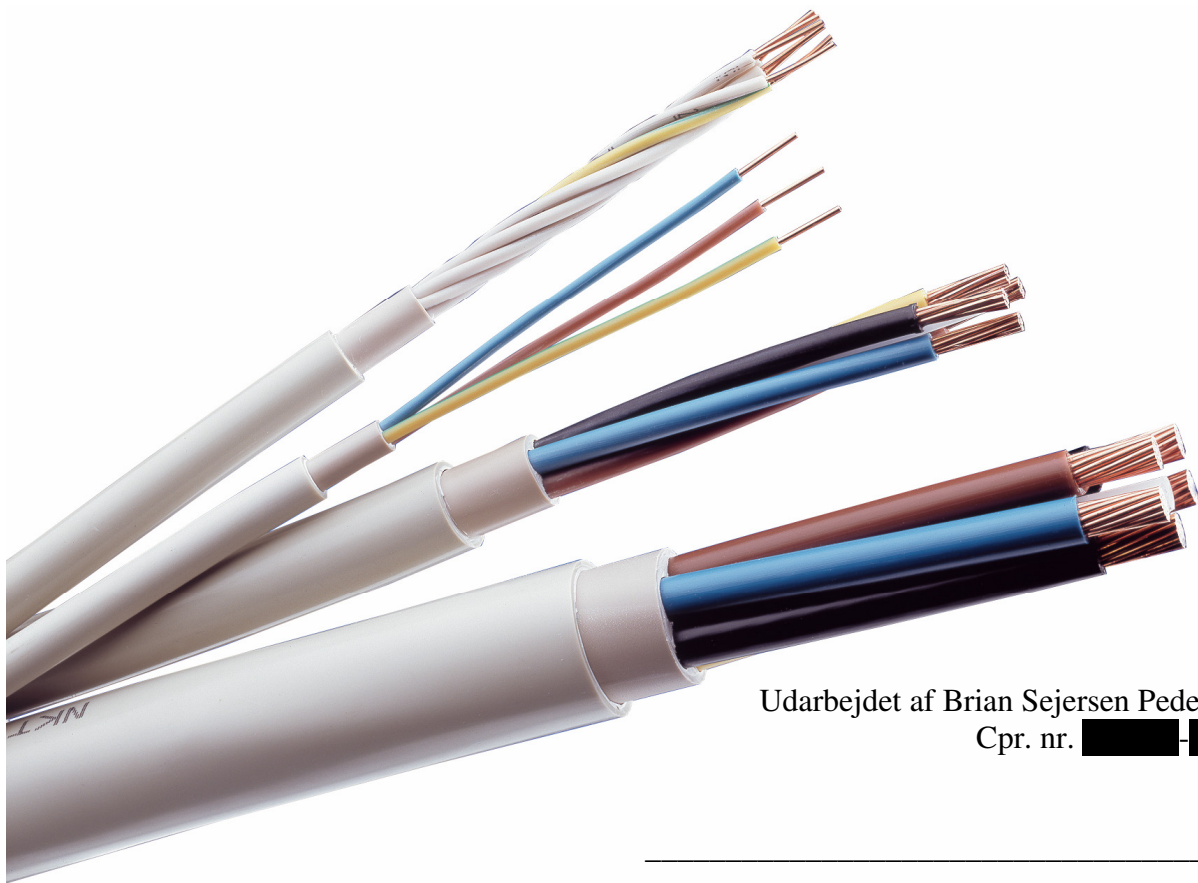


Cand.merc.aud. studiet

Institut for regnskabs og revision

Kandidatafhandling

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af NKT Holding A/S



Udarbejdet af Brian Sejersen Pedersen
Cpr. nr. [REDACTED] - [REDACTED]

Vejleder: Jens Oluf Elling

Afleveret d. 15. Marts 2012

Censor:

Antal anslag: 181.295 svarende til 79,69 normalsider

Copenhagen Business School 2012

Executive summery

The purpose of this masters thesis, is to estimate the price of the NKT Holding A/S stock, and compare it to the markets price to see if it is over- or underestimated, compared to the stock market. To find the answer to this problem, there must be made a number of analyses.

The first analysis is the strategic analysis, where the company's nonfinancial value drivers will be identified. This analysis is separated into an internal and an external analysis. The internal analysis focuses on the company's resources and core competencies and how they are used.

In the external part of the analysis, Porters five forces and the PEST model are used to analyze each business areas that are affected by different factors to identify each area's nonfinancial value drivers. As a summery to the strategic analysis, all the results are listed in a SWOT analysis to get an overview and to divide them into strengths, weaknesses, opportunities and threats. The analysis shows that the NKT group has many strengths and opportunities that give the companies potential to generate shareholder value, if they avoid the risks and eliminate the weaknesses.

The next part of the thesis is an accounting analysis that shows the historical trend through a ratio analysis for the last five years. This analysis is also separated into two parts. The first part is the actual ratio analysis that starts, with decomposing the return on equity into its components: return on invested capital and the financial ratios. The return on invested capital ratio is then decomposed into the asset turnover ratio and the operating margin. The second part of the accounting analysis looks at the risk of the companies. First the operational risk is analyzed and then the financial risk. The accounting analysis shows that the NKT group has been affected by the financial crisis in 2008 and 2009, but the ratios for 2010 shows that the group is recovering and emerges stronger from the crisis.

The next part of the thesis is the budget that acts as a bridge between the fundamental analysis and the valuation sections of the thesis, by combining the results of the strategic and the accounting analysis into a budget that forecast the future.

The budget is then used in the valuation of the company, in combination with the estimate of the weighted average cost of capital. The valuation is then subjected to a sensitivity analysis to see the effects of changes of the underlying estimates.

The result of the valuation shows that the NKT group is underestimated, and that it is recommended to buy the NKT Holding A/S shares.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	1
1.1 Problemformulering	2
1.2 Afgrænsning	3
1.3 Struktur.....	4
1.4 Kildekritik	6
2. Virksomheden NKT Holding A/S.....	7
2.1 Virksomhedens historie.....	7
2.2 Vision, mission og strategi	8
2.2.1 Vision	8
2.2.2 Mission	9
2.2.3 Strategien.....	9
2.3 Forretningsområder	10
2.4 Aktiekursens udvikling	11
2.5 Aktionærforhold	12
3 Strategisk analyse	14
3.1 NKT Holding A/S' interne forhold	14
3.1.1 Finansielle ressourcer	14
3.1.2 Materielle ressourcer	15
3.1.3 Immaterielle ressourcer	15
3.1.4 Humane ressourcer	16
3.1.5 Kærnekompetencer.....	16
3.2 NKT Holding A/S' Brancheforhold - Porters Five Forces	17
3.2.1 Adgangsbarrierer	18
3.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke	20
3.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke.....	22
3.2.4 Substituerende produkter.....	24
3.2.5 Konkurrenceintensitet	26
3.3 Samfundsforhold - PEST analyse	28
3.3.1 Politiske faktorer	29
3.3.2 Økonomiske faktorer	32
3.3.3 Sociale og kulturelle faktorer	36
3.3.4 Teknologiske og miljømæssige faktorer	37
3.4 Styrkeprofilsanalyse - SWOT analyse	40
3.4.1 SWOT analyse af NKT Cables	40
3.4.2 SWOT analyse af Nilfisk-Advanced	41
3.4.3 SWOT analyse af Photonics Group	42
3.4.5 Opsummering af SWOT analysen.....	43
4 Regnskabsanalyse.....	44
4.1 Den anvendte regnskabspraksis	44
4.2 Reformulering til analyseformål	46
4.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	46
4.2.2 Reformulering af balancen	47
4.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen	48
4.3 Rentabilitetsanalyse.....	49

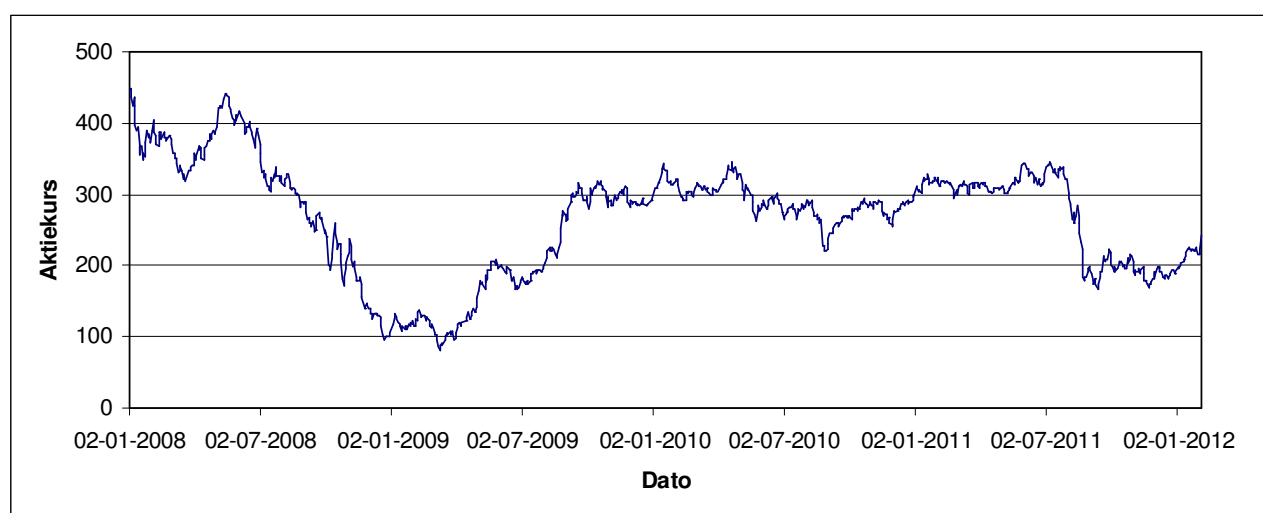
4.3.1 Egenkapitalforrentning (ROE)	49
4.3.2 Afkasts graden fra driftsaktiverne (ROIC).....	51
4.3.3 Overskudsgraden (OG)	53
4.3.4 Aktivernes omsætningshastighed (AOH).....	55
4.4 Analyse af risiko.....	56
4.4.1 Driftsmæssig risiko	57
4.4.2 Finansiell risiko	60
4.5 Opsummering af regnskabsanalysen	60
5 Budgettering	63
5.1 Budgetperiodens længde	63
5.2 Budgettering af omsætningen.....	64
5.2.1 NKT Cables.....	64
5.2.2 Nilfisk-Advanced	65
5.2.3 Photonics Group.....	65
5.3 Budgettering af Core OG _{salg før skat}	66
5.3.1 Omkostninger til råvare, hjælpemidler, samt handelsvare.....	66
5.3.2 Personaleomkostninger	67
5.3.3 Andre omkostninger.....	67
5.3.4 Af og nedskrivninger.....	67
5.4 Budgettering af den effektive skatteprocent.....	67
5.5 Budgettering af andet driftsoverskud	68
5.6 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed	68
5.7 Proforma opgørelsen	69
6 Værdiansættelse.....	70
6.1 Valg af værdiansættelsesmodel.....	70
6.2 Estimering af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.....	71
6.2.1 Ejernes afkastkrav	72
6.2.2 Afkastkrav på fremmedkapitalen	74
6.2.3 Kapitalstrukturen	75
6.2.4 Estimering af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.....	76
6.3 Estimering af væksten i terminalperioden.....	76
6.4 Værdiansættelse af NKT Holding A/S	77
6.5 Følsomhedsanalyse.....	78
7 Konklusion	80
8 Litteraturliste	84
Bilagssamling	86

1. Indledning

Siden 2008 har den globale økonomi befundet sig i en periode med lavkonjunktur, som følge af finanskrisen. Krisen blev yderligere styrket i løbet af 2011, da omfanget af de sydeuropæiske landes gæld medførte mistillid og nervøsitet i økonomien.

Disse kriser har sat spor på aktiemarkederne, og har derfor også påvirket NKT Holding A/S som det kan ses på nedenstående graf.

Graf 1.1 Udviklingen af NKT Holding A/S' aktiekurs fra januar 2008 til februar 2012.



NKT Holding A/S er et moderselskab for en koncern, der har mange år på bagen. Koncernens historie går helt tilbage til 1891, hvor den blev grundlagt i København som Nordisk Ledningstraad og Kabel-Fabrik. NKT blev børsnoteret allerede i 1898 og er siden da vokset til en global koncern, med fire forskellige forretningsområder: energikabler, optiske produkter, offshore rørledninger og rengøringsmaskiner.

Børsnoterede virksomheder bliver løbende værdiansat af analytikere, for at vurdere om aktien er over- eller undervurderet. Dette betyder at markedsprisen kan være sat for højt eller for lavt, hvilket kan være en indikator for om en investor skal investere i virksomheden.

I NKT Holding A/S' tilfælde, har der igennem 2011 været foretaget flere analyser, som peger på at koncernen er undervurderet. Denne tendens fortsatte i starten af 2012, hvor Handelsbanken løftede kursmålet til 320 kr. pr. aktie¹, efter meddelelsen om, at NKT koncernens havde solgt deres andel af datterselskaber NKT Flexibles d. 3. februar. Aktien blev på det tidspunkt handlet til 242 kr. pr. aktie.

¹ <http://www.kurstarget.dk/aktier.php?ticker=NKT>

1.1 Problemformulering

Formålet med denne opgave, er at foretage en værdiansættelse af NKT Holding A/S, for at estimerer virksomhedsværdien af koncernen og stille den overfor markedsværdien og kursmålet, for at vurderer om NKT aktien vil være en god investering for investorer. Med udgangspunkt i dette er opgavens hovedproblem formuleret således:

- Hvad er virksomhedsværdien af NKT Holding A/S pr. d. 3. februar 2012?

Når eksterne analytikere skal vurderer en virksomheds værdi, indgår der mange faktorer i deres overvejelser. Heriblandt indgår både finansielle og ikke finansielle værdidrivere, som skal identificeres og vurderes, for at få et tilstrækkeligt kendskab til virksomheden, og til at kunne estimerer de fremtidige forventninger. Dette gøres ved at foretage en fundamentalanalyse, som består af en strategisk analyse af virksomhedens ikke finansielle værdidrivere, og en regnskabsanalyse, der fokuserer på de finansielle værdidrivere. Resultatet fra disse analyser, anvendes til at udarbejde et fremadrettet budget, eller et proforma årsregnskab, for virksomheden. Dette budget skal tage udgangspunkt i de komplekse sammenhænge mellem finansierings-, investerings- og driftsaktiviteter der skal anvendes, til at estimerer den fremtidige værdiskabelse i virksomheden, og er dermed udgangspunktet for selve værdiansættelsen. For at få arbejdet struktureret med disse problemfelter i denne opgave, opstilles følgende arbejdsspørgsmål, med henblik på at lette udarbejdelsen og læsevenligheden af denne opgave.

Virksomhedsbeskrivelsen:

Hvilke forretningsområder operer NKT Holding A/S på.

Hvad er NKT koncernens vision og mission?

Hvordan er NKT Holding A/S' strategi for fremtiden?

Hvordan har aktien udviklet sig?

Strategisk analyse:

Hvilke ressourcer råder NKT Holding A/S over?

Hvilke kernekompetencer besidder NKT Holding A/S?

Hvilke branchefaktorer påvirker NKT Holding A/S?

Hvilke samfundsforhold påvirker NKT Holding A/S?

Hvilke styrker og svagheder karakteriserer NKT Holding A/S?

Regnskabsanalyse:

Giver den anvendte regnskabspraksis et retvisende billede af NKT Holding A/S?

Hvordan har den regnskabsmæssige udvikling været?

Hvordan er NKT Holding A/S' risikoprofil?

Budgettering:

Hvordan forventes regnskabet at udvikle sig?

Værdiansættelse:

Hvilken værdiansættelsesmodel skal anvendes?

Hvilke afkastkrav er der til NKT Holding A/S?

Hvad er den estimerede kursværdi for NKT Holding A/S, og hvordan stemmer den overens med handelskursen?

Hvor følsom er værdiansættelsen overfor ændringer i underliggende estimer?

1.2 Afgrænsning

Denne opgave vil blive udarbejdet ud fra en investors synsvinkel, hvilket betyder at der udelukkende vil blive anvendt offentligt tilgængelige informationer. Dette betyder at opgaven ikke indeholder informationer, som kun er tilgængelige igennem NKT Holding A/S.

Skæringsdatoen for indsamlingen af informationer er sat til 3. februar 2012, hvilket betyder at informationer efter denne dato ikke medtages i denne opgave.

Selve NKT Holding A/S er moderselskab i NKT koncernen, og er ikke interessant at se på i sig selv, da det er et finansielt holdingselskab², og derfor ikke beskæftiger sig med de egentlige værdiskabende aktiviteter i koncernen. Opgaven vil derfor tage udgangspunkt i NKT Holding A/S som moderselskab i NKT koncernen og udelukkende beskæftige sig med dennes primære forretningsområder, der er repræsenteret af tre datterselskaber.

Da dette er tilfældet vil NKT Holding A/S' eksistensgrundlag være disse tre datterselskabers aktiviteter, hvilket medfører at disse selskabers eksterne forhold, vil danne grundlag for den analysedel, som omhandler koncernens interaktion med omverdenen og de markeder der opereres på. Derfor afgrænses opgaven fra, at beskæftige sig med de af koncernens aktiviteter, som ikke vedrører dens primære drift.

Datterselskaber, der vil blive behandlet i denne opgave, er Nilfisk-Advanced, NKT Cables, samt NKT Photonics. Disse selskaber er direkte datterselskaber under NKT Holding A/S, men de er desuden også selv moderselskaber, med tilhørende datterselskaber. Underliggende datterselskaber, vil ikke blive behandlet yderligere i denne opgave, på anden måde end igennem deres moderselskaber.

Det skal i denne forbindelse understreges, at regnskabsanalysen tager udgangspunkt i hele koncernens resultat, og er altså ikke delt op i forretningsområderne.

Opgaven afgrænses fra at behandle NKT Flexibles I/S, som er et joint venture mellem NKT Holding A/S og Subsea 7 S.A., og desuden udgør et fjerde forretningsområde i NKT koncernen. Denne afgrænsning skyldes aftalen om salg af NKT Flexibles, fra d. 3 februar 2012, hvilket medfører at NKT Flexibles ikke længere er en del af NKT koncernens fremtid³.

Det forudsættes desuden, at læseren af denne opgave, har indblik i de anvendte teorier, modeller og praksis, som anvendes ved udarbejdelsen af opgaven, da de indgår i undervisningen på Cand.merc.aud. studiet. Derfor er der kun i begrænset omfang, blevet gjort rede for den anvendte teori, i denne opgave.

