ved en hurtig analyse af de to virksomheders bestyrelser, fremgår det at Daniscos bestyrelse er meget Dansk, med kun to udenlandske medlemmer, en svensk og en britisk.

Duponts bestyrelse tæller 12 internationale medlemmer, der alle har besiddet andre store erhvervsposter og derfor må betegnes som mere kompetent. Vi ser dermed Daniscos nye bestyrelse som et kæmpeaktiv for væksten af Daniscos og dermed også DuPonts værdi.

For en nemmere integration af den danske virksomhed Danisco, ser vi det som en god ide, at tildele en nordisk person en plads i DuPonts bestyrelse, da vi mener at dette vil sikre en bedre fremadrettet forståelse for værdierne i den danske opkøbte virksomhed. Det er bestyrelsens vigtigste arbejde at varetage aktionærens interesser, hvorfor antallet af nordiske folk i bestyrelsen igen afhænger af om Danisco bliver opkøbt med kontanter eller med en aktieordning.

5.3.2 Organisatoriske ændringer

For at afrunde implementeringen diskuteres følgende et muligt design til håndtering af de organisatoriske ændringer, som kan være en naturlig årsag til overtagelsen.

I og med at DuPont er en langt større virksomhed end Danisco, vil det være naturligt at DuPont bevarer størstedelen af den organisatoriske kontrol. Dette er især tilfældet, når de overvejer placeringen af hovedsædet, hvorfra strategier formuleres og kommunikeres. I dette opkøbsscenario vil det med garanti slet ikke være på tale, at flytte hovedsædet fra USA til Danmark.

Når det er sagt, er der ingen grund til ikke at tage det bedste fra de to organisationer, med over i det "nye" DuPont. Synergier er ikke nødvendigvis målbare omkostningsbesparelser, men kan også ligge på flere bløde ikke målbare områder.

Den langsigtede strategi bør være at forsætte driften af de to virksomheder som en fælles virksomhed under én ledelse. På den korte tidshorisont, skal de to virksomheder ses som to individuelle brands. Af samme årsag så vi i vores synergiberegning, at den fulde effekt af synergierne først blev indregnet efter det tredje fusionsår.

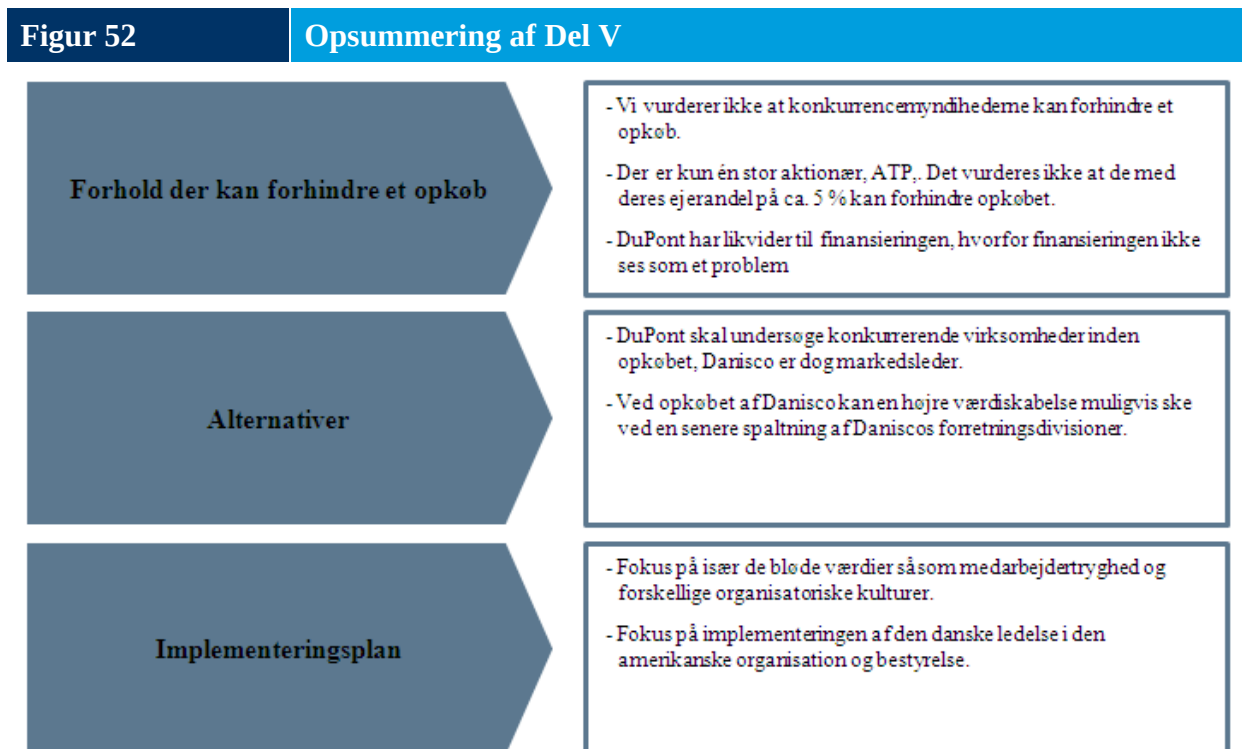
I forbindelse med overtagelse er det også vigtigt at fokusere på forskellighederne i de organisatoriske kulturer. Det er svært at sige om samarbejdet mellem den danske ledelse og den amerikanske organisation vil skabe værdier eller problemer. Vigtigst af alt er det at konkludere, at ledelsen skal have højt fokus herpå kort efter en overtagelse.