1.3 Struktur

Opgaven vil blive indledt med en beskrivelse af virksomheden, for at gøre læseren bekendt med virksomheden NKT Holding A/S. I dette afsnit vil koncernens lange historie og visioner om fremtiden blive gennemgået, for at kaste lys over koncernens ophav og ønskede

² <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT>

³ Fondsbørsmeddelelse 03-02-2012 Salg af NKT Flexibles.

udviklingsretning. Desuden vil koncernens forretningsområder blive beskrevet, sammen med aktiekursens udvikling og aktionærernes forhold.

Dernæst kommer afsnittet, som indeholder den strategiske analyse, der er opdelt i flere underafsnit.

Den strategiske analyse vil blive indledt med en analyse af koncernens interne forhold, hvor der fokuseres på de ressourcer som koncernen råder over og dernæst på koncernens kernekompetencer. Til dette vil koncernens ledelsesberetning blive anvendt, sammen med andre kvantitative data.

Herefter følger to afsnit, hvor NKT Holding A/S' omverden bliver analyseret. Først ved en analyse af brancherne, som koncernen operer på, ved hjælp af Michael E. Porters five forces model, for at identificerer konkurrenceintensiteten i branchen. Efterfølgende fokuserer omverdensanalysen på de samfundsmæssige faktorer, der påvirker NKT koncernen, for at identificerer de politiske-, økonomiske-, sociale og kulturelle-, samt teknologiske og miljømæssige forhold, som påvirker koncernen. Den strategiske analyse bliver afsluttet af en styrkeprofilsanalyse, hvor de væsentligste forhold fra den strategiske analyse, bliver samlet og opdelt med en SWOT analyse. Dette gøres for at skabe et overblik over hvilke styrker og svagheder NKT koncernen har, og for at identificerer de muligheder og trusler koncernen står overfor.

Efter den strategiske analyse, vil der blive udarbejdet en regnskabsanalyse, som har til formål at se nærmere på NKT Holding A/S' regnskab. Dette gøres ved at udarbejde nøgletal for en årrække, for at illustrerer hvordan de økonomiske aktiviteter har udviklet sig. Denne nøgletalsanalyse udarbejdes efter den udvidede Du Pont pyramide, og har dermed egenkapitalforrentningen som udgangspunkt. Egenkapitalforrentningen dekomponeres derefter i dens bestanddele og illustrerer derved koncernens finansielle forhold, og dens evne til at forrente den investerede kapital. Herefter analyseres uregelmæssigheder og årsagen til ændringerne i nøgletallene, ved at sammenholde årsrapporterne for de undersøgte år. Regnskabsanalysen vil blive afsluttet med en risikoanalyse af drifts- og finansieringsaktiviteterne.

Efter regnskabsanalysen, vil der blive udarbejdet et budgetteringsafsnit, hvor resultaterne fra den strategiske analyse og fra regnskabsanalysen, vil blive anvendt til at udforme et proforma regnskab. Dette proformaregnskabs opgave er, at illustrerer NKT koncernens fremtidige økonomiske formåen, og at danne grundlag for den egentlige værdiansættelse.

Værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i en værdiansættelsesmodel, og en stor del af afsnittet vil indeholde fastlæggelsen af de forudsætninger, som værdiansættelsesmodellen anvender. Den egentlige værdiansættelse sker efterfølgende og vil derefter blive efterprøvet med en følsomhedsanalyse.

1.4 Kildekritik

Som beskrevet i afsnittet afgrænsning, tager denne opgave udgangspunkt i investors synsvinkel, hvilket betyder, at der udelukkende bliver anvendt offentlige tilgængelige informationer. Ved udarbejdelsen af denne opgave, vil der blive benyttet både primære og sekundære informationer. De primære informationer er data, der er produceret af NKT koncernen selv, og består af årsrapporter, delårsrapporter, fondsbørsmeddelelser og anden information, der er tilgængeligt på koncernens hjemmeside.

De sekundære informationer er data, som ikke kommer fra NKT koncernen og spænder derfor vidt, fra faglitteratur, artikler fra forskellige tidsskrifter, børsinformationer, interesseforeninger, lovgivning osv. Der er blevet gjort rede for, samtlige anvendte kilder i Litteraturlisten.

De primære informationer fra NKT Holding A/S' årsrapporter, må vurderes at være forholdsvis objektive, men de er dog blevet gransket kritisk, under udarbejdelsen af denne opgave, da NKT Holding A/S kan have interesse i, at fremstille virksomheden så gunstigt som muligt. Denne granskning er desuden også foretaget, på alt anden information fra NKT koncernen, som er anvendt ved udarbejdelsen af denne opgave.

Ved anvendelsen af informationer fra tidsskrifter og interesseorganisationer, samt diverse internetsidder, som kan bygge på enkeltpersoners eller en gruppes holdninger eller dagsorden, er kilderne også blevet gransket, for at verificerer deres reliabilitet.

Lovgivning, forordninger og direktiver, tillægges en høj reliabilitet i kraft af deres normative lovgivende funktion.

2. Virksomheden NKT Holding A/S

Dette afsnit har til formål, at præsenterer NKT koncernen for at give et overblik af koncernens historie, forretningsområder, ejerforhold og aktiens udvikling, samt et overblik af koncernens vision, mission og strategi.

2.1 Virksomhedens historie⁴

NKT Holding A/S har siden 1991 været moderselskab for NKT koncernens virksomheder. Disse virksomheder er NKT Cables, Nilfisk Advanced, samt Photonics Group, der tilsammen udgør koncernens forretningsmæssige fundament, mens den finansielle styrke og koncernens kapitalgrundlag er forankret i NKT Holding A/S⁵. Selve NKT koncernen har rødder helt tilbage i 1891, hvor H. P. Prior etableret virksomheden Nordisk Elektrisk Ledningstraad og Kabel-Fabrik i Stor Kannikestræde i København. Koncernens rødder er altså forankret i produktionen af kabler og har dermed udvidet med andre forretningsområder, men har igennem alle årene haft kabelproduktion i forretningsporteføljen. Op igennem starten af 1900 tallet, åbner virksomheden flere nye fabrikker i Jylland, på Fyn, Sjælland og Amager, med hvert deres produktion indenfor kabelsegmentet. Virksomheden opkøber konkurrenter i Danmark og bliver derved større. Desuden udvider man med et aluminiumsværk, samt gummivalseri for at kunne sikre sig forsyninger til kabelproduktionen. I 1964 anskaffer virksomheden sig et kabeludlægningsskib, for at kunne leverer til den endelige forbruger. Efter mange år, hvor virksomheden har vokset sig stor i Danmark, etablerer man sig i halvfjerdserne i en række europæiske lande og indleder samarbejde med andre virksomheder om etablering af fabrikker uden for Europa, bl.a. i Iran. Koncernstrukturen som den ser ud i dag, blev grundlagt i 1989 med købet af Fisker & Nielsen, som senere er blevet til Nilfisk-Advanced og udviklingsvirksomhederne i Photonics Group bliver etableret i 2000.

⁴ NKT's historie <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT/NKT+100+%c3%a5r+%232>

⁵ Om NKT <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT>

2.2 Vision, mission og strategi

Som retningslinje for koncernens kurs ind i fremtiden, har NKT Holding A/S formuleret en samlet mission og strategi for koncernens selskaber, mens det er overladt til de enkelte forretningssegmenter, at formulerer deres egen vision. I de følgende afsnit vil visionerne, missionen og strategien for koncernen blive gennemgået, for at skitser hvilken retning NKT koncernen ønsker at komme i fremtiden.

2.2.1 Vision

NKT har ikke formuleret en vision for den samlede koncern, men to af de tre forretningsområder har hver især formuleret deres egen. NKT Cables' vision for fremtiden er, "NKT Cables is creating value for its customers by providing solutions with cables". Denne vision er i sig selv ganske intetsigende, fordi det er en åbenlys påstand som de allerede opfylder, men NKT Cables' vision bliver efterfulgt af en tekst, der forklarer detaljerne i visionen mere dybdegående. For det første er der fokus på kunderne og deres behov, som skal sikre at de får den løsning, som passer på deres behov. Dette opnås ved at udvikle løsninger, der betyder at kunderne får det de har behov for, mens de ikke betaler for mere end de har brug for. For det andet vil NKT Cables skabe nye produkter igennem innovation og kreativitet, hvorved de forsøger at forudse kundernes behov. Dette skal gøres ved at bedømme hver idé efter dens værd og hele tiden spørge om tingene kan gøres på en bedre måde. For det tredje vil NKT Cables være dem som kunderne kan stole på igennem deres produkter og serviceydelser. Gennem denne yderligere forklaring, giver NKT Cables' vision for fremtiden mere mening, da argumentet for at skabe værdi for kunderne, skal ses som at skabe den højst mulige værdi, ved at kunne leverer produkter der opfylder ethvert af deres behov til fulde, ved at have forudset behovet og udviklet en løsning dertil⁶.

Photonics Groups vision for fremtiden er, "at gå forrest i en industriel transformation af fotonikindustrien"⁷. Med denne vision mener Photonics group, at de vil være den førende udvikler af nye teknologier indenfor fotonikindustrien, der omfatter produkter som fiberlasere og optiske fibre.

⁶ <http://www.nktcables.com/Our%20company/Vision>

⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 30.

2.2.2 Mission

Koncernens mission er formuleret således: ”At skabe værdi ved udøvelse af langsigtet og aktivt ejerskab i forretningsområder, hvor NKT er bedste ejer”⁸. Dette bliver suppleret med en mission statement på koncernens hjemmeside, som er opdelt i tre punkter⁹. Disse punkter indeholder blandt andet koncernens ønske om, at værne om deres renommé, der er blevet opbygget igennem 100 år. Samtidigt vil de vise at koncernen er en kvalitetsbevist, kompetent, og en troværdig aktører på verdensmarkedet. For to af de tre punkters vedkommende, tager de udgangspunkt i koncernens positive fortid, mens det sidste er forbeholdt fremtiden og NKT evne til at tilpasse sig. Missionen, der er at finde i årsrapporten, udtrykker NKT koncernens intension om, aktivt at udøve deres ejerskab, så længe de er de bedste ejere. Dette er også formuleret igennem koncernens bedste ejer filosofi, som bliver beskrevet i næste afsnit.

Nilfisk-Advanced er en eneste af koncernens forretningsområder, som har fået formuleret dens egen mission. Den er formuleret således: ” We enable sustainable cleaning worldwide to improve quality of life”¹⁰. Igennem denne formulering kan det ses, at Nilfisk-Advanced arbejder med, at gøre deres produkter mere miljøvenlige, og at de er klar over hvilken betydning det har på deres omgivelser.

2.2.3 Strategien

Strategien, som blev introduceret i 2010, blev præsenteret under navnet Powered by NKT, og skal være koncernens strategiske indgangsvinkel, til årene fra 2011 til 2015. Selve strategien indeholder en separat plan for hver af koncernens forretningsområder, som skal løfte resultaterne til et højere niveau. Samlet for koncernen er der sat fokus på, at føre et aktivt ejerskab, som skal styrke de enkelte virksomheders markedsposition. Dette skal gøres med koncernens bedste ejer filosofi, som med succes har været anvendt i flere år. Denne filosofi dækker over, at koncernen køber, beholder og sælger dattervirksomheder, alt efter om NKT koncernen er den bedste ejer, i den forstand om koncernen er i stand til at skabe værdi i de enkelte virksomheder, eller om andre skal videreføre ejerskabet¹¹.

⁸ NKT Holding A/S’ årsrapport 2010, side 21.

⁹ <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT/Profil/Mission+statements>

¹⁰ NKT Holding A/S’ årsrapport 2010, side 27.

¹¹ <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT/Strategi>

For NKT Cables indebærer strategien, at man skal udnytte de nyeste investeringer, for at udbygge tilstedeværelsen på markedet for højspændingskabler, og nye vækstmarkeder¹².

På forretningsområdet, der er dækket af Nilfisk-Advanced, er der i strategien lagt op til, at man skal være en aktiv deltager i konsolideringen, som foregår i industrien for fremstilling af rengøringsmaskiner. Samtidig vil man indtage en føreposition på nye markeder, for at sikre sig den bedste mulige position i forhold til konkurrenterne, da de modne markeder ikke oplever nogen særlig vækst. Desuden vil Nilfisk-Advanced aspirer til, at være kundernes foretrukne leverandør, hvilket skal gøres med høj kundetilfredshed som følge af fleksible leveringstider¹³.

Strategien for Photonics Group er centreret omkring, at få modnet krystalfibertechnologien, så man kan blive leverandør til ledende aktører i industrien. Dette skal gøres ved, at udvikle et bredere produktsortiment, samt ved at øge markedstilstedeværelsen, ved at indgå partnerskaber i forskellige forretningssegmenter¹⁴.

2.3 Forretningsområder

NKT koncernen beskriver sig selv som et industrikonglomerat, med tre separate forretningsområder, som varetages af tre dattervirksomheder: NKT Cables, Nilfisk-Advanced og Photonics Group.

NKT Cables' forretningsområde er produktion af energikabler, der hovedsageligt bliver afsat på det europæiske og kinesiske marked. Energikablerne er inddelt efter deres anvendelsesområder, som spænder fra lav-, mellem- og til højspændingskabler, der alle anvendes i den elektriske infrastruktur. Der produceres også mere specialiseret kabler som f.eks. køreledninger til jernbaner, søkabler, ledninger til bilindustrien og specialdesignede kabler efter kundernes ønsker og behov. Desuden produceres der en lang række tilbehør til disse kabelløsninger, der kan være styringssystemer eller overvågningssystemer osv¹⁵.

Nilfisk-Advanced producerer en lang række rengøringsmaskiner, som hovedsageligt bliver afsat til industrien og rengøringsselskaber. Produkterne indbefatter gulvvaskemaskiner, industrielle og husholdnings støvsugere, højtryksrensere, fejmaskiner, tæpperensere og gulvslibemaskiner.

¹² <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT/Strategi/Strategi+2011-2015/NKT+Cables>

¹³ <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT/Strategi/Strategi+2011-2015/Nilfisk-Advance>

¹⁴ <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT/Strategi/Strategi+2011-2015/Photonics+Group>

¹⁵ <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Koncernen/NKT+Cables>

Produkterne bliver hovedsageligt afsat på det europæiske og amerikanske marked, men også i BRIK-MT¹⁶ landene, hvor markedet er i kraftig udvikling¹⁷.

Photonics Group er en samling af virksomheder, der har det til fælles, at de producerer produkter, som anvender optiske krystal fibre, samt tilbehør til disse. Der bliver produceret optiske fibre til temperaturovervågningssystemer af bl.a. oliebrønde og tunneler, men også industrielle lasere, der er meget præcise og kraftige. Desuden bliver der produceret en række hjælpekomponenter, der skal hjælpe virksomhedernes kunder med, at integrerer systemerne i deres egne produkter¹⁸.

2.4 Aktiekursens udvikling

NKT aktien har udviklet sig meget igennem det sidste årti, som det ses på grafen på næste side. Der har været mange forhold, som har haft indflydelse på aktiekursens udvikling, som tydeligt ses. Derfor bliver aktiekursen sammenlignet med C 20 indekset, for at illustrerer udviklingen af NKT Holding A/S, i forhold til aktiemarkedet generelt. Først på kurven ses følgerne af terrorangrebet i New York den 11. september 2001, hvor verdensøkonomien oplevede nervøsitet i en tid. Men som så mange andre aktier, rettede kursen sig op og fra begyndelsen af 2003 og frem til slutningen af 2007, oplevede NKT, sammen med aktierne i C 20 indekset, en højkonjunktur, der bragte kursen fra 74 kr. pr. aktie til omkring 600 kr. pr. aktie. Dette varede dog ikke ved, og højkonjunkturen aftog frem til begyndelsen af finanskrisen, i slutningen af 2008. Finanskrisen tog hårdt på NKTs aktiekurs og allerede i marts måned 2009, var den faldet til 82 kr. pr. aktie. Allerede et halvt år senere, var kursen steget igen til over 300 kr. pr. aktie, for derefter at svinge mellem 220 og 350 kr. pr. aktie frem til sommeren i 2011. Herefter oplevede aktiemarkedet et kraftigt fald, som bliver betegnet som starten til endnu en finanskrisen, og som var forårsaget af usikkerheden i de sydeuropæiske landes økonomi. NKT aktiekursen blev reduceret til 170 kr. pr. aktie og svingede mellem 170 og 217 kr. pr. aktie resten af 2011. I 2012 oplevede aktiekursen stigninger igen og endte på 242 kr. d. 3. februar.

Hvis man sammenligner kurven for udviklingen af NKTs aktier med kurven for C 20 indekset, kan man tydeligt se, at de to kurver følge den samme generelle tendens. Udsvingene i NKTs kurve er dog større, hvilket skyldes sammensætningen af C 20 indekset, hvor der indgår

¹⁶ BRIK-MT landene er: Brasilien, Rusland, Indien, Kina, samt Mexico og Tyrkiet.

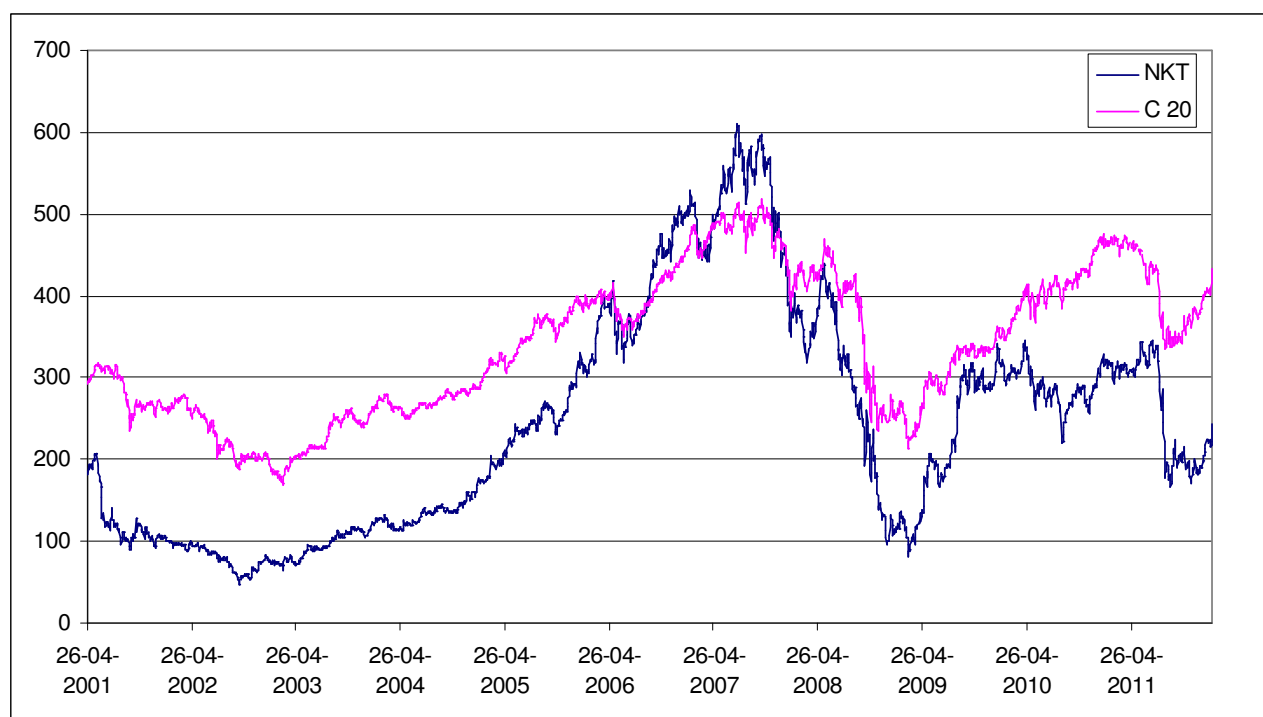
¹⁷ <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Koncernen/Nilfisk-Advance>

¹⁸ <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Koncernen/Photonics+Group>

virksomheder fra meget forskellige brancher og derfor må antages at have en mere jævn udvikling.

På grafen nedenfor, er tidsrummet fra d. 26. april 2001 valgt, fordi NKT koncernens aktiers størrelse blev ændret, fra nominelt 100 kr. til 20 kr. pr. aktie, på generalforsamlingen dagen før¹⁹. Denne ændring betyder, at aktiekurserne fra før og efter denne dato, ikke er sammenlignelige.

Graf 2.1 Udviklingen af NKT Holding A/S' aktiekurs og OMX C20.



Kilde: Nasdaq OMX Copenhagen A/S, samt egen tilvirkning.

2.5 Aktionærforhold

NKT blev børsnoteret i 1898, med stiftelsen af aktieselskabet Nordisk Kabel og Trådfabrikker og har igennem tiden udviklet sig til det vi ser i dag²⁰. NKT Holding A/S har udstedt 23.737.979 aktier med en pålydende værdi på 20 kr. og som alle befinder sig i samme klasse. Det vil sige, at alle aktier er ligestillede, og at der ikke er knyttet nogen særlige rettigheder, til enkelte aktier. NKT havde ved udgangen af 2010 ca. 39.300 aktionærer, hvoraf ca. 28.500 var navnenoteret, dette svare til 78 % af aktiekapitalen. ATP var den eneste aktionær med en ejerandel, på mere

¹⁹ NKT FAQs <http://investor.nkt.dk/faq.cfm>

²⁰ <http://investor.nkt.dk/faq.cfm>

end 5 % ved udgangen af 2010, de ejede 5,3 % af aktierne. NKT skønner at 75 % af deres aktiekapital, er ejet af danske aktionærer. NKT oplyser desuden, at koncernens ledelse også er indehavere af en del af aktierne. Ved udgangen af 2010 havde bestyrelsen samlet set 426.108 aktier, mens direktionen havde 96.773. Udover denne beholdning har direktionen også fået tildelt en mængde tegningsretter, som kan udnyttes i de kommende år frem til 2014, som en del af deres vederlæggelse²¹.

NKT Holding A/S' udbyttepolitik er, at give deres aktionærer et stabilt afkast af deres investering, ved at investerer en del af overskuddet i koncernens fortsatte drift, ca. to tredjedele, for at sikre vækst og udvikling af koncernen. Den resterende del af overskuddet, ca. en tredjedel, bliver udloddet til aktionærerne. Denne politik er blevet fuldt igennem en årrække, med undtagelse af 2009, hvor koncernen valgte ikke, at betale udbytte til aktionærerne. Argumentet for denne ændring i den førte politik, begrundes NKT med, at verdensmarkedet var i recession²². Desuden valgte koncernen at styrke deres likviditetsberedskab i 2008, for at kunne fremskaffe finansiering med rimelige vilkår²³.

²¹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 35.

²² NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 36.

²³ NKT Holding A/S' årsrapport 2008, side 3.

3 Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse er, at identificere de ikke finansielle værdidrivere, som har indflydelse på NKT Holding A/S og koncernens datterselskaber. Dette vil blive gjort ved at analysere NKT koncernens interne forhold, med fokus på koncernens ressourcer og kompetencer. Derefter vil der blive foretaget en analyse, af forholdene i de enkelte brancher som koncernen operer i, ved hjælp af Porters Five Forces. Dernæst vil der blive foretaget en analyse af de samfundsmæssige forhold, der har indflydelse på koncernens forretningsområder, igennem en PEST analyse. Til sidst vil der blive foretaget en styrkeprofilanalyse af de enkelte forretningssegmenter, for at identificere de styrker og svagheder koncernen har, og hvilke muligheder og trusler koncernen står overfor.

3.1 NKT Holding A/S' interne forhold

Med dette afsnit, vil der blive foretaget en analyse af NKT koncernens interne forhold, som koncernen selv har indflydelse på, og derfor kan ændre. Afsnittets formål er, at foretage en analyse af koncernens ressourcer og kompetencer, for at identificere koncernens kernekompetencer. Dette gøres ved at identificere de ressourcer og kompetencer, der er konkurrencemæssige fordele og derved bidrager til værdiskabelsen i koncernen. Koncernens ressourcer vil blive inddelt i fire dele, som hver især vil blive analyseret, for at kaste lys over hvordan koncernen udnytter ressourcerne.

3.1.1 Finansielle ressourcer

De finansielle ressourcer består i lånemuligheder, likvider samt kreditfaciliteter, som tilsammen udgør koncernens finansielle beredskab. Koncernens finansielle ressourcer styres af moderselskabet NKT Holding A/S, gennem udøvelsen af et aktivt ejerskab, ved at bistå datterselskaberne med specialkompetencer²⁴. Denne centraliserede styring af de finansielle ressourcer, er en styrke for NKT koncernen, fordi det optimerer muligheder for at udnytte ressourcerne maksimalt.

²⁴ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 22.

NKT koncernens samlede kreditfaciliteter i 2010 udgjorde 6 mia. kr., ud af disse kalder NKT de 4,8 mia. af dem for committede kreditfaciliteter, hvilket vil sige, at kreditinstitutterne hvori de er optager, ikke kan kræve faciliteterne indfriet, før det aftalte udløbstidspunktet. I 2010 var 62 % af den rentebærende gæld optaget i danske kroner, og 20 % i tjekkiske koruna, hvilket skyldes NKT Cables investering i kabelvirksomhed i Tjekkiet. Den resterende rentebærende gæld er hovedsageligt optaget i euro, amerikanske dollar og kinesiske renminbi. Størstedelen af finansieringen er optaget med variabel rente, hvilket gør koncernen sårbar overfor renteutviklingen²⁵.

3.1.2 Materielle ressourcer

NKT koncernens materielle ressourcer omfatter koncernens produktionsanlæg, som omfatter bygninger, maskiner, driftsmateriel og inventar. NKT koncernen er en global virksomhed, der er repræsenteret med produktionsfaciliteter verden over. NKT koncernens materielle aktiver udgjorde ved udgangen af 2010 3.224,9 mio. kr., hvoraf grunde og bygninger udgjorde 41,7 %, produktionsanlæg og maskiner udgjorde 37,7 %, mens andet driftsmateriel og inventar, samt aktiver under udførelse og forudbetalinger udgjorde 20,6 %²⁶. Tilsammen udgør disse aktiver koncernens materielle ressourcer. Disse ressourcer er spredt verden over, hvor NKT koncernen har tilstedeværelse, og denne spredning fortsætter. Den regionale tilstedeværelse er en klar styrke for NKT koncernen, fordi man på den måde opnår tilstedeværelse på en større række markeder og kan producere til markeder i vækst med lavere omkostninger.

3.1.3 Immaterielle ressourcer

Immaterielle ressourcer indbefatter virksomhedens patenter, licenser og know-how, som alle er en vigtig del af en vidensbaseret virksomhed. Goodwill er også et immaterielt aktiv, der opstår ved opkøb af andre virksomheder. Ydermere er virksomhedens omdømme også en immateriel ressource, ikke bare overfor virksomhedens kunder, men overfor alle interessenter i virksomhedens kontekst. Omdømmet oparbejdes over lang tid i forholdet til kunderne igennem kvaliteten på produkterne og igennem varemærker, men oparbejdes også overfor virksomhedens banker og leverandører.

²⁵ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 47.

²⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 71.

NKT koncernen havde ved udgangen af 2010 samlet set immaterielle aktiver for 1.767,1 mio. kr., som var fordelt med 64,9 % i goodwill. Færdiggjorte udviklingsprojekter og udviklingsprojekter under udførelse udgjorde 18,3 %, patenter og licenser udgjorde 9,2 %, mens kunderelaterede aktiver samt varemærker og lignende udgjorde 7,6 %²⁷. Tilsammen udgjorde disse aktiver koncernens immaterielle ressourcer, med undtagelse af goodwill, da det regnskabsførte goodwill er tilkøbt goodwill igennem virksomheds akkvisition, hvilket vil sige at den egen oparbejdede goodwill, eller omdømme om man vil, ikke er kvantificeret i regnskabet. Det eget oparbejdet omdømme er dog noget NKT koncernen bestræber sig på at opretholde, og forbedre igennem deres strategi, hvor det er deres mål, at være kundernes foretrukne valg af leverandør. Dette skal og bliver gjort ved, at indarbejde kundernes behov i koncernens produkter, igennem et omfattende udviklingsprogram. Disse immaterielle ressourcer må vurderes, at være en af koncernens styrker.

3.1.4 Humane ressourcer

De humane ressourcer indenfor NKT koncernen, er blandt de vigtigste ressourcer, som koncernen råder over, og det er altafgørende for koncernen, at kunne fastholde de medarbejdere med særlige kompetencer, som koncernen har brug for. Igennem hele koncernens historie har det været vigtigt, at kunne tiltrække, udvikle og fastholde dygtige medarbejdere, da den teknologiske udvikling, maskiner og kapital ikke kan stå alene. Derfor har NKT koncernen bestræbt sig på, at kunne tiltrække medarbejdere med de kvalifikationer, som de har brug for. Dette gøres bl.a. ved, at arbejde sammen med eksterne aktører, som universiteter og forskningslaboratorier²⁸. I de kommende år vil NKT koncernen fokusere endnu mere på denne ressource, fordi de forudsiger at den kvalificerede arbejdskraft, vil blive en knap ressource i fremtiden²⁹.

3.1.5 Kærnekompetencer

Formålet med at analysere NKT koncernens ressourcer er, at klarlægge koncernens kernekompetencer. Gennemgangen af NKTs ressourcer har vist, at koncernens primære kompetencer består i viden, som virksomhederne råder over igennem deres kompetente og kvalificerede medarbejdere, samt deres patenter. Desuden er produktionen optimeret til, at kunne

²⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 70.

²⁸ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 23.

²⁹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 29.

levere til de enkelte markeder, som koncernen operer på, igennem tilstedeværelsen af produktionsfaciliteter. Koncernens finansielle beredskab må vurderes som fornuftigt, selvom hovedparten af fremmedfinansieringen er optaget med variabel rente, der giver en højere følsomhed overfor renteutviklingen.

Koncernens fokus skal dog stadig rettes på, at kunne tiltrække arbejdskraft med tilstrækkelige kvalifikationer og kompetencer, fordi koncernen til stadighed er afhængig af, at kunne udvikle nye produkter og teknologier. Det in mente må det dog vurderes, at koncernens medarbejdere ikke er enestående i forhold til deres konkurrenters.

Generelt må det vurderes at NKT koncernen har en stærk samling af ressourcer, som bidrager til, at genererer merværdi for selskabets aktionærer.

3.2 NKT Holding A/S' Brancheforhold - Porters Five Forces

Modellen, der bliver anvendt i dette afsnit, er udarbejdet af Michael E. Porter og skal anvendes til, at sammenligne en virksomhed med dens omgivelser eller kontekst. Virksomhedens kontekst er i forhold til Porters model, den branche som virksomheden beskæftiger sig med, hvilket også er årsagen til at modellen kaldes for en brancheanalyse. Selve modellen tager udgangspunkt i fem markedskræfter, som påvirker en virksomheds evne til at skabe aktionærværdi, og anvendes derfor i den strategiske analyse, til at identificerer ikke finansielle værdidrivere³⁰. De fem markedskræfter, kan opdeles i to kategorier, to som kommer udenfor branchen, mens de sidste tre befinder sig indenfor branchen. Kræfterne udenfor branchen skiller sig ud, da de er de eneste, der har indflydelse på alle branchens virksomheder, mens kræfterne indenfor branchen kan have forskellig indflydelse på de enkelte af branchens virksomheder.

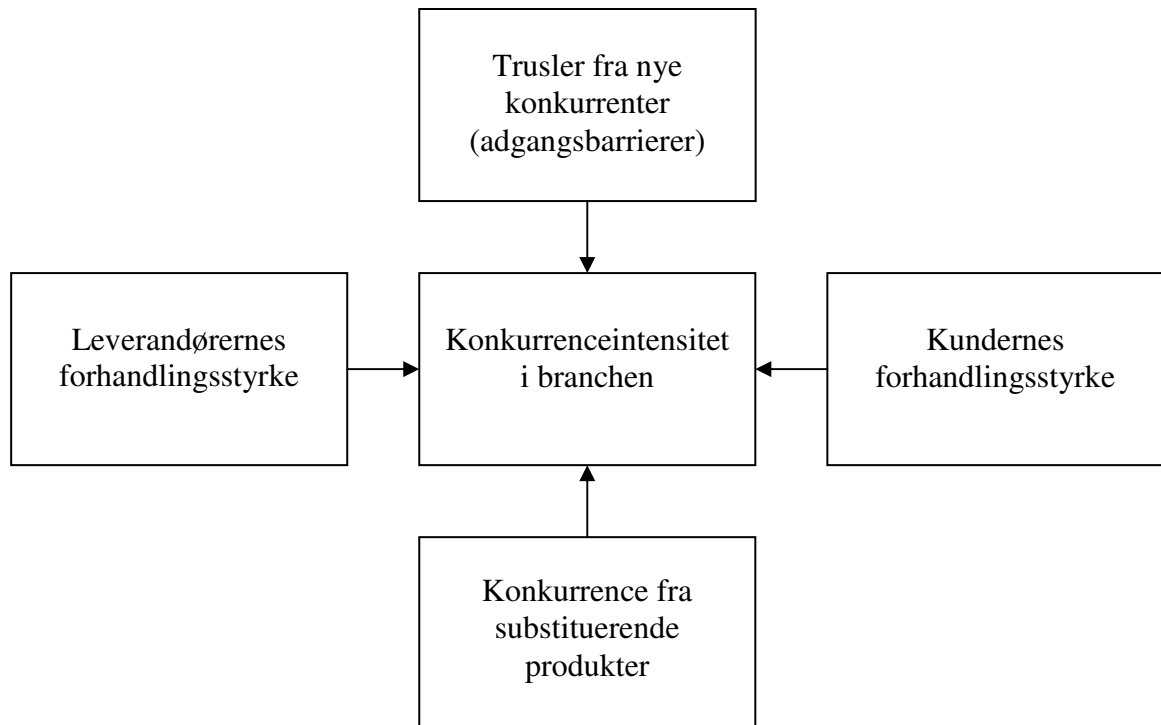
Hele modellen har til formål at klarlægge den konstante rivalisering, blandt virksomhederne i branchen. Rivaliseringen, som i modellen kaldes konkurrenceintensitet, påvirkes konstant af de fire andre kræfter, som er: substituerende produkter, adgangsbarrierer overfor nye konkurrenter, samt leverandørernes og kunders forhandlingsstyrke³¹.

På næste side er Porters five forces illustreret, for at vise de fem kræfters indbyrdes påvirkning.

³⁰ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 73.

³¹ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 73.

Figur 3.1 Porters five forces



Kilde: Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse
- en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 73

Den samlede styrke af disse fem kræfter, bestemmer den samlede konkurrenceintensitet og dermed også virksomhedens potentielle evne til at skabe aktionærværdi.

3.2.1 Adgangsbarrierer

Udtrykket adgangsbarrierer dækker over truslen fra nye konkurrenter, der tilfører ny produktionskapacitet til branchen, for at tilkæmpe sig en markedsandel. Dette kan gøres ved, at sænke priserne og medfører alt andet lige, at de eksisterende virksomheders indtjening bliver reduceret³². Derved er branchens eksisterende virksomheders position, truet af potentielle indtrængere. De enkelte virksomheders position er derfor i høj grad associeret med, hvor svært det er for nye konkurrenter, at etablerer sig på markedet³³.

³² Michael E. Porter: Competitive Strategy. First Free Press Export Edition 2004, side 7.

³³ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 74.

3.2.1.1 Adgangsbarrierer for NKT Cables

For at producere kabler i størrelsesordenen som NKT Cables gør, kræver det at der foretages betydelige investeringer. Ikke kun i råvare, som ellers er en væsentlig del, men også i maskinerne, der skal stå for selve produktionen. Disse krav om massive investeringer vil være bolværket, der beskytter branchens aktører, imod potentielle nye konkurrenter, men kan ikke stå alene hvis branchens virksomheder ville kunne opnå overnormal profit, som vil betyde at branchens konkurrenceintensitet ikke er høj nok, og vil derfor være attraktiv for nye producenter. Dette gælder i særlig grad for kablerne til lavspænding, da de er relativt lavteknologiske og prisen derfor er den primære konkurrenceparameter³⁴. Dette betyder at nye producenter relativt let med væsentlige investeringer, kan komme ind på markedet med en produktportefølje.

Indenfor produktionen af høj og mellemspændingskabler, samt køreledninger og søkabler, er der dog en væsentlig teknologisk udvikling, der øger adgangsbarriererne. Denne øget beskyttelse af branchens virksomheder vil medføre, at virksomhederne kan opleve kortere perioder med overnormal profit, når der bliver udviklet nye og bedre teknologier. Ydermere stilles der også ofte krav fra de enkelte kunder som medfører, at de leverede kabler skal individualiseres, for at opfylde kundernes specifikke krav³⁵. For at en ny udbyder kan komme ind på markedet for høj og mellemspændingskabler, samt søkabler og køreledninger, skal der udover investeringer i produktionsapparatet og råvare, også investeres betydeligt i forskning og udvikling af kabeltyper, der kan tage konkurrencen op med de allerede etablerede udbydere.

Branchen for kabelproducenter er derfor beskyttet af behovet for at foretage massive investeringer i form af maskiner og indkøb af metaller til produktionen, samt af kravet om at leverer højteknologiske og specialiserede løsninger.