Det vil med garanti skabe utrygheder blandt medarbejderne i begge organisationer, da det ikke er nogen hemmelighed, at en stor del af synergierne stammer fra besparelser og afskedigelser på medarbejderfronten. Den afledte effekt af den dårlige karma i eventuelle afskedigelser kan resultere i negative medarbejdere med mindre engagement. Dette kan have katastrofale følger på de estimerede synergier, og den daglige drift og effektivitet.

Ovenstående har belyst flere områder, hvor den nye ledelse skal have deres fokus efter overtagelsen for at sikre sig en blødere integrationsproces og undgå eventuelle kulturelle barrierer.

5.4 Delkonklusion

Vi har i Del V overvejet og diskuteret implementeringsplaner, alternativer og risici ved implementeringen af Danisco i Dupont. I nedenstående figur har vi opstillet de vigtigste punkter fra Del V:



Figur 52 – Kilde: Egen tilvirkning

Del VI i denne afhandling indeholder en konklusion af de tidligere delafsnit og analyser der er foretaget tidligere. Desuden giver Del VI et konkret svar på problemformuleringen.

Del 6: Konklusion

Det gennemgående formål med denne afhandling har været at analysere Dupont og Daniscos forretninger således at vi kunne besvare vores opsatte problemformulering:

"Hvilke værdiskabende muligheder kan identificeres for DuPont i en overtagelse af den danske enzym virksomhed Danisco? "

DuPont og Danisco er forskelligartede virksomheder, både i form af størrelse men også i deres udbud af produkter. Der er identificeret synergier mellem DuPonts største forretningsområde, Agriculture and Nutrition og Daniscos forretning. Det primære fokus fra DuPont vurderes at være forretningsdivisionen Genencor, hvor selskabernes fælles selskab "DDCE" allerede har et veletableret samarbejde i udviklingen af 2. generations bioethanol.

Fælles for DuPont og Danisco er deres fokus på bæredygtighed. Virksomhedernes forskning og udviklingsomkostningerne har for DuPont i årene 2008-2010 udgjort 5 % af den samlede omsætning pr. år. Danisco er på samme niveau med 6 %.

Danisco har de sidste par år foretaget en række strategiske effektiviseringstiltag for at gøre sin organisation, produktportefølje og kapacitet omstillingsparat. Dette har givet vækst i omsætningen, forbedringer i EBIT margin og har gjort Danisco til et selskab, der vurderes at have et solidt fundament til fremtidig vækst.

Det er analyseret at Danisco grundet sin brede geografiske tilstedeværelse og brede produktportefølje er mindre konjunkturfølsom end DuPont. Ved et opkøb af Danisco vil DuPont dermed få spredt sin risiko overfor den identificerede konjunkturfølsomhed. Vi ser dette som en klar værdiskabende faktor for DuPont.