3.2.1.2 Adgangsbarrierer for Nilfisk-Advanced

I selve produktionen af professionelle rengøringsmaskiner, findes der ikke mange adgangsbarrierer, da produkterne ikke er afhængige af højteknologiske løsninger. Dette giver sig tydelige til kende i kraft af at Nilfisk-Advanced' produktion af maskinernes enkelte komponenter er outsourcet til underleverandører³⁶. Derimod er adgangsbarriererne til de enkelte markeder

³⁴ <http://www.nktcables.dk/Products/LV>

³⁵ <http://www.nktcables.dk/Products/HV>

³⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 27.

rundt omkring i verden mere betydelige, fordi de typisk bliver domineret af mindre regionale producenter, som i kraft af deres tilstedeværelse på markedet, har adgang til et distributions og servicenetværk. Dette er da også en af driverne bag de største aktørers akkvisitioner, af mindre og regionale producenter, på de enkelte markeder. Ydermere er det også vigtigt for kunderne, at de hurtigt kan få serviceret deres maskiner, for at sikre at de altid er funktionsdygtige³⁷. Dette betyder at der er endnu en adgangsbarriere for at komme ind på markedet, da producenterne skal have et netværk af reparatører, der hurtigt kan komme ud og hjælpe de enkelte kunder. Alt dette betyder at en ny aktør på markedet, vil have det svært at konkurrere med de store internationale udbydere af professionelle rengøringsmaskiner, fordi det kræver betydelige ressourcer i, at oparbejde et distributions og service netværk på de enkelte markeder.

3.2.1.3 Adgangsbarrierer for Photonics group

Markedet for fiberlasere er karakteriseret ved at have høje adgangsbarrierer, fordi der er tale om højteknologiske produkter, der er beskyttet med patentrettigheder. Det vil altså sige at nye producenter skal investere massivt i udviklingsarbejde, for at komme ind på markedet, hvor de allerede etablerede virksomheder forsvare sig. Dette gjorde NKT i 2009, hvor de stævtede Fianium, som er en konkurrent i England, for at have krænkede en række af NKT Photonics' patentrettigheder. Retsagen blev afsluttet i 2010 med at Fianium skulle anerkende NKT Photonics' patenter, stoppe alle patentkrænkelser og betale en kompensation for tidligere krænkelser³⁸.

De mest sandsynlige indtrængere på markedet, er producenterne af traditionelle lasere, som må udvikle fiberlasere, for ikke at miste markedsandele.

3.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandører kan i kraft af deres styrke, presse en branches virksomheder, ved at true med stigende priser eller faldende kvalitet, på deres produkter og serviceydelser. Det vil med andre ord sige, at en leverandør, kan klemme en større indtjening ud af en branche, hvis de har tilstrækkelig styrke til det. Leverandørernes styrke hænger sammen med markedssituationen for branchen, og hvor én leverandør er vigtig for den enkelte virksomhed. En gruppe af leverandører kan have stor styrke, hvis der er relativ få, som udbyder det efterspurgte produkt, eller hvis der

³⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 12.

³⁸ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 16.

ikke findes substituerende produkter af en tilstrækkelig kvalitet. Leverandøren kan også have en stor styrke, hvis den enkelte kunde ikke bidrager væsentligt til leverandørens omsætning³⁹.

3.2.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke for NKT Cables

De vigtigste råstoffer ved produktion af kabler er metaller i form af aluminium og kobber. Dette kan ses ved, at mere end 50 % af den gennemsnitlige salgspris, udgøres af indkøb af metallerne til produktionen. Dette tal kan dog variere fra 20 % til 75 % afhængig af det endelige produkt⁴⁰. Foruden metallerne bliver der anvendt forskellige plastprodukter til produktionen af kabler, som bliver produceret af petrokemiske virksomheder. Denne petrokemiske industri har igennem det seneste årti oplevet en kraftig konsolidering på globalt plan, som har medført, at der er kommet betydelig færre og større producenter på markedet⁴¹.

Metaller bliver handlet på internationale råvarebørser, og handles derfor til markedspriser, som er fastsat efter udbud og efterspørgselsprincippet. Dette sikrer at NKT Cables altid køber metallerne til markedsvilkår, og at leverandørerne ikke har nogen særlig forhandlingsstyrke overfor NKT Cables.

Dette skyldes at den varierende pris på metallerne, relativt hurtigt bliver lagt over på priserne på kablerne, og dermed bliver givet videre til kunderne, dog vil store ændringer på metalpriserne give store udsving på varelagerbeholdningen og dermed have betydning på resultatet⁴².

Selvom det petrokemiske marked har tendens til øget konsolidering, der kan medføre mindre konkurrence og dermed højere priser, er det ikke en trussel NKT Cables har mærket noget til.

3.2.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke for Nilfisk-Advanced

Nilfisk-Advanced har igennem lang tid brugt outsourcing til underleverandører, der så har leveret komponenterne til produkterne. Denne outsourcing har medført, at Nilfisk-Advanced hovedsageligt står for samling, kvalitetskontrol og logistik på deres egne fabrikker.

Da Nilfisk-Advanced har fabrikker spredt over flere kontinenter, vælges der hovedsageligt underleverandører på de lokale markeder, for at minimere omkostningerne til transport⁴³.

Selvom der er mange penge at spare på at outsource til underleverandører, vil det samtidigt betyde at afhængigheden af de enkelte leverandører bliver større. Dette betyder ikke, at Nilfisk-

³⁹ Michael E. Porter: Competitive Strategy. First Free Press Export Edition 2004, side 27.

⁴⁰ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 41.

⁴¹ <http://www.petrochemistry.net/>

⁴² NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 41.

⁴³ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 27.

Advanced står i en underlegen situation overfor deres underleverandører, da der er mange udbydere af komponenterne, som skal anvendes i produktionen. Dette betyder at Nilfisk-Advanced kan forhandle bedre priser igennem. Dette skyldes at de enkelte komponenter er relativ lavteknologiske, hvilket igen betyder, at der er mange potentielle leverandører på verdensplan.

3.2.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke for Photonics group

De produkter som Photonics group fremstiller er højteknologiske, men de enkelte elektroniske komponenter, der anvendes til dem er forholdsvis lette at producere. Det betyder at Photonics group anvender meget viden i produktionen og derved tilfører produkterne værdi⁴⁴. Dette betyder at leverandørernes forhandlingsstyrke ikke er særligt stærk, da man med ganske få ulemper kan skifte underleverandør.

3.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes styrke er evnen til, at presse virksomheders produkter ned i pris, kvaliteten op, eller til at tvinge dem til, at leverer en bedre service, ved at spille konkurrenter ud imod hinanden. Denne evne er kundernes måde, hvorpå de opnår en gunstigere situation, på bekostning af producentens indtjening. Kundernes styrke hænger sammen med branchens markedssituation, og hvor vigtig den enkelte kunde er for en virksomhed. Kunder har en stor styrke, hvis de køber store mængder af virksomhedens produkter, eller hvis købene af produktet udgør en stor del af kundens omkostninger⁴⁵. Kunderne kan også have styrke, hvis produktet er et standardprodukt, som ikke er differentieret fra andre producenter i branchen, eller hvis der er lave omkostninger ved at skifte til en konkurrents produkt⁴⁶.

3.2.3.1 Kundernes forhandlingsstyrke for NKT Cables

Markedet for kabler er opdelt i forskellige kundesegmenter, hvor der er stor forskel på kunderne i de enkelte segmenter. For NKT Cables betyder dette, at der opereres på fire forskellige

⁴⁴ <http://www.nktpotonics.com/>

⁴⁵ Michael E. Porter: Competitive Strategy. First Free Press Export Edition 2004, side 24.

⁴⁶ Michael E. Porter: Competitive Strategy. First Free Press Export Edition 2004, side 25.

anvendelsesområder, som de kalder Electricity Infrastructure, Railway, Construction og Automotive⁴⁷.

I segmentet for Electricity Infrastructure, som indbefatter høj og mellemspændings, samt søkabler, afsætter NKT Cables deres produkter, til transmissions og distributionsselskaber i elsektoren, hovedsageligt på det europæiske marked. Kunderne efterspørger ikke standardiserede produkter, hvilket gør, at NKT Cables skræddersyer løsninger til hvert eneste, af den enkelte kundes projekter. Hele denne industri er da også præget af, at kunderne vælger leverandører, hvor de tidligere har modtaget leverancer fra⁴⁸. Disse præferencer fra kundernes side, sammenholdt med deres størrelse medfører at deres forhandlingsstyrke ligger i middelklassen. I segmentet for Railway, som indbefatter køreledninger til jernbaneinfrastruktur, afsætter NKT Cables deres produkter til store jernbaneentreprenører, som f.eks. ministry of railway i Kina, og andre på de naturlige hjemmemarkeder.

Segmentet for Construction, der indbefatter lavspændingskabler, er karakteriseret af, at der er få store kunder i form af elgrossister. Disse få aftagere i forhold til antallet af udbydere, kan presse producenterne til, at sænke priserne på deres produkter, og har derfor stor forhandlingsstyrke da der primært bliver konkurreret på prisen, af disse relativt standardiseret produkter.

I segmentet for Automotive, som er produkter til bilindustrien, står NKT Cables som en niche udbyder, med et effektivt leveringssystem, kvalitet og fleksibilitet. Kunderne til disse produkter, er leverandører af elektriske komponenter til bilproducenterne. Antallet af disse kunder er steget i de forgangne år, hvilket medfører at den enkelte kundes forhandlingsstyrke er faldet.

3.2.3.2 Kundernes forhandlingsstyrke for Nilfisk-Advanced

Nilfisk-Advanced er i kraft af deres størrelse ikke afhængig af enkelte kunders ordre, selvom der ikke er videre større aktivitet på markedet for rengøringsmaskiner. Desuden er de fleste kunder ikke særlig store og aftager derfor ikke store mængder af virksomhedens produkter. Dette betyder, at kundernes forhandlingsstyrke generelt er temmelig lille⁴⁹.

Nilfisk-Advanced' forhandlingsfordele i forhold til deres kunder, er direkte afhængig af deres størrelse, som er fremkommet ved at koncernen har ført en akkvisitionsstrategi, der har givet dem tilstedeværelse på alle betydelige markeder⁵⁰.

⁴⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 24.

⁴⁸ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 26.

⁴⁹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 27.

⁵⁰ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 12 og 27.

3.2.3.3 Kundernes forhandlingsstyrke for Photonics group

Produkterne som Photonics group fremstiller, henvender sig hovedsageligt til andre virksomheder og forskningsinstitutioner, som alle har individuelle behov. Dette har Photonics group imødekommet ved at gøre deres produkter lettere, at implementerer i kundernes udstyr, ved hjælp af en lang række tilbehør. Dette har været en stor succes, da det både har øget omsætningen og kendskabet til produkterne⁵¹.

Photonics group samarbejder med kunderne om, at skræddersy produkter, der lige netop passer til deres behov og anvendelsesområde⁵².

Dette betyder, at Photonics groups kunder står stærkt, når de kan få virksomheden til at udvikle og individualiserer produkter på denne måde, selvom Photonics group har udviklet tilbehør, der gør det lettere at anvende virksomhedens produkter. På den anden side findes der ikke mange andre udbydere af fiberlaserprodukter, så kunderne kan ikke vælge og vrage mellem forskellige producenter, hvis de vil have de fordele som fiberlaseren kan bidrage med.

3.2.4 Substituerende produkter

Substitution er ikke noget, der rammer én virksomhed, men derimod en hel branche. Det vil med andre ord sige, at hele branchen er sårbar overfor substituerende produkter. Derfor er det alle branchens virksomheder, som konkurrerer med de substituerende produkter. De substituerende produkters effekt på en branche, kan beskrives som et loft på prisen på alle branchens produkter, og jo lavere dette loft bliver sat, jo større potentiale har det substituerende produkt, for at tilkæmpe sig markedsandele fra branchens virksomheder. Substituerende produkter er i sin enkelthed et produkt, der kan give eller yde den samme funktion som branchens produkter, og kan identificeres ved at lede efter disse egenskaber⁵³.

3.2.4.1 Substituerende produkter for NKT Cables

I dag findes der ingen virkelige substituerende produkter til overførsel af elektricitet, men der er blevet forsket og udført forsøg i mere end 100 år, for at finde ud af om det kan lade sig gøre. Det er først indenfor de sidste 10 år, at der er kommet løsninger der kan konkurrer med kabler over meget korte afstande. Teknologien kendes fra elektriske tandbørster og anden elektronik, som

⁵¹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 16.

⁵² NKT' Globale perspektiver, side 32.

⁵³ Michael E. Porter: Competitive Strategy. First Free Press Export Edition 2004, side 23

skal være uafhængige fra elnettet, der kan oplades ved hjælp af magnetisk induktion. Disse principper har været kendt næsten lige så længe som elektriciteten selv, men det er først i dette årtusinde, at der er gjort fremskridt inden for denne teknologi, at det kan anvendes til transport på lidt længere afstande. Teknologien er dog i sin barndom, og afstandene hvor den kan konkurrer med traditionelle kobberkabler på, skal måles i ganske få meter. Hvis afstanden øges meget mere end et par meter, vil effekttabet være så stort, at det ikke kan konkurrer med traditionelle kabler. Dette betyder, at denne teknologi ikke udgøre nogen virkelig trussel overfor energikablerne på nuværende tidspunkt, men kan måske med tiden blive en alternativ løsning til at trække kabler⁵⁴.

3.2.4.2 Substituerende produkter for Nilfisk-Advanced

Der er ikke mange muligheder for substituerende produkter til rengøringsmaskiner, andet end manuel arbejdskraft, altså en rengøringsassistent udstyret med håndredskaber. Denne løsning kan i de fleste tilfælde udfører de samme opgaver som rengøringsmaskinerne kan, men kræver mere arbejdskraft. Dette afspejler sig da også i at det primære marked er i Vesteuropa og Nordamerika, som til sammen udgør 80 % af verdensmarkedet, og at der er fokus på at ekspanderer i BRIK-MT⁵⁵ landene, som er i rivende udvikling. På disse markeder er lønomkostningerne så høje, at priserne på rengøringsmaskinerne, kan konkurrer med prisen på manuel arbejdskraft, og derved opnår en fordel.

3.2.4.3 Substituerende produkter for Photonics group

Der findes flere produkter, der kan erstatte fiberlasere. Til præcisionsmåling og andre sensoropgaver, kan der anvendes traditionelle lasere eller elektroniske måleapparater, som er kendt teknologi, der har været tilgængeligt i længere tid end fiberlasere. Fiberlasere og fibersensorer udgør da også en begrænset del af markedet endnu, men fiberlasere giver muligheder som traditionelle lasere ikke kan tilbyde. Fiberlasere er desuden også overlegne i forhold til effektniveau, følsomhed og er mere hårdføre⁵⁶. Alt dette giver fiberlaserne potentiale til at substituerer de traditionelle halvlederlasere og elektroniske måleapparater.

⁵⁴ <http://www.witricity.com/pages/faq.html>

⁵⁵ BRIK-MT er en forkortelse for Brasilien, Rusland, Indien og Kina samt Mexico og Tyrkiet.

⁵⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 31.

3.2.5 Konkurrenceintensitet

Dette afsnit har til formål, at klarlægge den indbyrdes rivalisering imellem branchens virksomheder, hvor der f. eks. bliver konkurreret på priser og kvalitet. Konkurrencen kan også bestå i at introducerer nye produkter, eller ved at give kunderne en bedre service. Selve rivaliseringen opstår ved, at en virksomhed i branchen føler sig truet, eller ser en mulighed for at erobre en større markedsandel. Dette medfører at virksomhedens konkurrenter reagerer defensivt ved at forsvare deres position, eller offensivt ved at forsøge at tilkæmpe sig markedsandels til dem selv. Selve rivaliseringen kan føre til, at enkelte virksomheder, eller hele branchen kommer til at stå bedre, men rivaliseringen kan også eskalere så meget, at enkelte virksomheder og endda hele branchen taber på processen og derfor er stillet dårligere end tidligere⁵⁷.

3.2.5.1 Konkurrenceintensitet for NKT Cables

Det globale kabelmarked anslås i 2010 at udgøre ca. 750 mia. kr. årligt. Markedet er meget fragmenteret, hvor den største aktør har ca. 8 % af markedsandelen. NKT Cables er blandt de største producenter af kabler og har ca. 1 % af markedsandelen på det globale marked. I Europa, som er NKT Cables hjemmemarked, besiddes ca. 3 % af markedsandelen og ingen aktør har mere end 10 %⁵⁸. Markedet for kabler har tidligere været præget af, at der har været mange små producenter, der har afsat deres produkter på et nationalt marked, men resten af branchen har, ligesom NKT Cables, oplevet en konsolidering op igennem 90'erne, hvor producenter har opkøbt mindre konkurrenter for at få adgang til andre markeder⁵⁹.

Selve markedet for kabler, er opdelt i fire forskellige segmenter, hvor hvert segment henvender sig til forskellige kundetyper. Det er ikke alle aktører på kabelmarkedet, som leverer til alle typer kunder, hvilket betyder at konkurrenceintensiteten er forskellig indenfor de enkelte segmenter. De fire segmenter er Høj- og mellemspændings kabler samt søkabler, Lavspændingskabler, Kørekabler til jernbaner, og Kabler til bilindustrien.

Indenfor lavspændings segmentet er der mange aktører, der producerer forholdsvis lavteknologiske kabler, som skal overholde visse standarder. Dette gør det svært for den enkelte producent, at differentierer sine produkter fra andres. Disse produkter bliver afsat til bygge- og renoveringsaktiviteter, som i de sidste par år har oplevet et meget lavt aktivitetsniveau. Dette

⁵⁷ Michael E. Porter: Competitive Strategy. First Free Press Export Edition 2004, side 17.

⁵⁸ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 25.

⁵⁹ NKT' historie <http://www.nkt.dk/dk/Menu/Om+NKT/NKT+100+%c3%a5r+%232#> 1990-1999

medfører at konkurrenceintensiteten skærpes og at de primære konkurrencefaktorer er leveringsbetingelser og prisen⁶⁰.

For Høj- og mellemspændings, samt søkabler er situationen en anden, da det europæiske elnet står overfor en massiv fornyelse og udvidelse. Denne aktivitet skyldes et politisk ønske om, at sikre forsyningssikkerheden, øget elforbrug, krav om mere vedvarende energi og sammenkobling af de enkelte forsyningsnet i Europa. Produkterne til disse projekter stiller større krav til kablerne, der skal anvendes, og derfor også krav til højteknologiske løsninger. Konkurrencen indenfor dette segment er intens, og er præget af højteknologi og leveringstid som primære konkurrenceparametre. NKT Cables står bedre end de har gjort før i dette segment, da de i 2010 åbnede deres nye fabrik i Köln. NKT Cables har med denne nye fabrik fået etableret produktionsanlæg til fremstilling af kabler i ekstra lange længder, som kun ganske få af deres konkurrenter kan matche, hvilket giver dem et væsentligt forspring⁶¹. I forhold til deres konkurrenter står NKT Cables stærkere end de har gjort længe, takket være den nye fabrik.

3.2.5.2 Konkurrenceintensitet for Nilfisk-Advanced

Nilfisk-Advanced er en af fem store producenter af professionelle rengøringsmaskiner på det globale marked. De fem har tilsammen 40 % af det globale marked for professionelle rengøringsmaskiner, som anslås til at være på 45 mia. danske kroner. Resten er fordelt på mindre og lokale producenter på de enkelte markeder. Det globale marked er fordelt sådan, at det Europæiske og Nordamerikanske marked udgør ca. 80 %, som samtidigt også er modne markeder med ringe vækst⁶². Ved siden af disse hovedmarkeder er der en række markeder, hvorpå der er betydelig mere vækst. Der er her tale om BRIK-MT⁶³ landene, hvor væksten på markedet for professionelle rengøringsmaskiner i 2010, har været på ikke mindre end 40 %⁶⁴. Da markedet er så fragmenteret som det er, ligger det i høj grad op til, at der bliver ført en konsolideringsstrategi af de store producenter, da det giver adgang til lokal logistik til distribution af produkterne.

Denne strategi har Nilfisk-Advancen gjort brug af igennem en årrække, og har i 2010 købt en brasiliansk virksomhed i Sao Paulo, så aktiviteterne i Brasilien spænder sig over produkt

⁶⁰ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 10.

⁶¹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 10.

⁶² NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 27.

⁶³ BRIK-MT er en forkortelse for Brasilien, Rusland, Indien og Kina samt Mexico og Tyrkiet.

⁶⁴ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 13.

udvikling, produktion, salg, service og distribution⁶⁵. Alle disse aktiviteter er nødvendige for virksomhederne i branchen, da kunderne efterspørger produkter af høj kvalitet, og med mulighed for hurtige løsninger, hvis der skulle opstå problemer.

Dette sammenholdt med, at der er mange producenter af relativ lavteknologiske produkter, gør at konkurrenceintensiteten må betegnes som høj, hvor der konkurreres på pris, kvalitet og hurtig servicering, der sikre at kunderne altid har funktionsdygtige maskiner.

3.2.5.3 Konkurrenceintensitet for Photonics group

Der er ikke mange konkurrenter, indenfor de enkelte produktgrupper som Photonics group tilbyder. Der er tale om et par konkurrenter indenfor hvert segment⁶⁶.

For KOHERAS, som er et laser produkt til overvågning og måling indenfor infrastrukturen, er der to direkte konkurrenter til Photonics group, men den væsentligste konkurrence findes udenfor branchen, i form af traditionelle lasere.

For SuperK laseren, der er en bredspektret laser, er der kun en direkte konkurrent, Fianium i England, men igen er konkurrencen størst fra de traditionelle lasere.

Photonics group er den eneste industrielle udbyder af krystalfibre, og besidder et patentmæssigt og teknologisk forspring i forhold til mulige konkurrenter, men markedet bliver domineret af konventionelle fiberløsninger, hvor IPG Photonics er den dominerende producent.

Laserindustrien har haft en gennemsnitlig vækst på 8 % igennem det seneste årti, der er drevet af de anvendelsesmuligheder som laser har i forhold til deres elektroniske modstykker. Selvom fiberlasere kun udgør en lille del af dette marked, har de stort potentiale for fremtiden, da fiberlasere kan substituere halvlederlasere og gør det så godt, at de er overlegne i effektniveau, følsomhed og er mere hårdføre⁶⁷.

3.3 Samfundsforhold - PEST analyse

For at få struktur på analysen af NKT Holding A/S' eksterne kontekst, opstilles de samfundsforhold, der hersker på de markeder, hvorpå NKT koncernen opererer, i henhold til PEST modellen.

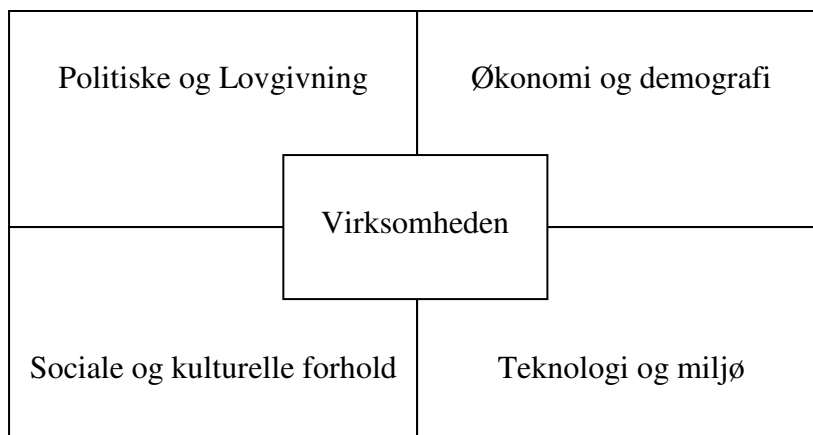
PEST modellen er illustreret på næste side.

⁶⁵ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 12.

⁶⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 30 - 31.

⁶⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 31.

Figur 3.2 PEST modellen



Kilde: Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse
- en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 69

PEST modellen anvendes til, at beskrive en virksomheds forhold til omverdenen på samfunds niveau, og omfatter principielt alle faktorer, som har indflydelse på virksomhedens værdiskabelse. Modellen er tiltænkt at skulle inddele disse faktorer i fire kategorier: politik og lovgivning, økonomi og demografi, sociale og kulturelle forhold, samt teknologi og miljømæssige forhold.

3.3.1 Politiske faktorer

Politiske faktorer, er først og fremmest afledt af de enkelte landes lovgivning, hvori virksomhederne operer. Ændringerne i lovgivningerne kan have vidtrækkende konsekvenser for virksomheder, ved at påvirke salget. De politiske faktorer kan være ændringer i kredit- og rentepolitik, men også skatte og afgiftspolitik kan være faktorer. På internationalt plan indbefatter de politiske faktorer også initiativer fra internationale samarbejder, som f.eks. FN, EU og OECD, der arbejder med, at nedbryde handelsbarrierer og fremme den internationale handel⁶⁸.

3.3.1.1 Politiske faktorer for NKT Cables

Igennem de seneste årtier er der opstået en bevidsthed, om menneskets påvirkning af vores omgivelser, og i særdeleshed på klimaforandringer. Sammenholdt med, at verdens olieressourcer svinder ind, og et stigende energibehov, bliver debatten drejet over imod alternative energikilder.

⁶⁸ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 70.

Europarådet vedtog i 2007 fællesskabets tilsagn om, at udvikle energi fra vedvarende energikilder. Dette blev senere til et betingende mål for hele fællesskabet om, at 20 % af fællesskabets samlede energiforbrug, senest i 2020 skal udgøres af vedvarende energi⁶⁹.

Fra politisk side, har der i de senere år været fokus på, at opfører vindmølleparker på havet, frem for på land, da de ikke generer de nærmeste naboer, som de landbaserede vindmøller. Desuden har havvindmøller en fordel frem for deres modstykke på land, i form af en mere stabil vind og dermed en større produktion af elektricitet. Havvindmølleparker har dog den ulempe, at de ofte er placeret fjernt fra den endelige forbruger, og derfor kræver denne løsning meget stabile højspændingskabler.

Den europæiske vindenergi organisation, EWEA, har i deres rapport, EWEA EU Energy Policy to 2050, analyseret sig frem til, at kapaciteten af havvindmøllerne i Europa skal stige med 21,5 % per år, fra 2011 til 2020⁷⁰. Dette vil øge EU' samlede energiforsyning fra havvindmøller, fra 0,6 % til 4 % af det samlede energiforbrug.

Derfor har NKT Cables fortsat udvikling af bedre søkabler, samt høj og mellemspændingprodukter, for at imødekomme det stigende behov for transport af energien, fra de alternative energikilder til forbrugerne. Dette kræver at der udvikles nye kabel- og muffeløsninger, som igen kræver udvikling af nye materialer, design og arbejdsprocesser⁷¹. NKT Cables har igennem en årrække udviklet bedre søkabler præcis til dette formål, hvor de har støbt optiske fibre ind i kablerne, så man på den måde kan kommunikerer med havvindmøllerne fra land, og dermed få nemmere kontrol med hver enkel mølle⁷².

Samtidig bliver markedet for elektricitetsinfrastruktur præget af, at skabe et mere effektivt elmarked i Europa, hvor den bæredygtige energi skal kombineres med en højere kapacitet og fleksibilitet på elnettet. Dette har desuden skabt et behov, for at etablerer forbindelser mellem Europas forskellige netværk, for at skabe ét sammenhængende elnet for hele Europa. Ydermere skal elnettets alder tages i betragtning, da der sidst blev investeret massivt i nettet sidst i

⁶⁹ Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2009/28/EU, Artikel 9.

⁷⁰ EWEA EU Energy Policy to 2050, side 37.

⁷¹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 24.

⁷² Investor præsentation december 2010.

tresserne. Dette betyder, at transmissionsnettet står overfor en renovering og udbygning, hvor trenden er at gå fra luftledninger til nedgravede ledninger⁷³.

Indenfor NKT Cables' lavspændingsprodukter, er der også indflydelse fra politiske faktorer. Her er der tale om ændringer i reglerne for byggevare, hvor der hidtil har været et regelsæt, der blev fastsat i byggevaredirektivet fra 1989, 89/106/EØF. Dette regelsæt er den 9. marts 2011 blevet ophævet og erstattet af byggevarereforordningen, for at sikre et harmoniseret regelsæt i alle EU landene. Ændringerne blev blandt andet indført, for at sikre forbrugerne og styrke CE mærket. Som noget væsentlig nyt indførtes nye krav om bæredygtighed og benyttelse af sundhedsfarlige stoffer⁷⁴.

Dette vil medføre et behov for en udvikling af produkter, med et højere sikkerhedsniveau, hvilket for NKT Cables vil være et øget krav om brandsikkerhed for produkterne. Dette mener NKT Cables, vil kunne føre til en differentiering i forhold til konkurrenterne, som igen vil medføre forventninger om en bedre indtjeningsmargin⁷⁵.

NKT Cables leverancer af kørekabler til jernbaner, er præget af infrastrukturprojekter i Kina, og har frem til 2010 været anses, for at være mindre konjunkturfølsom⁷⁶. Men i sommeren i 2011 skete der en ulykke, hvor to højhastighedstog kolliderede med omkring 200 kvæstede og 33 dræbte til følge⁷⁷. Senere i september 2011 skete der endnu en kollision i Shanghais undergrundsbane, med mange kvæstede. Disse ulykker har medført, at den kinesiske befolkning har mistet en stor del af deres tillid, til landets jernbanesystem⁷⁸. Dette har medført, at Kina har udskudt 80 % af landets planlagte jernbaneprojekter, hvilket vil have stor indflydelse på NKT Cables' leverancer af køreledninger⁷⁹.

3.3.1.2 Politiske faktorer for Nilfisk-Advanced

Finanskrisen som verden har oplevet fra 2008 og frem, har sat sig tydelige spor på markederne for professionelle rengøringsmaskiner. Investeringslysten er blevet dæmpet og det betyder, at planer om nyindkøb af rengøringsmaskiner, er blevet udsat eller helt droppet. Dette er ikke kun,

⁷³ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 25.

⁷⁴ Byggevarereforordningen Nr. 305/2011 af 9. marts 2011, betragtning nr. 25.

⁷⁵ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 25.

⁷⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 41.

⁷⁷ <http://politiken.dk/udland/ECE1344150/togkollision-draeber-33-personer-i-kina/>

⁷⁸ <http://politiken.dk/udland/ECE1405421/mange-kvaestede-ved-ny-togulykke-i-kina/>

⁷⁹ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/216472/aktier_vaer_forberedt_paa_store_fald.html

at finde i det private erhvervsliv, men også inden for det offentlige, hvor besparelser på budgetterne for alvor påvirkede Nilfisk-Advanced' omsætning til skoler, hospitaler og andre offentlige institutioner, på de modne markeder i Europa og USA⁸⁰.

3.3.1.3 Politiske faktorer for Photonics Group

Verden over er der blevet sat fokus på sikkerheden i tunneler, siden der opstod brand i Mont Blanc tunnelen i 1999, hvor 39 mennesker mistede livet da en lastbil brød i brand, og der ikke var noget overvågningsudstyr til at advare myndigheder, eller til at standse trafikken. Denne øgede fokus har fået regeringer til, at kræve at der installeres overvågningsudstyr i tunneller. Disse overvågningssystemer kan leveres af Photonics groups virksomheder, og er konkurrencedygtige, hvis tunnelen er længere end en kilometer⁸¹.

Der er ydermere blevet sat fokus på forsyningssikkerheden i elnettet over det meste af verden, især i lande som Kina og Rusland, hvor der er behov, for at sikre elforsyningen til millioner af borgere. Dette gøres ved, at fremstille højspændingskabler med en lysleder indeni, for derved at overvåge kablets temperatur. Dette gøres fordi, hvis man leder for meget elektricitet igennem et højspændingskabel, bliver det så varmt at plastisoleringen bliver blødt og kablet derved kan bryde sammen med en kortslutning til følge⁸².

3.3.2 Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorer indbefatter desuden også demografiske faktorer, der tilsammen influerer virksomheder igennem den national og international økonomiske situation. I samfund, der oplever opgangskonjunkturer, vil størsteparten af virksomheder opleve et øget overskud, mens det er modsat i tider med faldende konjunktur. Udsvingene er dog forskellige i forhold til hvilke brancher virksomheden operer i. Økonomiske faktorerne som har indflydelse på virksomheders omsætning, er blandt bl.a. udviklingen i arbejdsløsheden, ændring i renteniveau, valutakurser, inflation osv. De demografiske faktorer, der kan have indflydelse på virksomheden, kan være både positive, men også negative alt efter hvilken befolkningsgruppe produkterne henvender sig til. Dette ses tydeligst i produkter, som henvender sig til visse aldersgrupper, der dermed kan

⁸⁰ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 13.

⁸¹ NKT' Globale Perspektiver, side 30.

⁸² NKT' Globale Perspektiver, side 31.

påvirkes positivt, hvis den del af befolkningen bliver større, og negativt hvis det modsatte er tilfældet⁸³.

Den finansielle krise, der har påvirket verdensøkonomien fra slutningen af 2008 og hele 2009, har også haft indflydelse på NKT koncernens målsætninger indenfor deres vækst. Dette sammenholdt med et valuta- og råvaremarked i ubalance, og mange investeringsinitiativer, har forhindret NKT koncernens målsætning om, at fastholde et afkast på den investerede kapital på 20 %⁸⁴.

3.3.2.1 Økonomiske faktorer for NKT Cables

Valutaforholdene for NKT Cables stammer fra de markeder, hvor der afsættes produkter på. 60 % af omsætningen stammer fra markederne, der omfatter Tyskland, Danmark og Østeuropa. Da disse markeder er indenfor eurozonen, og fordi Danmark anvender en fastkurspolitik overfor euroen, har valutakursen ikke stor indflydelse på valutafølsomheden for NKT Cables. De resterende 40 % af omsætningen, hvoraf størstedelen stammer fra Kina, er NKT Cables derimod mere følsom overfor, da de er afhængige af valutakursændringerne imellem blandt andre den kinesiske valuta og euroen⁸⁵.

Ved fremstilling af energikabler er metaller, i form af kobber og aluminium, en meget stor produktionsomkostning. Dette betyder, at omsætningen er væsentlig påvirket af udviklingen af metalpriserne. Igennem 2010 steg prisen på kobber med ikke mindre end 45 %, mens aluminiumsprisen steg med 32 %⁸⁶. På næste side kan udviklingen i metalpriserne igennem en periode, fra primo 2006 til ultimo 2011, ses. Priserne er i US dollars pr. ton.

⁸³ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 70 og 71.

⁸⁴ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 21.

⁸⁵ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 41.

⁸⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 44.

Graf 3.1 Kobberprisens udvikling



Kilde: London Metal Exchange <http://www.lme.com/>

Graf 3.2 Aluminiumsprisens udvikling



Kilde: London Metal Exchange <http://www.lme.com/>

Da disse metaller er de primære råvare i kabelproduktion, udgør metalprisen gennemsnitlig mere end halvdelen af salgsprisen til kunden. Selvom metalpriserne er så volatile påvirker de ikke NKT Cables resultat, da udviklingen relativt hurtigt er at finde på salgspriserne. NKT Cables er mest følsomme overfor metalpriserne, når der forekommer store prisudsving over kort tid, fordi det gennemtvinger regulering af varebeholdningen med tilhørende effekt på resultatet. Denne risiko søger NKT Cables minimeret, ved at have prislister på lavspændingsprodukter med en vis

gyldighedsperiode og indbyggede sikringskontrakter. For høj- og mellemspændings produkterne bliver priserne afdækket af kontrakter⁸⁷.

De generelle konjunkturforhold for NKT Cables, giver sig størst til udtryk i lavspændingsmarkedet. Dette skyldes at produkterne hovedsageligt bliver brugt i byggeriet, og dermed svinger sammen med byggeaktiviteten. For NKT Cables handler det om, at op imod halvdelen af omsætningen fra lavspændingsprodukterne, bliver vurderet som konjunkturfølsomme.

For produkterne i mellem- og højspændings, samt søkabler, kommer cirka halvdelen af omsætningen fra salg til energisektoren. Energisektoren anses for at være mindre konjunkturfølsom, da den er styret af vedligeholdelse af elnettet, og udbygning grundet et øget forbrug, samt systempålidelighed og hensyntagen til vedvarende energikilder.

3.3.2.2 Økonomiske faktorer for Nilfisk-Advanced

Op imod 25 % af Nilfisk-Advanced' produkter bliver afsat i USA, hvilket betyder at virksomheden er følsom overfor ændringer i dollarkursen. Følsomheden er så stor at en ændring i dollarkursen på 5 % betyder, at omsætningen bliver ændret med 65 mio. kr. Ydermere er en meget stor del af produktionen til markederne i Europa, Mellemøsten og Afrika placeret i Ungarn, hvilket betyder at virksomheden også er følsom overfor kursudviklingen i forint⁸⁸. Mere generelt er Nilfisk-Advanced konjunkturfølsom, fordi deres kunder primært er industrielle eller professionelle brugere af rengøringsmaskiner, som anser maskinerne som anlægsinvesteringer. Det vil sige at nyinvesteringer udskydes i nedgangstider, for at beskytte virksomhedernes likviditet og optimerer dens drift⁸⁹.

3.3.2.3 Økonomiske faktorer for Photonics Group

Photonics groups produkter henvender sig til det globale marked, hvilket betyder at virksomhederne er følsomme overfor ændringer i valutakurserne. Desuden er virksomhederne følsomme overfor konjunktursvingninger, hvilket er grundet i, at slutkunderne betragter produkter, hvori Photonics groups produkter indgår, for at være anlægsinvesteringer. Disse

⁸⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 41.