Ved et opkøb af Danisco vil DuPont også overtage forretningsdivisionen Sweetners, der som den eneste division i Danisco har haft faldende omsætning og bidraget negativt til samlede EBIT margin.

Det øgede politiske fokus på udvidelsen af brugen af 1. generations bioethanol samt på udviklingen af 2. generations bioethanol vurderes at bidrage positivt til den fremtidige indtjening.

Danisco er eksponeret overfor volatile råvarepriser. Det estimeres at den globale fødevareproduktion skal fordobles i år 2050. Da ressourcerne til produktionen af fødevarer er knappe, vil det uden tvivl påvirke prisudviklingen i råvarer og dermed øge produktionsomkostningerne. Den afledte effekt af de stigende råvarepriser vil på lang sigt øge det politiske fokus på investering i 2. generations bioethanol, hvilket klart vurderes som en positiv faktor.

Danisco opererer i et stærkt konkurrencepræget miljø, drevet af innovationer og teknologisk udvikling, hvor virksomheden har intens konkurrence. Dette kan føre til markedsdrevne prisnedsættelser.

På det strategiske område blev der specielt på det forretningsmæssige område identificeret rationaler indenfor:

- De fælles kompetencer i den industrielle bioteknologi.
- Videreudviklingen i samarbejdet omkring den fælles virksomhed DDCE og bioethanol.
- Adgangen til Daniscos viden indenfor specialfødevareingredienser og det globale marked de opererer i.

På det finansielle område er de beskrevne strategiske rationaler benyttet sammen med de historiske resultater til at budgettere de fremadrettede frie Cash Flows.

Daniscos stand-alone værdi blev ud fra både en DCF og EVA model beregnet til mDKK 25.580. Der er foretaget en vurdering af potentielle synergieffekter der vil påvirke værdien af Danisco i tilfælde af DuPonts opkøb.

Det blev i beregningen af synergierne estimeret at de samlede omkostningsbesparelser ville udgøre mDKK 452, eller ca. 4 %. Tillægges dette til den beregnede stand-alone værdi, kan Daniscos værdi opgøres til mDKK 30.847 eller DKK 644 pr. aktie.

Vores beregnede pris pr. aktie inkl. synergier ligger 8 % lavere end tilbudsprisen fra DuPont. Forklaringen på differencen på de mDKK 644 eller 8 % mellem vores værdi og DuPonts tilbudspris kan forklares på estimerne af synergierne.

Vi har identificeret tre overordnede, potentielle forhold, der vil kunne forhindre opkøbet af Danisco:

- Konkurrencemyndigheder
- Store aktionærers indsigelser
- Finansiering af opkøbet

Efter en analyse af de identificerede forhold vurderes det ikke plausibelt at disse skulle kunne forhindre et opkøb.

Ved implementeringen af Danisco kan eventuelle afskedigelser af medarbejdere resultere i dårlig karma og medarbejdere med mindre engagement. Dette kan have katastrofale følger på de estimerede synergier og den daglige drift og effektivitet.

DuPonts langsigtede strategi bør være at forsætte driften af de to virksomheder som én fælles virksomhed under én ledelse. Dette skal sikre en blød integrationsproces og undgå eventuelle kulturelle barrierer.

At vores beregnede værdi af Danisco, er 8 % lavere end den reelle tilbudspris, gør kun at vores salgsanbefaling til Daniscos aktionærer bliver stærkere. Daniscos aktie har aldrig været vurderet så højt, som efter offentliggørelsen af DuPonts købstilbud.

Accepterer aktionærerne ikke tilbuddet forventer vi at prisen pr. aktie stabiliserer sig omkring stand-alone værdien på DKK 540, hvorfor vi klart anbefaler Daniscos aktionærer at accepterer DuPonts købstilbud ned til en pris pr. aktie på DKK 644.