⁸⁸ Forint er den ungarske valuta.

⁸⁹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 42.

anlægsinvesteringer udskydes i nedgangstider, for at optimerer virksomhedernes drift og beskytte deres likviditet⁹⁰.

3.3.3 Sociale og kulturelle faktorer

Blandt de sociale og kulturelle faktorer findes forbrugernes vaner, der udtrykker sig i livsstil og mode. Indenfor befolkningens sammensætning kan der være store udsving i forbrugsvanerne, som gør nogle produkter mere attraktive for visse befolkningsgrupper, end for andre. Disse faktorer kan følge befolkningsgruppens indkomst, eller uddannelsesniveau, men kan også være udtryk for befolkningsgruppens livsstil. Alle disse faktorer skal en virksomhed have for øje, da de med dem målrettet kan tilpasse afsætningen af deres produkter, til de rette forbrugere. Desuden skal virksomheden have fokus på deres produkter, og om de er gavnlige, usunde eller direkte skadelige for forbrugerne, da dette kan have en meget skadelig effekt på salget⁹¹.

3.3.3.1 Sociale og kulturelle faktorer for NKT Cables

Igennem de sidste 20 år har vi i Europa forøget vores forbrug af elektricitet med ca. 38 %⁹². Denne stigning skyldes, at vi har fået flere elektriske apparater i vores hjem, og derved forbruger mere elektricitet. Denne udvikling betyder, at elnettets kapacitet hele tiden skal udvides, for at opretholde forsyningssikkerheden. Sammenholdt med de øgede krav om vedvarende energi, som giver en mere decentraliserede energiproduktion, betyder det, at efterspørgslen af højspændingskabler er sikret. Anderledes ser det ud for lavspændingskablerne, da salget af disse er direkte afhængig af aktivitetsniveauet, for renovering og nybyggeri indenfor byggesektoren. Det betyder, at salget af NKT Cables lavspændingsprodukter, er meget konjunkturfølsom overfor udviklingen i byggeribranchen. NKT Cables forventer, at aktiviteten indenfor lavspændingsprodukterne, i de kommende år vil være stigende, efter nedgangen i byggeaktiviteten i de forgangne år⁹³. Det kinesiske marked, hvor der hovedsageligt bliver afsat højspændingsprodukter og køreledninger til højhastighedstog, har udviklingen derimod ikke oplevet den samme nedgang.

⁹⁰ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 42.

⁹¹ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 71.

⁹² Eurostat - Electricity consumption of households.

⁹³ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 25.

Særligt har det høje aktivitetsniveau, indenfor højhastighedstog været med til at trække i den rigtige retning.

NKT Cables, har som resten af NKT koncernen tilsluttet sig UN Global Compact, som er en række principper, der skal sikre, at virksomhederne påtager sig en række sociale ansvar, på de markeder og i de lande de befinder sig i. Principperne forpligter blandt andet NKT Cables til, at anerkende og respekterer de internationale menneskerettigheder og sikre sig, at de ikke er medvirkende til, at krænke dem. Desuden skal de give deres medarbejdere ret til, at organiserer sig og anerkende retten til kollektiv forhandling⁹⁴.

3.3.3.2 Sociale og kulturelle faktorer for Nilfisk-Advanced

Nilfisk-Advanced er meget afhængige af, at fastholde og udvikle nøglemedarbejdere, for at kunne gennemføre de strategiske målsætninger, de har stillet op for sig selv. Nilfisk-Advanced forventer, at kvalificeret arbejdskraft vil blive en mangelvare i fremtiden, hvorfor der bliver brugt ca. 0,5 % af omsætningen til, at videreudvikle og efteruddanne medarbejderne. Der arbejdes til stadighed på, at vurderer medarbejderne i organisationen, for at sikre den enkeltes målsætninger og efteruddannelse, for at sikre en stærk kultur i organisationen⁹⁵.

3.3.3.3 Sociale og kulturelle faktorer for Photonics Group

For at virksomhederne i Photonics Group stadig skal have succes, er det en nødvendighed, at de til stadighed udvikler og producerer nye produkter til markedet. For at opnå disse mål er det en nødvendighed, at virksomhederne er i stand til, at tiltrække innovative medarbejder med kompetente evner, for at kunne bibeholde og udbygge virksomhedernes markedsposition og for at udvikle de højteknologiske produkter, så de kan anvendes til kommercielle formål⁹⁶.

3.3.4 Teknologiske og miljømæssige faktorer

De Teknologiske og miljømæssige faktorer, som kan påvirke virksomheden, er inden for visse brancher en af de største udfordringer. De teknologiske landvindinger har gjort hele verden til ét marked, hvor producenter og kunder kan finde hinanden, og hvor produkter bliver udviklet

⁹⁴ UN Global Compact - The Ten Principles.

⁹⁵ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 29.

⁹⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 42.

stadig hurtigere. På miljø siden er virksomhederne også blevet mere presset, da der er sat større fokus på virksomheders påvirkning af deres omgivelser, samt på de svindende naturressourcer⁹⁷.

3.3.4.1 Teknologiske og miljømæssige faktorer for NKT Cables

NKT Cables producerer energikabler, som både kan karakteriseres ved, at være lavteknologiske mens andre kræver højteknologi. I den lavteknologiske ende finder man lavspændingskabler, som er mere eller mindre et standardprodukt. Dette betyder, at NKT Cables fokuserer på at gøre produktionen af lavspændingsprodukterne så omkostningseffektive som muligt, for at skille sig ud fra deres konkurrenter, og derved forbedre konkurrenceevnen.

Indenfor høj og mellemspændingskabler, samt søkabler, er det en helt anden situation, da NKT Cables fokuserer på, at leverer løsninger med høj viden og teknologisk indhold. Dette sikrer, at NKT Cables kan leverer produkter, der er skræddersyet til den enkelte kunde. Dette medfører, at NKT Cables' produkter er attraktive pga. differentieringen, hvilket igen giver en høj forædlingsgrad af produkterne⁹⁸. I udviklingsfasen har NKT Cables deres jævnstrømsteknologi, som står overfor at blive typegodkendt i løbet af 2011. Denne produkttype skal sikre at NKT Cables kan udbyde løsninger for jævnstrømsprojekter indenfor de næste par år⁹⁹.

På miljø siden er NKT Cables også med fremme. De var de første i verden, der kunne leverer blyfrie kabler og blandt de første til at producerer PVC-frie kabler¹⁰⁰. Desuden har NKT Cables et komplet genbrugskoncept for samtlige af deres kabeltyper, der kan genbruges. Det betyder at der tænkes i hvilke materialer, der anvendes i produktionen og planlægning af produktionsprocesserne. NKT Cables er også engageret i bortskaffelsen af kablerne, når de har udtjent deres formål ved, at have et genindvindingsanlæg i Stenlille, hvor de forarbejder gamle kabler for at genvinde metallerne og plastic, som så kan anvendes igen i produktionen af nye kabler¹⁰¹.

3.3.4.2 Teknologiske og miljømæssige faktorer for Nilfisk-Advanced

Produktionen af rengøringsudstyr er relativt lavteknologisk, men med fokus rettet imod udvikling af nye produkter, der sætter kundernes behov højest. Alene i 2010 blev der således

⁹⁷ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 72.

⁹⁸ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 24.

⁹⁹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 10.

¹⁰⁰ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 24.

¹⁰¹ <http://www.nktcables.dk/>

introduceret 38 nye produkter og produktversioner. Med disse nye produkter er der sat fokus på miljøvenligheden, som også er centralt for mange kunder. Der er blandt andet blevet introduceret en ny teknologi i nogle nye produkter i 2010, som gør at der gøres rent udelukkende med vand, og hvor det er muligt for operatøren, at anvende rengøringsmidler hvor dette er nødvendigt. På den måde bliver der gjort effektivt rent, mens der bliver anvendt mindst muligt rengøringsmiddel¹⁰². Denne tankegang om, at anvende færrest mulige ressourcer, findes igennem hele Nilfisk-Advanced, og er formuleret i deres miljøpolitik "Green meets clean". Nilfisk-Advanced tilstræber hele tiden, at gøre deres produktion mere miljøvenlig, ved at anvende færre ressourcer i deres produktion, hvilket også medfører, at prisen for at fremstille produkterne bliver lavere, som igen betyder at produkterne bliver mere konkurrencedygtige¹⁰³. Det vil med andre ord sige at miljøpolitikken er en betydelig konkurrenceparameter for Nilfisk-Advanced.

3.3.4.3 Teknologiske og miljømæssige faktorer for Photonics Group

Photonics Group befinder sig i en branche, der er præget af højteknologiske produkter og servicerer kunder, som udbyder produkter hvori de højteknologiske løsninger er nødvendige. Da markedet er meget nichepræget, medfører det, at produktionen bliver meget specialiseret, for at kunne opfylde de enkelte kunders ønsker¹⁰⁴. Denne specialproduktion er meget likviditetskrævende, da der hele tiden skal udvikle løsninger, til de enkelte problemstillinger. Men Photonics Group har igennem en årrække udviklet en række produkter, der har det formål, at skulle gøre gruppens produkter lettere, at integrerer i deres kunders produkter¹⁰⁵. Denne udvikling har gjort, at Photonics Groups produkter står bedre end for bare få år siden, fordi der kræves mindre udviklingsarbejde, til de enkelte projekter og i stedet kan løses med en mere eller mindre standardiseret løsningsmodel.

¹⁰² NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 13.

¹⁰³ <http://www.nilfisk-advance.com/>

¹⁰⁴ NKT' Globale Perspektiver, side 32.

¹⁰⁵ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 16.

3.4 Styrkeprofilsanalyse - SWOT analyse

SWOT analysen er en styrkeprofilsanalyse, som anvendes til, at samle de interne faktorer for virksomheden i styrker og svagheder, og til at samle muligheder og trusler, fra de eksterne faktorer¹⁰⁶. Det kan derfor siges, at SWOT analysen er en subjektiv vurdering af de allerede indsamlede data, og at SWOT analysen bare kategoriserer dem, i et logisk skema, for at øge forståelsen af de indsamlede data¹⁰⁷. Når de enkelte faktorer er indsamlet og inddelt i de ovenstående punkter, kan den egentlige styrkeprofilsanalyse finde sted. Det egentlige formål med styrkeprofilsanalysen er, at finde og vurderer virksomhedens position og retning, i forhold til dens valgte strategi. Derefter skal styrkeprofilsanalysen benyttes til, at bedømme om virksomhedens strategi er optimal, da der skal være ”strategic fit” for at den kan lykkes. Udtrykket strategic fit dækker over, at virksomheden skal udnytte deres muligheder og styrker, og forsøge at mindske deres svagheder og trusler. Det kan med andre ord summeres op til, om virksomhedens strategi stemmer overens med de muligheder og trusler, samt de styrker og svagheder den har¹⁰⁸.

3.4.1 SWOT analyse af NKT Cables

Styrker

- Repræsenteret i Kina og Østeuropa, hvor væksten sikre, at markedet er i udvikling.
- Den nye fabrik i København, der kan producere kabler i ekstra lange længder, som er overlegne i forhold til de fleste konkurrenter.
- Samarbejdet med virksomhedens kunder, for at individualisere produkterne, så de opfylder kundernes fulde behov.
- Højt teknologisk niveau og specialiserede løsninger.

¹⁰⁶ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 103.

¹⁰⁷ <http://www.businessballs.com/swotanalysisfreetemplate.htm>

¹⁰⁸ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 103.

Svagheder

- NKT Cables størrelse i forhold til deres sammenlignelige konkurrenter. Ingen producent har mere end 8 % af den globale markedsandel, hvilket i forhold til NKT Cables er stort, da NKT Cables kun besidder en markedsandel på ca. en procent af det globale marked.

Muligheder

- Elmarkedets udvikling med stigende forbrug.
- EU's målsætninger med at øge andelen af den vedvarende energi, skaber nye behov for den elektriske infrastruktur.
- Renoveringen af det europæiske elnet.
- Kinas behov for at udbygge deres elektriske infrastruktur og jernbanenet.

Trusler

- Den kinesiske reduktion af jernbaneprojekter, pga. ulykker i sommeren 2011.
- Den økonomiske udvikling i verdensøkonomien.
- Priserne på råvarerne.

3.4.2 SWOT analyse af Nilfisk-Advanced

Styrker

- Outsourcing til underleverandører.
- Stor produktportefølje af rengøringsmaskiner.
- Tilstedeværelse på de væsentligste markeder verden over.
- Intensiv udvikling af nye og mere miljøvenlige produkter og produktversioner.
- Veludviklet logistik giver bedre mulighed for servicering af kunderne og bedre distributionskanaler.

Svagheder

- Følsom overfor konjunkturens udvikling, da der afsættes til professionelle brugere af rengøringsmaskiner, som ser dem som et anlægsaktiv.
- Ringe markedsandel af markedet for rengøringsmaskiner til private.
- Følsomheden overfor den amerikanske dollar, da 25 % af virksomhedens produkter bliver afsat i USA.

Muligheder

- Mere fokus på miljøvenlig rengøring fra forbrugernes og myndighedernes side.
- Opkøb af konkurrenter kan give virksomheden et bedre og mere omfattende distributions og service netværk.
- Fokuset på hele tiden, at optimerer produktionen og gøre den mere miljøvenlig, kan gøre virksomheden mere konkurrencedygtig, da der bliver brugt færre ressourcer.

Trusler

- Der skal til stadighed videreudvikles på produktporteføljen, for at kunne fastholde og udbygge markedspositionen.
- Med få store og mange små producenter af professionelle rengøringsmaskiner, findes der en trussel i, at der kan komme nogle store nye konkurrenter, igennem opkøb af mindre producenter. Dette vil medføre at konkurrencen bliver skærpet, men kan modsvares af Nilfisk-Advanced ved selv at foretage yderligere akkvisitioner.

3.4.3 SWOT analyse af Photonics Group

Styrker

- Overlegen teknologi i forhold til de konventionelle lasere.
- Udvidelse af tilbehørsporteføljen har gjort virksomhedernes produkter mere tilgængelige for kunderne.
- Virksomhederne er i stand til, at skræddersy produkter til kunder med specifikke ønsker.

Svagheder

- En række meget nichepræget produkter til meget begrænsede markeder.
- Udviklingen af specialprodukter er meget likviditetskrævende.

Muligheder

- Øget fokus på sikkerhed og overvågning i infrastrukturen, giver mulighed for vækstpotentiale.
- Vækstpotentiale igennem udvikling af en større tilbehørsportefølje, som gør fiberlaserprodukterne mere anvendelige i industrien.

Trusler

- Photonics Group er en lille deltager i et stort marked, der bliver domineret af kendte teknologier.

3.4.5 Opsummering af SWOT analysen

Ud fra ovenstående kan det ses, at NKT koncernen har mange styrker, som giver virksomhederne særlige fordele i deres enkelte situation. Disse styrker kan bidrage til de værdiskabende aktiviteter igennem koncernens evne til, at udvikle produkter som kunderne efterspørger i samarbejde med kunden selv. Men der er dog også svagheder i koncernen. En af dem som både NKT Cables og Photonics Group besidder er, at de et væsentlig mindre end deres sammenlignelige konkurrenter, hvilket gør at de ikke kan være trendsættere på deres respektive markeder.

NKT koncernen står desuden overfor en række muligheder, der ikke er styret af koncernen selv, men som har potentiale til at styrke koncernen yderligere. Disse muligheder skal koncernen aktivt forsøge, at udnytte bedre end deres konkurrenter, for at omdanne dem til styrker og for at tilkæmpe sig en større del af markedet. Men der er dog også trusler, der truer NKT koncernens indtjeningspotentiale, som ligger udenfor NKTs kontrol. Mange af disse trusler drejer sig om verdens generelle konjunkturudvikling, og dermed også koncernens kunders investeringslyst, samt udbygelse og sikring af infrastrukturen og forsyningssikkerheden.

4 Regnskabsanalyse

Som den anden del af fundamentalanalysen, er det regnskabsanalysens opgave, at identificerer koncernens evne til at skabe værdi, til deres aktionærer. Desuden skal regnskabsanalysen, i sammenkobling med den strategiske analyse, danne udgangspunktet for udarbejdelsen af et budgetteret regnskab, for de kommende år, som igen skal være udgangspunktet for den egentlige værdiansættelse i opgaven. Selve regnskabsanalysen vil blive foretaget med en rentabilitetsanalyse, efterfulgt af en risikoanalyse af drifts- og finansieringsaktiviteterne. For at kunne foretage disse analyser, er der flere parametre, der skal sikres inden selve analysen kan udarbejdes. Først og fremmest skal der foretages en vurdering af NKT koncernens anvendte regnskabspraksis, for at klarlægge om regnskaberne i analyseperioden er blevet aflagt efter samme regler og metoder, som derved gør dem sammenlignelige og derved anvendelige til analyseformålet. Derefter skal der foretages en reformulering af regnskabet, for at identificerer regnskabsposter, der er fejlagtigt indregnet i regnskabet, for at kunne anvende regnskabet i selve analysen.

Til regnskabsanalysen er der blevet valgt en analyseperiode på fem år. Ved overvejelsen af analyseperioden, er den internationale finanskrisen en betydelig faktor, da den siden 2008 har påvirket verdens økonomier. Valget på den femårige analyseperiode er derfor taget, for at få et billede af udviklingen før, under og efter den finansielle krise.

4.1 Den anvendte regnskabspraksis

For at kunne anvende NKT koncernens regnskaber, er det en nødvendighed, at der er konsistens i indregningen af de enkelte regnskabsposter. Dette vil med andre ord sige, at regnskaberne skal være sammenlignelige fra år til år, som så gør det muligt, at foretage konklusioner på et korrekt grundlag.

Denne analyse af kontinuitet i den anvendte regnskabspraksis er nødvendig, fordi ændringer i regnskabspraksis vil medføre at årsregnskaberne ikke er direkte sammenlignelige.

Ved en gennemgang af NKT Holding A/S' årsrapporter i den valgte analyseperiode, fra 2005 til 2010, fremgår det af ledelsespåtegningen og af revisorpåtegningen, at NKT koncernens årsregnskab er aflagt efter de internationale finansielle rapporteringsstandarter (IFRS), der er

godkendt af EU, samt yderligere danske oplysningskrav til børsnoterede selskabers årsrapporter¹⁰⁹.

Frem til og med 2004 anvendte NKT koncernen reglerne i årsregnskabsloven, danske regnskabsvejledninger, samt de krav Københavns fondsbørs stillede til regnskabsaflæggelse for børsnoterede selskaber¹¹⁰. Denne ændring i den anvendte regnskabspraksis, medfører at regnskaberne fra 2004 og tidligere, ikke kan sammenlignes direkte med årsregnskaberne fra 2005 og frem. Denne ændring af den anvendte regnskabspraksis, har dog ingen betydning for denne opgaves regnskabsanalyse, da der kun er anvendt regnskabstal for perioden fra 2005 til 2010, til at få nøgletal for en femårig periode.