Bilag

Bilag 1			Omsætningsfordelingsnøgle					
2006	Oms	%	2007	Oms	%	2008	Oms	%
Sukker	7.634	34%	Sukker	6.739	33%	Sukker	6.835	36%
Flavors	1.555	7%	Flavors	1.549	8%			
Sweetners	6.669	30%	Genecor	3.500	17%	Genecor	3.686	19%
Bio	5.095	23%	Cultures	1.684	8%	Cultures	1.779	9%
			Sweetners	1.807	9%	Sweetners	1.652	9%
Enablers	1.555	7%	Enablers	5.083	25%	Enablers	5.134	27%
I alt	22.508	100%	I alt	20.362	100%	I alt	19.086	100%
Ophørt aktivitet			41%		Ophørt aktivitet		41%	
					Ophørt aktivitet		36%	

Bilag 1 – Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 2		Reformuleret Resultatopgørelse			
		2007	2008	2009	2010
Revenue		12.074	12.211	12.991	13.706
COGS		-6.319	-6.651	-7.324	-7.162
Gross profit		5.755	5.560	5.667	6.544
Forsknings- og udviklingsomkostninger		-497	-467	-701	-805
Distributions- og salgsomkostninger		-1.604	-1.609	-2.174	-2.363
Administrationsomkostninger		-740	-719	-854	-880
Andre driftsindtægter		76	137	65	50
Andre driftsudgifter		-54	-27	-57	-51
SGA and other costs		-2.819	-2.685	-3.721	-4.049
EBITDA		2.936	2.876	1.946	2.495
Depreciations		-627	-692	-698	-750
EBITA		2.309	2.184	1.248	1.745
Særlige poster		-142	284	-106	-27
EBIT		2.167	2.468	1.142	1.718
Finance costs		-300	-237	-68	-152
PBT (continuing operations)		1.867	2.230	1.074	1.566
Tax		-278	-389	-250	-197
Net profit (continuing operations)		1.589	1.841	824	1.369
Profit from discontinued operations		0	528	-59	0
Net profit		1.589	2.369	765	1.369
Minority interest		-21	-48	-36	-1
Net profit to shareholders		1.610	2.417	801	1.370
Tax shield on financial interests		-75	-59	-17	-38
NOPLAT calculation					
EBIT		2.167	2.468	1.142	1.718
Initial tax		-542	-617	-286	-430
NOPLAT		1.625	1.851	857	1.289

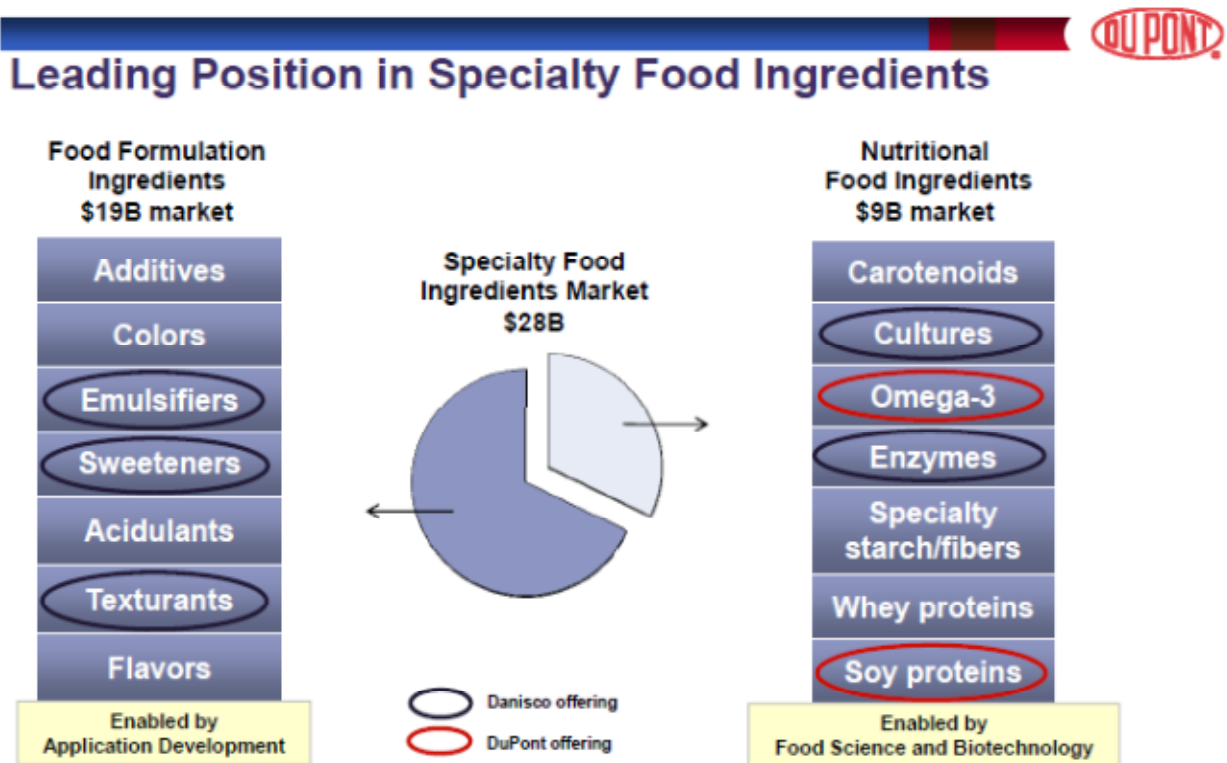
Bilag 2 – Kilde: Danisos årsrapporter og egen tilvirkning