Efter ændringen i den anvendte regnskabspraksis, til at følge de internationale finansielle rapporteringsstandarter, der er godkendt af EU og de yderligere oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber, har der kun været ganske få ændringer i regnskabspraksis, som følge af implementering af nye regnskabsstandarter og fortolkningsbidrag. Disse nye regnskabsstandarter og fortolkningsbidrag har ikke haft nogen væsentlig effekt på regnskabet indregning, måling og resultat¹¹¹.

Med baggrund i ovenstående oplysninger, samt yderligere granskning af noterne til regnskaberne, er der i denne opgave ikke blevet foretaget yderligere, for at korrigere for ændringerne i den anvendte regnskabspraksis. Dette betyder, at NKT koncernens anvendte regnskabspraksis, er hensigtsmæssig i forhold til, at fortsætte analysen af regnskabet uden, at foretage korrektioner med baggrund i ændringerne. Det vil med andre ord sige, at regnskabernes kontinuerlige konsistens, er velegnet til den fortsatte analyse, og at udviklingen i de historiske nøgletal, som findes senere i opgaven, er et udtryk for udviklingen af NKT koncernen, i modsætning til et udtryk af dens anvendte regnskabsprincipper.

¹⁰⁹ NKT Holding A/S' årsrapporter 2005-2010, ledelsespåtegningen og revisionspåtegningen.

¹¹⁰ NKT Holding A/S' årsrapport 2004, side 32.

¹¹¹ NKT Holding A/S' årsrapporter 2006-2010, noter om anvendt regnskabspraksis.

4.2 Reformulering til analyseformål

Til brug for den efterfølgende rentabilitetsanalyse, skal der foretages en række opdelinger i egenkapitalopgørelsen, balancen, samt resultatopgørelsen, for at kunne foretage selve analysen. Reformuleringens opgave er, at identificerer fejlagtige klassificeringer i de officielle opgørelser, som ellers ville have ledt til fejl i den efterfølgende analyse og værdiansættelse. For at kunne foretage en senere analyse af rentabiliteten og den driftsmæssige og finansielle risiko, over den valgte analyseperiode på fem år, er det nødvendigt at foretage en reformulering af de seneste seks års regnskaber, da der i analyserne vil blive anvendt gennemsnitsværdier for enkelte poster.

4.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Formålet med at reformulerer egenkapitalopgørelsen, er at dele posterne i transaktioner med ejerne og totalindkomsten. Transaktionerne med ejerne indbefatter alle transaktioner med dem, og vil typisk omfatte udbetalinger af udbytte, tilbagekøb og salg af egne aktier, samt kapitaludvidelser.

Posterne i totalindkomsten, er transaktioner der med hjemmel i den gældende danske regnskabspraksis, kan posteres direkte i egenkapitalopgørelsen.

NKT Holding A/S har valgt, at opdele deres egenkapitalopgørelse i totalindkomst og transaktioner med ejerne. Dette betyder, at der ikke vil blive foretaget nogen reformulering af egenkapitalopgørelsen, da det ikke er nødvendigt.

I NKT Holding A/S' egenkapitalopgørelse findes der to dirty surplus poster, som skal indregnes i koncernens totalindkomst. Der er tale om valutakursregulering fra udenlandske virksomheder, og dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg. Disse poster vil blive indarbejdet i den reformuleret resultatopgørelse, for derved at opnå en clean surplus opgørelse.

NKT Holding A/S' egenkapitalopgørelse fremgår af bilag 1.

Tabel 4.1 Hovedposter fra egenkapitalopgørelsen

Mio. kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Primo saldo	2.750,1	2.734,8	2.805,6	3.282,5	3.464,7	3.739,8
Transaktioner med ejere	(517,8)	(431,7)	(218,2)	(239,3)	(10,0)	(97,9)
Totalindkomst	502,5	502,5	695,1	421,5	285,1	470,5
Ultimo saldo	2.734,8	2.805,6	3.282,5	3.464,7	3.739,8	4.112,4

4.2.2 Reformulering af balancen

Reformuleringen af balancen har til formål, at opdele balancens poster, der vedrører driftsaktiver, driftsforpligtelser, de finansielle forpligtelser, minoritetsinteresser og egenkapitalen, hver for sig. Posterne der indeholder driftsaktiver og driftsforpligtelser, er de poster der vedrører produktion og salg af koncernens produkter, mens de finansielle forpligtelser indeholder de poster, som vedrører fremskaffelsen af den nødvendige kapital til driften, samt absorbering af overskydende likviditet¹¹².

Reformuleringen af NKT Holding A/S' balance er overskuelig, da alle poster i aktiverne kan henføres til driftsaktiver, med undtagelse af selskabsskat, udskudt skat og andre investeringer. Selskabsskatten og udskudt skat vil blive indregnet som driftsforpligtelser, sammen med en række forpligtelser fra koncernens passiver, mens andre investeringer vil blive indregnet blandt finansielle forpligtelser, da posten indeholder aktier, obligationer og andre værdipapirer disponible for salg¹¹³.

De finansielle forpligtelser indeholder, udover posten andre investeringer, også lang- og kortfristet gæld til kreditinstitutter, samt et tilgodehavende fra salg af ejendomme.

Minoritetsinteresserne og egenkapitalen er ikke blevet behandlet i udarbejdelsen af den reformuleret balance, da de ikke er påvirket af reformuleringen.

NKT Holding A/S' balance fremgår af bilag 2, mens den reformulerede balance findes i bilag 3.

Tabel 4.2 Hovedposter fra den reformulerede balance

Mio. kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsaktiver	5.741,6	6.923,6	8.522,0	9.398,2	9.865,6	12.257,9
Driftsforpligtelser	1.942,1	2.066,9	2.981,2	3.475,1	3.253,5	3.736,5
Netto driftsaktiver	3.799,5	4.856,7	5.540,8	5.923,1	6.612,1	8.521,4
Netto finansielle forpligtelser	1.335,5	2.149,7	2.802,1	3.002,2	2.872,3	4.409,0
Minoritetsinteresser	63,1	18,9	36,4	37,5	21,0	7,0
Egenkapital	2.671,7	2.786,7	3.246,1	3.427,2	3.718,8	4.105,4

¹¹² Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 123.

¹¹³ NKT Holding A/S' årsrapporter 2005 - 2010, i noterne om anvendt regnskabspraksis.

4.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Formålet med at reformulerer resultatopgørelsen, er at opdele posterne efter om de vedrører finansiering eller driften. Derudover bliver de poster, der blev identificeret i egenkapitalopgørelsen som dirty surplus poster, indregnet i resultatopgørelsen, for at udarbejde en opgørelse på totalindkomstbasis.

Skatten af årets resultat er blevet allokeret ud på driftsoverskuddet, andet driftsoverskud og finansielle omkostninger på følgende måde:

Skattefordele på finansielle omkostninger fremkommer ved at multiplicerer netto finansielle omkostninger (før skat) med selskabsskatteprocenten for det enkelte år, som i årene 2005 og 2006 var 28 %, mens den for de resterende år var 25 %. Denne skattefordel fremkommer fordi koncernen kan trække dens finansielle omkostninger fra i skatteregnskabet, for derefter at allokerer dette beløb ind i driftsoverskuddet.

Dernæst beregnes skat på andet driftsoverskud, ved at multiplicerer andet driftsoverskud (før skat) med selskabsskatteprocenten.

Til slut beregnes skatten på driftsoverskuddet ved at adderer skattefordelen fra de finansielle omkostninger med den rapporterede skatteomkostning, for derefter at subtraher skatten fra andet driftsoverskud.

NKT Holding A/S' resultatopgørelse er at finde i bilag 4, mens bilag 5 indeholder den reformuleret resultatopgørelse.

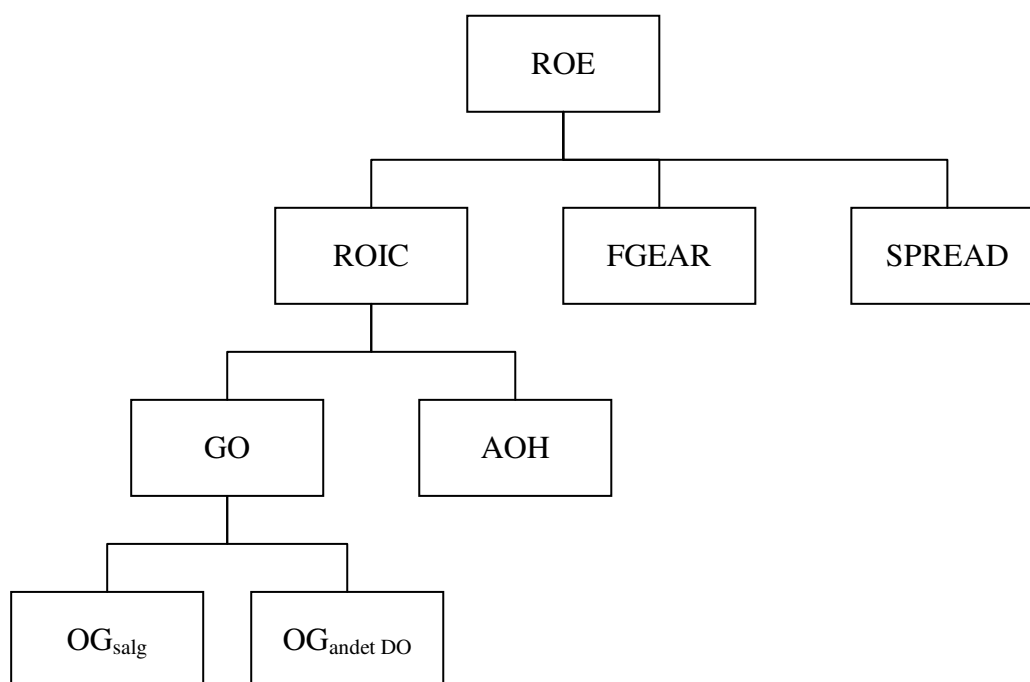
Tabel 4.3 Hovedtal fra den reformulerede resultatopgørelse

Mio. kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsaktiver i alt	5.741,6	6.923,6	8.522,0	9.398,2	9.865,6	12.257,9
Driftsforpligtelser i alt	1.942,1	2.066,9	2.981,2	3.475,1	3.253,5	3.736,5
Netto driftsaktiver	3.799,5	4.856,7	5.540,8	5.923,1	6.612,1	8.521,4
Finansielle aktiver	135,4	49,3	253,5	271,9	-	-
Finansielle forpligtelser	1.200,1	2.100,4	2.548,6	2.730,3	2.872,3	4.409,0
Netto finansielle forpligtelser	1.335,5	2.149,7	2.802,1	3.002,2	2.872,3	4.409,0
Minoritetsinteresser	63,1	18,9	36,4	37,5	21,0	7,0
Moderselskabets egenkapital	2.671,7	2.786,7	3.246,1	3.427,2	3.718,8	4.105,4
Samlet egenkapital	2.734,8	2.805,6	3.282,5	3.464,7	3.739,8	4.112,4

4.3 Rentabilitetsanalyse

Dette afsnits formål er, at klarlægge NKT koncernens evne til, at forrente egenkapitalen, hvilket er en vigtig bestanddel i den senere budgettering for koncernen. Analysen er opbygget efter den udvidede DuPont model, som ses i figur 4.1, og har til formål, at dekomponer rentabiliteten i dens enkeltdele. Udgangspunktet er egenkapitalforrentningen (ROE), der bliver opløst i dens bestanddele, afkast på nettodriftsaktiver (ROIC) og finansiell gearing (FGEAR og SPREAD). Afkastet på nettodriftsaktiverne vil derefter blive opløst i dens komponenter, for at undersøge de bagvedliggende drivere, for at finde kilden til værdiskabelsen i NKT koncernen. Nøgletallene vil blive beregnet over en periode på fem år, fra 2006 til 2010, for at kunne følge nøgletallenes udvikling over perioden.

Figur 4.1 Rentabilitetsanalysens struktur



Kilde: Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 173.

4.3.1 Egenkapitalforrentning (ROE)

Egenkapitalforrentningen er rentabilitetsanalysens grundsten, hvori analysens øvrige nøgletal bliver samlet og derfor får sammenhæng. Egenkapitalforrentningen er desuden et mål for, hvor godt den investerede kapital forrentes og altså hvor effektiv koncernen er til at skabe værdi.

Som det ses i figur 4.1 ovenfor, er egenkapitalforrentningen sammensat af tre komponenter, der selv er nøgletal, og som hver især bidrager til egenkapitalforrentningen. Disse komponenter er afkastet på nettodriftsaktiverne (ROIC), den finansielle gearing (FGEAR), samt forskellen mellem afkastet på nettodriftsaktiverne og netto finansielle omkostninger i procent (ROIC – r = SPREAD).

Egenkapitalforrentningen er beregnet ved at adderer ROIC med produktet af FGEAR og SPREAD:

$$ROE = ROIC + FGEAR \cdot SPREAD$$

Afkastet på nettodriftsaktiverne (ROIC) er beregnet ved at dividerer årets driftsoverskud, med årets gennemsnitlige afkast fra netto driftsaktiverne:

$$ROIC = \frac{DO}{\text{gns. NDA}}$$

Den finansielle gearings (FGEAR) findes ved at dividerer de gennemsnitlige nettofinansielle forpligtelser med den gennemsnitlige egenkapital.:

$$FGEAR = \frac{\text{gns. NFF}}{\text{gns. EK}}$$

De netto finansielle omkostninger i procent (r) beregnes ved at dividerer koncernens nettofinansielle omkostninger med årets gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser:

$$r = \frac{NFO}{\text{gns. NFF}}$$

Til sidst beregnes forskellen mellem afkastet på nettodriftsaktiverne og de nettofinansielle omkostninger i procent (SPREAD), ved at subtraher ROIC med r:

$$SPREAD = ROIC - r$$

Udviklingen i disse nøgletal er vist på næste side i tabel 4.4. I bilag 7 er egenkapitalforrentningen, afkastet på nettodriftsaktiverne, de netto finansielle omkostninger i procent, samt forskellen mellem afkastet på nettodriftsaktiverne og de netto finansielle omkostninger i procent illustreret grafisk, med deres værdier svarende til den venstre akse. FGEAR ses desuden på grafen, men dens værdier svare til den højre akse. Denne deling er blevet udført fordi FGEAR' talværdier er meget større end de øvrige nøgletals og derfor ikke ville kunne sammenlignes grafisk.

Tabel 4.4 Dekomponering af egenkapitalforrentningen

	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	19,07 %	25,20 %	13,56 %	7,05 %	12,42 %
ROIC	12,49 %	15,87 %	9,99 %	5,33 %	7,76 %
FGEAR	0,63	0,81	0,86	0,82	0,93
r	2,02 %	4,39 %	5,84 %	3,22 %	2,73 %
SPREAD	10,47 %	11,48 %	4,15 %	2,11 %	5,03 %

NKT koncernen oplever et stort udsving i egenkapitalforrentningen, hvor den bliver reduceret fra 25,20 % i 2007 til 7,05 % i 2009. Dette fald i ROE skyldes primært, at ROIC også bliver reduceret i perioden fra 15,87 % til 5,33 %.

FGEAR er igennem perioden generelt stigende, hvilket er udtryk for en svag stigning i risikoen på rente- og afdragsforpligtelser, der er forbundet med investeringerne, men FGEAR's andel af ROE bliver påvirket af SPREAD, da disse to skal multipliceres. Dette betyder at den svage stigning i FGEAR ikke træder så stærkt igennem, da udsvingene i SPREAD er mere udtalte. SPREAD bliver da også reduceret fra 11,48 % i 2007 til 2,11 % i 2009, mens FGEAR går fra 0,81 i 2007 til 0,86 i 2008, for at blive reduceret til 0,82 i 2009. Dette betyder at SPREAD vægter tungere i udsvingene, hvilket igen hovedsageligt kan henføres til udviklingen i ROIC, da SPREAD er sammensat af ROIC og r og fordi r ikke udgør så stor andel af SPREAD som ROIC. Udviklingen i r er med til, at reducerer SPREAD, da r skal subtraheres fra ROIC for at give SPREAD. Dette betyder at den stigning som NKT koncernen oplever i r er med til at forstærke faldet i ROIC og dermed SPREAD.

4.3.2 Afkasts graden fra driftsaktiverne (ROIC)

Som det ses i figur 4.1 ovenfor, er afkastet på nettodriftsaktiverne (ROIC) sammensat af to komponenter, overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Afkastet på nettodriftsaktiverne fremkommer, ved at multiplicerer overskudsgraden med aktivernes omsætningshastighed:

$$\text{ROIC} = \text{OG} \cdot \text{AOH}$$

Men overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed er også nøgletal, som beregnes ud fra den reformulerede balance og resultatopgørelse og ser således ud:

$$OG = \frac{DO}{\text{nettoomsætning}} \quad AOH = \frac{\text{nettoomsætning}}{\text{gns. NDA}}$$

Dette kombineres i afkastet på nettodriftsaktiverne for at få følgende formel:

$$ROIC = \frac{DO}{\text{nettoomsætning}} \cdot \frac{\text{nettoomsætning}}{\text{gns. NDA}} \Leftrightarrow ROIC = \frac{DO}{\text{gns. NDA}}$$

Overskudsgarden er et nøgletal, der måler driftsresultatet for hver kroners salg, samt forholdet mellem omkostninger og indtægter, og viser i bund og grund virksomhedens evne til, at generer overskud i forhold til nettoomsætningen.

Aktivernes omsætningshastighed er et nøgletal, som måler omsætningen i forhold til hvad virksomheden har investeret i netto driftsaktiverne. Dette betyder at nøgletallet måler virksomhedens evne til at generer salg i forhold til, hvad virksomheden har investeret i dens nettodriftsaktiver. Hvis den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed anvendes som nøgletal, vil det måle hvor meget der er investeret i nettodriftsaktiverne, for at skabe én kroners salg.

Udviklingen i disse nøgletal er vist i nedenfor i tabel 4.5. I bilag 8 er afkastet på nettodriftsaktiverne og overskudsgraden illustreret grafisk, med deres værdi svarende til den venstre akse, mens aktivernes omsætningshastighed er afbilledet med den højre akse værdier. Denne opdeling skyldes aktivernes omsætningshastigheds talværdi er større end de øvrige nøgletals og derfor ikke ville kunne sammenlignes grafisk.