Bilag 3		Reformuleret Balance				
		2006	2007	2008	2009	2010
Drifts aktiver (OA)		11.268	11.135	11.493	11.520	11.900
Materielle aktiver		5.123	5.129	5.214	5.356	5.383
Drifts aktiver		6.145	6.006	6.278	6.164	6.517
Varebeholdninger		3.282	3.169	3.565	2.998	2.580
Tilgodehavender fra salg		2.000	1.945	1.962	2.268	2.488
Andre tilgodehavender		539	518	489	249	915
Selskabsskat		88	171	35	195	190
Udskudte skatteaktiver		143	117	103	246	133
Periodeafgrænsningsposter		57	48	86	140	108
Kapitalandele i Joint Ventures		7	7	7	36	69
Driftslikviditet (0,25% af oms)		29	30	31	32	34
Ikke drifts aktiver (NOA)		7.766	7.383	6.670	9.758	8.608
Goodwill		6.307	6.135	5.272	7.538	6.996
Øvrige immaterielle anlægsaktiver		753	716	824	906	834
Andre tilgodehavender		327	188	272	551	32
Pensionsaktiver		71	80	82	58	65
Likvide beholdninger		213	189	192	288	664
Andre kapitalandele og værdipapirer		96	75	29	21	17
Aktiver bestemt for salg		0	0	0	396	0
Total aktiver		19.035	18.517	18.163	21.278	20.508
Asset check		0	0	0	0	0
Drifts Passiver (OL)		3.224	3.218	3.375	3.455	3.609
Andre hensatte forpligtelser		296	256	228	292	163
Anden gæld		1.198	1.162	1.154	1.424	1.889
Periodeafgrænsningsposter		50	25	56	5	4
Selskabsskat		160	159	225	242	209
Finansielle leasingforpligtelser		27	24	24	35	31
Udskudte skatteforpligtelser		754	768	820	819	479
Leverandørgæld		739	824	868	638	834
Gæld (D+DE)		8.038	7.398	6.395	5.552	4.222
Gæld til realkreditinstituter		122	113	112	36	522
Kreditinstituter iøvrig		7.916	7.285	6.282	5.516	3.700
Egenkapital og dens ækvivalenter (E+EE)		7.773	7.901	8.393	12.271	12.677
Pensionsforpligtelser		264	261	241	131	172
Selskabskapital		577	578	636	954	954
Minoritetsinteresser		188	180	184	6	7
Reserver/Overført resultat		6.744	6.882	7.332	11.180	11.544
Total Passiver		19.035	18.517	18.163	21.278	20.508
Passiver check		0	0	0	0	0
Invested capital (excl. Goodwill)		8.044	7.916	8.117	8.065	8.291
Invested capital (incl. Goodwill)		15.103	14.767	14.212	16.509	16.121
Total funds invested		15.810	15.299	14.788	17.823	16.899
Total funds invested		15.810	15.299	14.788	17.823	16.899
Check		0	0	0	0	0
Revenue		11.723	12.074	12.211	12.991	13.706
Operating working capital		2.921	2.787	2.903	2.709	2.908
WC/Revenue		24,9%	23,1%	23,8%	20,9%	21,2%

Bilag 3 – Kilde: Daniscos årsrapporter og egen tilvirkning

Bilag 4

Fælles produktudbud



Bilag 4 – Kilde: DuPont to Acquire Danisco Presentation

Referencer

Bøger:

McKinsey&Company (Koller, Goedhart & Wessels)

Valuation – measuring and managing the value of companies	John Wiley & Sons, Inc.	2010
---	-------------------------	------

Sørensen

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk Tilgang	Gads forlag	2009
---	-------------	------

Plenborg & Petersen

Financial Statement Analysis – Valuation, Credit Analysis, Executive Compensation	Pearson	2011
---	---------	------

Franck

Microeconomics and Behavior	McGraw Hill	2006
-----------------------------	-------------	------

Morris

Accounting for M&A, Equity, and Credit Analysts	McGraw Hill	2004
---	-------------	------

Artikler:

Rådgivningsudvalget – FSR

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele	Nørhaven Book	2003
--	---------------	------

Petersen, Plenborg & Schøler

Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i Praxis?*	Ledelse og privatøkonomi	2006
---	--------------------------	------

Madsen & Hartzberg

Prisfastsættelse på aktiemarkedet	PwC	2010
-----------------------------------	-----	------

Business Insights

The Top 10 Food and Drinks Ingredients Companies	Business Insights Ltd	2010
--	-----------------------	------

Mags Law Firm

M&A - Stigning i aktivitetsniveauet	News Letter, April	2011
-------------------------------------	--------------------	------

Web:

Danisco - www.danisco.com

DuPont - www.dupont.com

Bloomberg - www.bloomberg.com (terminal)

FOOD navigator - www.foodnavigator.com

Novozymes - www.novozymes.com

Climate Minds - www.climate minds.com

Økologisk landforening – www.økologi.dk

PwC - www.pwc.dk

Nyheds sider:

Børsen - www.borsen.dk

CRN - www.crn.dk

Business.dk - www.business.dk

EPN - www.epn.dk

Noter

- ¹ <http://crn.dk/art/193102/navision-solgt-for-11-milliarder-kroner>
- ² <http://www.business.dk/oekonomi/udenlandske-opkoeb-har-skabt-over-5.000-danske-job>
- ³ MAGS LAW FIRM, M&A afdeling
- ⁴ Frank, Robert H. Microeconomics and behavior, 2006
- ⁵ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang side 76
- ⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang side 87
- ⁷ DuPont announces binding offer for Danisco, 10 January 2011 side 3
- ⁸ DuPont årsrapport 2009/2010 side 16
- ⁹ DuPont årsrapport 2009/2010 side 16
- ¹⁰ DuPont årsrapport 2009/2010 side 16
- ¹¹ DuPont årsrapport 2009/2010 side 19
- ¹² <http://www.business.dk/boersnyt/finansbanken-fornuftigt-hvis-danisco-sugar-saelges>
- ¹³ Danisco årsrapport 2009/2010 side 5
- ¹⁴ http://www.danisco.com/about_us/our_business/
- ¹⁵ Bilag til selskabsmeddelelse 6/2011 side 5
- ¹⁶ Danisco årsrapport 2009/2010 side 22
- ¹⁷ Danisco årsrapport 2009/2010 side 21
- ¹⁸ Danisco årsrapport 2009/2010 side 55
- ¹⁹ Danisco årsrapport 2009/2010 side 4
- ²⁰ Danisco årsrapport 2009/2010 side 5
- ²¹ <http://www.foodnavigator.com/Financial-Industry/Danisco-streamlines-ingredients-supply-function>
- ²² Daniscos årsrapport 2009/2010 Pengestrømsopgørelsen
- ²³ Danisco årsrapport 2009/2010 side 11-12
- ²⁴ Pressemeddelelse fra Danisco 22. januar 2008 – køb af emulgatorproducenten Abitec Ltd.
- ²⁵ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang side 91
- ²⁶ http://www.danisco.com/uploads/tx_tcdaniscofiles/Danisco_csr_award_081210_da.pdf
- ²⁷ Danisco årsrapport 2009/2010 side 48
- ²⁸ Danisco sustainability report 2010/2011 side 71
- ²⁹ Novozymes årsrapport 2010 side 27
- ³⁰ Danisco sustainability report 2010/2011 side 71
- ³¹ CAGR = Compound annual growth rate
- ³² http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/199910/stort_potentiale_for_ethanol_i_usa.html
- ³³ <http://www.climateminds.dk/index.php?id=51>
- ³⁴ <http://epn.dk/okonomi2/global/usa/article2323984.ece>
- ³⁵ Danisco årsrapport 2009/2010 side 108
- ³⁶ <http://www.business.dk/bny/oeget-vaekst-sender-raavarepriserne-i-vejret>
- ³⁷ Danisco årsrapport 2009/2010 side 11
- ³⁸ Danisco årsrapport 2009/2010 side 11
- ³⁹ Business Insight 2010 - The Top 10 Food and Drinks Ingredients Companies side 12
- ⁴⁰ <http://www.okologi.dk/baeredygtigt-forbrug/aktuelt-om-oekologi/oeko-nyheder/2011/maj/salget-af-oekologi-stiger.aspx>
- ⁴¹ Danisco årsrapport 2009/2010 side 40
- ⁴² http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/210329/nyt_stik_til_novozymes_i_krig_mod_danisco.html
- ⁴³ Danisco Sustainability Report 2010/2011 side 32
- ⁴⁴ Danisco Sustainability Report 2010/2011 side 32
- ⁴⁵ Danisco årsrapport 2009/2010 side 14 og 21
- ⁴⁶ Danisco årsrapport 2009/2010 side 21
- ⁴⁷ Danisco årsrapport 2009/2010 side 62
- ⁴⁸ Se Bilag 4
- ⁴⁹ Danisco Bilag til selskabs meddelelse 6/2011 side 13
- ⁵⁰ Se Bilag 1
- ⁵¹ Se Bilag 3
- ⁵² Se Bilag 2
- ⁵³ Financial Statement Analysis, Christian V Petersen og Thomas Plenborg, side 224

-
- ⁵⁴ Financial Statement Analysis, Christian V Petersen og Thomas Plenborg, side 224
⁵⁵ Se Bilag 3
⁵⁶ Se Bilag 1
⁵⁷ Se Bilag 3
⁵⁸ ROIC er beregnet ud fra den primo investerede kapital
⁵⁹ McKinsey & Company side 165
⁶⁰ Egen beregning ud fra tredline i excel
⁶¹ Accounting for M&A, equity, and credit analysts, James E. Morris, side 55
⁶² Danisco Årsrapport 2009/2010, ledelsesberetningen side 12
⁶³ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler, side 162
⁶⁴ McKinsey & Company side 194
⁶⁵ Egen udregning baseret på Danisco årsrapporter fra 2006-2010
⁶⁶ Danisco årsrapport 2009/2010 side 12
⁶⁷ Danisco årsrapport 2009/2010 side 12
⁶⁸ Egen udregning på baggrund af Danisco årsrapport 2009/10
⁶⁹ Danisco årsrapport 2009/10 side 10
⁷⁰ Kvartalsmeddelse for andet kvartal 2010/2011.
⁷¹ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, side 50
⁷² McKinsey & Company side 233
⁷³ McKinsey & Company side 236
⁷⁴ McKinsey & Company side 238
⁷⁵ http://www.pwc.dk/da_DK/dk/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf
⁷⁶ www.bloomberg.com – Pier Group Analyses
⁷⁷ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler, side 157
⁷⁸ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler, side 168
⁷⁹ McKinsey&Company side 455
⁸⁰ Final Transcript, DD - DuPont to Acquire Danisco for \$6.3 Billion, Thomson StreetEvents
⁸¹ McKinsey & Company side 117
⁸² <http://www.foodnavigator-usa.com/Business/DuPont-gets-US-antitrust-clearance-for-Danisco-offer>
⁸³ <http://www.business.dk/foedevareer/danisco-milliarder-glipper-atp>