Tabel 4.5 Dekomponering af afkastet på nettodriftsaktiverne

	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC	12,49 %	15,87 %	9,99 %	5,33 %	7,76 %
OG	5,00 %	6,10 %	4,14 %	2,86 %	4,06 %
AOH	2,50	2,60	2,41	1,86	1,91
1/AOH	0,40	0,38	0,41	0,54	0,52

Ud fra overstående tabel og grafen i bilag 8 kan det ses, at overskudsgraden bliver reduceret kraftigt over perioden fra 6,10 % i 2007, til 2,86 % i 2009. Dette betyder at NKT koncernens evne til, at generer overskud i forhold til nettoomsætningen har været stærkt påvirket i 2008 og

2009. Dette skyldes at koncernens samlede driftsoverskud faldt fra 824,8 mio. kr. i 2007 til 572,6 mio. kr. i 2008, mens nettoomsætningen steg fra 13,5 mia. kr. til 13,8 mia. kr.. Udviklingen i det samlede driftsoverskud fortsatte med, at falde til 334,0 mio. kr. i 2009, mens nettoomsætningen så i dette år også faldt til 11,6 mia. kr. Disse fald svare til, at driftsoverskuddet er faldet med 59,5 %, mens nettoomsætningen faldt med 13,6 % over den toårige periode fra 2007 til 2009. Årsagen til dette kraftige fald, som generelt er effekten af finanskrisen, der raserede i 2009. Mere specifikt påvirkede finanskrisen NKT koncernen igennem metalpriserne og på valutakurserne, der tilsammen i 2009 reducerede omsætningen med 6 %¹¹⁴.

Udviklingen i aktivernes omsætningshastighed (AOH), er som det ses i tabel 4.5 og på grafen i bilag 8 faldende midt i den undersøgte periode, hvilket betyder, at NKT koncernen binder mere kapital i nettodriftsaktiverne, for at generer samme mængde nettoomsætning. Udviklingen i nettoomsætningen, som er gennemgået ovenfor viser ellers, at koncernen har oplevet en generel fremgang på denne post i regnskabet. Forklaringen på, at aktivernes omsætningshastighed er faldet må da findes ved, at NKT koncernen har opbygget større gennemsnitlig nettodriftsaktiver. Dette er da også tilfældet, da de gennemsnitlige netto driftsaktiver er steget fra 4,3 mia. kr. i 2006 til 7,6 mia. kr. i 2010, hvilket svare til en stigning på 74,8 %, mens stigningen i nettoomsætningen over hele perioden kun er steget fra 8,8 mia. kr. i 2006 til 14,5 mia. kr. i 2010, hvilket svare til en stigning på 33,6 %. Denne forskel i udviklingen af aktivernes omsætningshastighed enkeltdele, er grunden til, at nøgletallet er faldende og giver resultatet, som ses på grafen i bilag 8 og i tabellen ovenfor.

4.3.3 Overskudsgraden (OG)

Som det ses i figur 4.1, er overskudsgraden sammensat af to underliggende nøgletal. Disse to nøgletal er overskudsgraden fra salgsaktiviteterne (OG_{salg}), og overskudsgraden fra andet driftsoverskud ($OG_{\text{andet DO}}$). Disse to nøgletals sum, giver den samlede overskudsgrad (OG), som det kan ses ud fra nedenstående formel, og kan berette om hvor virksomhedens overskudsgrad stammer fra.

$$OG = OG_{\text{salg}} + OG_{\text{andet DO}}$$

¹¹⁴ NKT Holding A/S' årsrapport 2009, side 36.

Overskudsgraden fra salgsaktiviteterne beregnes ved, at dividerer driftsoverskuddet fra salg med nettoomsætningen:

$$OG_{\text{salg}} = \frac{DO_{\text{salg}}}{\text{nettoomsætning}}$$

Mens overskudsgraden fra andet driftsoverskud beregnes ved, at dividerer andet driftsoverskud med nettoomsætningen:

$$OG_{\text{andet DO}} = \frac{\text{andet DO}}{\text{nettoomsætning}}$$

På denne måde måles driftsresultatet for hver krone salg, som stammer fra driftsoverskuddet fra salg og fra andet driftsoverskud. Udviklingen i overskudsgraden kan ses i tabel 4.6 nedenfor, og på grafen i bilag 9

Tabel 4.6 Dekomponering af overskudsgraden

	2006	2007	2008	2009	2010
OG	5,00 %	6,10 %	4,14 %	2,86 %	4,06 %
OGsalg	4,92 %	4,62 %	1,95 %	1,00 %	1,73 %
OGandet DO	0,08 %	1,48 %	2,20 %	1,86 %	2,34 %

Som det kan ses i ovenstående tabel starter overskudsgraden fra andet driftsoverskud med, at være 0,08 %, hvilket er meget lavt i forhold til resten af perioden. Denne lave værdi af nøgletallet skyldes, at posten andet driftsoverskud efter skat i den reformulerede resultatopgørelse, er mindsket af én engangspostering i regnskabet. Der er tale om posten regulering af goodwill ved forøgelse af skatteaktiv, som reducerer posten andet driftsoverskud med 141,5 mio. kr. Dette beløb forekommer i resultatopgørelsen, fordi NKT koncernen tilkøbte et skatteaktiv i 2004 sammen med virksomheden ALTO, og fordi sådan et skatteaktiv skal indtægtsføres under skat i resultatopgørelsen, når det kan udnyttes, jf. IFRS 3. Samtidig er den oprindelige goodwill reduceret med et tilsvarende beløb¹¹⁵. Havde det ikke været for denne engangspostering ville overskudsgraden fra andet driftsoverskud have været på 1,39 % i 2006, hvilket ville have været mere i overensstemmelse med overskudsgraden fra andet driftsoverskud for resten af den analyserede periode, som er på mellem 1,48 % og 2,34 %.

¹¹⁵ NKT Holding A/S' årsrapport 2006, note 11 og 13 side 63 og 66.

Udsvingene i overskudsgraden fra salget er derimod noget større. Fra 2007 til 2008 falder overskudsgraden fra salget fra 4,62 % til 1,95 %. Dette betyder at NKT koncernens genereret overskud i forhold til dens nettoomsætning er faldet kraftigt. Dette kraftige fald opstår ved at driftsoverskuddet fra salget efter skat er faldet fra 624,7 mio. kr. i 2007 til 269,0 mio. kr. i 2008, hvilket svare til et fald på 56,9 %. I de samme år stiger nettoomsætningen fra 13,5 til 13,8 mia. kr., hvilket kun svare til en stigning på 2,2 % og forstærker derfor faldet i overskudsgraden fra salget yderligere.

Udvikling fortsatte i 2009, hvor overskudsgraden fra salget faldt yderligere til 1 %. Igen er driftsoverskuddet fra salget efter skat årsag til faldet, fordi den i sammenligning med året før bliver mere end halveret til 116,3 mio. kr.. Men nettoomsætningen faldt også i 2009 til 11,7 mia. kr., hvilket dog ikke var nok til at få overskudsgraden fra salget til at blive konstant i forhold til året før.

I 2010 stiger både overskudsgraden fra salget og fra andet driftsoverskud, fordi driftsoverskuddet fra salget og andet driftsoverskud stiger procentvist mere end nettoomsætningen. Denne stigning kan selvfølgelig også ses i den samlede overskudsgrad, men også i afkastet fra nettodriftsaktiverne (ROIC) og i sidste ende i egenkapitalforrentningen (ROE).

4.3.4 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed kan opdeles i forskellige underliggende nøgletal, som summeret udgøre aktivernes omsætningshastighed. Disse nøgletal kan opdeles efter de enkelte driftsaktiver og driftsforpligtelser, for at illustrere de enkelte balancetals effekt på aktivernes omsætningshastighed. I denne opgave, er der ikke valgt at opdele aktivernes omsætningshastighed i alle dens bestanddele, men derimod i hhv. arbejdskapitalen og anlægskapitalen. Arbejdskapitalen består af summen af omsætningsaktiverne, og de kortsigtede finansielle forpligtelser, fratrukket de finansielle omsætningsaktiver, og kortfristede driftsforpligtelser, mens anlægskapitalen ikke indeholder finansielle poster. Til denne analyse anvendes den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed, da den beskriver hvor meget der skal bindes i nettodriftsaktiverne, for at generere en krones salg, og fordi dette nøgletal anvendes i budgetteringsafsnittet. Udviklingen i aktivernes omsætningshastighed kan ses i tabellen på næste side, og den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed, sammen med dens bestanddele, er afbilledet på grafen i bilag 10:

Tabel 4.7 Dekomponering af aktivernes omsætningshastighed

	2006	2007	2008	2009	2010
AOH	2,50	2,60	2,41	1,86	1,91
1/AOH	0,40	0,38	0,41	0,54	0,52
Arbejdskapital / salg	0,23	0,20	0,15	0,15	0,16
Anlægskapital / salg	0,17	0,18	0,26	0,38	0,37

Som det ses, er driveren for arbejdskapitalens driftsaktiver generelt faldende igennem analyseperioden, dette er et udtryk, for at koncernen binder stadig mindre i arbejdskapitalen, for at generer en krones salg, hvilket betyder at koncernen benytter arbejdskapitalen mere effektivt. Derimod er driveren for anlægskapitalen steget kraftigt igennem analyseperioden, og er derved årsagen til, at aktivernes omsætningshastighed er faldet. Denne stigning i driveren er et udslag af, at koncernen har øget posterne for grunde og bygninger, samt produktionsanlæg og maskiner, igennem opkøb af virksomheder og etableringer af nye fabrikker. Posten for grunde og bygninger er blevet forøget med over 1 mia. kr. fra 302 mio. kr. i 2005 til 1.344 mio. kr. i 2010. Posten for produktionsanlæg og maskiner er også forøget med over 1 mia. kr. fra 199 mio. kr. i 2005 til 1.216 mio. kr. i 2010. Disse to poster tilsammen er alene fra 2009 til 2010 blevet forøget med 1.071 mio. kr. Disse forøgelser skyldes hovedsageligt akkvisitioner, men også etableringen af kabelfabrikken i Køln, som stod færdig i 2010, og var klar til at producere. Ibrugtagningen af fabrikken i Køln havde ikke videre effekt på omsætningen, da det var en udfordring, som domineret 2010. Opstarten har desuden skabt udfordringer med levering af et enkelt projekt, der har medført en påvirkning af omsætningen i negativ retning på 200 mio. kr.¹¹⁶ Men NKT forventer, at produktiviteten vil stige på fabrikken i 2011, så den vil bidrage væsentligt til omsætningen.

4.4 Analyse af risiko

Ved værdiansættelse af en virksomhed, er det en væsentlig del, at kende til de bagvedliggende risici. Risikoen på virksomhedens samlede investeringer influerer ejernes afkastkrav, hvilket betyder at højere risici medfører krav om større afkast. I denne analyse vil der blive fokuseret på variabilitetsrisikoen, hvilket betyder at fokus ligger på sandsynligheden, for at NKT koncernens

¹¹⁶ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 7.

fremtidige indtjening bliver som forventet. Denne risiko er investorernes samlede risiko og er sammensat af risikoen fra driften og risikoen fra de finansielle aktiviteter. Disse to underliggende risikokomponenter vil blive gennemgået hver for sig i de følgende afsnit.

4.4.1 Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko findes i spredningen på afkastet på nettodriftsaktiverne (ROIC), men denne spredning er igen drevet af spredningen på overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed¹¹⁷. Opgaven for denne analyse er, at vurdere hvad der vil ske med NKT koncernens indtjening, ved en ændring i omsætningen. Det vil med andre ord sige, hvordan tilpasser NKT koncernen sig omkostningerne i forhold til driften.

Spredningen på overskudsgraden, eller risikoen fra overskudsgraden er risikoen, for at overskudsgraden ændres, mens salget forbliver på samme niveau. Det vil med andre ord sige risiko for ændringer i omkostningerne ved produktionen i form af ændrede råvarepriser og lønomkostninger. For at holde risikoen fra overskudsgraden stabil, kræver det, at virksomheden er i stand til at tilpasse dens aktiviteter, så den samme overskudsgrad kan holdes med forskellige niveauer for salgsaktiviteten. Dette gør at virksomheder med forholdsvis store faste udgifter, er mere følsomme overfor ændringer i salget, fordi de faste omkostninger, er vanskeligere at tilpasse over kortere tid.

NKT koncernen, har igennem den analyserede periode oplevet en generel stigning i omsætningen, som beskrevet ovenfor. Koncernen har i samme periode haft generelle stigninger i personaleomkostningerne, omkostningerne til råvare, hjælpemidler og handelsvare, samt andre omkostninger¹¹⁸. Igennem analyseperioden har disse poster dog ikke udviklet sig lige meget, hvilket klart er illustreret i common size analysen af resultatopgørelsen, der findes i bilag 6. Her ses det at omkostningerne til råvare, hjælpemidler og handelsvare er gået fra, at udgøre 57 % til 67 % af omsætningen, hvilket er en følge af udviklingen i råvarepriserne, som er beskrevet i den strategiske analyse. NKT koncernen har oplevet en helt anden udvikling i

¹¹⁷ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 199.

¹¹⁸ Andre omkostninger indeholder eksterne omkostninger ved produktion, salg og administration, samt forskning og udvikling, foruden tab ved afhændelse af immaterielle og materielle aktiver, samt nedskrivning af tilgodehavender fra salg.

personaleomkostningerne, der selvom de er blevet større år efter år, optager en stadig mindre andel af den samlede omsætning. I 2005 udgjorde personaleomkostningerne 23 % i forhold til nettoomsætningen, mens dette var blevet reduceret til 18 % i 2010. Dette fald betyder, at NKT koncernen er blevet bedre til at genererer omsætning i forhold til de ressourcer, der bliver tilført personalet. Med andre ord betyder det, at koncernens medarbejdere er i stand til at generer et større overskud i slutningen af den analyseret periode, end i starten, i forhold til de ressourcer der er blevet tilført. Dette er et resultat af de effektiviseringsprojekter, der blev sat i værk igennem strategiplanen "Building Power", og havde til opgave at effektiviserer produktionen og logistik¹¹⁹. Udviklingen i posten andre omkostninger har været stigende over hele perioden, men udviklingen her har fulgt udviklingen i omsætningen meget tæt, hvilket betyder at posten udgøre mellem 13 % og 16 % af omsætningen. Dette medfører at posten med andre omkostninger ikke bidrager til udviklingen i overskudsgraden, men at udviklingen skal findes i ændringerne i posten for omkostninger til råvare, hjælpemidler og handelsvare, samt personaleomkostninger. Dette vil sige, at den største risiko for NKT koncernens overskudsgrad, er at finde i omkostninger til råvare, hjælpemidler og handelsvare, med fokus på de stigende råvarepriser.

Spredningen på aktivernes omsætningshastighed, eller risikoen fra aktivernes omsætningshastighed, er risikoen, for at omsætningshastigheden ændres. Særligt tænkes der på, hvis nettoomsætningen falder som følge af et fald i priser eller afsatte mængder. Risikoen består desuden i risikoen for ændringer i aktivernes omsætningshastighed, hvis konkurrenter får tilkæmpet sig en del af virksomhedens markedsandel, eller svigtende efterspørgsel fra virksomhedens kunder¹²⁰.

NKT koncernen er følsomme overfor væsentlige ændringer i efterspørgslen på nogle af deres produkter, mens andre produkter er mere følsomme overfor udsving i priserne. Dette skyldes koncernens særegne eksistens som et industri konglomerat, der har spredt sig over mange forretningsområder, som hver især afsætter til forskellige kundesegmenter.

For afsætningen af kabler fra NKT Cables, som i 2010 udgjorde 8,52 mia. kr. af koncernens samlede omsætning på 14,45 mia. kr., findes ikke særlig store risiko, da efterspørgslen efter disse

¹¹⁹ NKT Holding A/S Building Power Strategi 2008 – 2012, side 15.

¹²⁰ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 199.

produkter følger aktiviteten på de enkelte kundesegmenters område. I 2010 var 38 % af NKT Cables omsætning på markedet for elskaber¹²¹, som køber produkter til vedligeholdelse og udvidelse af det eksisterende elnet. Dette salg er drevet af forbruget af el, som er stadig stigende på markederne, hvor NKT Cables afsætter deres produkter på, og forventes ikke at aftage i fremtiden. Dette betyder, at risikoen for efterspørgslen ændre sig er meget lille. Samtidig er risikoen lille, for at den producerede mængde også falder, fordi den øgede efterspørgsel kombineret med de væsentlige adgangsbarrierer, som nævnt ovenover i den strategiske analyse, vil medføre et øget salg i de kommende år. Den væsentligste risiko må da være at priserne på metallerne, der indgår i fremstillingen af kablerne. NKT Cables søger at afdække denne risiko ved prisstigninger igennem kontrakterne med deres kunder.

27 % af NKT Cables omsætning blev i 2010 afsat til el grossister¹²², som igen afsætter til entreprenører, byggemarkeder og lignende. De produkter dette kundesegment aftager er relativt standardiseret produkter, der er produceret i en forholdsvis lavteknologisk produktion. Samtidig er aktiviteten på dette marked afhængig af aktiviteten indenfor byggebranchen, som i de senere år har oplevet en nedgang. Alt dette betyder, at der er en risiko ved at konkurrenter lettere kan tilkæmpe sig NKT Cables markedsandele, og at der er en risiko for ændret efterspørgsel på grund af ændringen af aktiviteten i byggebranchen.

Nilfisk-Advanced stod i 2010 for 5,75 mia. kr. af koncernens samlede omsætning på 14,45 mia. kr., hvoraf 50 % blev afsat til det kommercielle marked, mens 38 % blev afsat til det industrielle marked¹²³. Begge disse markedssegmenter er karakteriseret ved, at man ser på anskaffelsen af rengøringsmaskiner som en anlægsinvestering, der ikke er blandt de vigtigste, hvilket betyder at Nilfisk-Advanced's kunder udskyder købet af rengøringsmaskiner når der er nedgangstider. Dette medfører, at Nilfisk-Advanced oplever en betydelig risiko igennem efterspørgslen af deres produkter, hvilket betyder et lavere antal produceret antal produkter med medfølgende lavere omsætning.

Photonics Group havde i 2010 en omsætning på 185 mio. kr., som udgør ca. 1,3 % af hele NKT koncernens samlede omsætning på 14,45 mia. kr.¹²⁴. Derfor vil et fald i mængder eller priser,

¹²¹ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 8.

¹²² NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 8.

¹²³ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 11.

¹²⁴ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 14.

samt tab af markedsandele til konkurrenter, eller faldende efterspørgsel ikke have nogen væsentlig betydning for NKT koncernens samlede risiko fra aktivernes omsætningshastighed, men kun for Photonics Group alene.

4.4.2 Finansiell risiko

Den finansielle risiko bestemmes ud fra spredningen på forskellen mellem afkastet på nettodriftsaktiverne og de nettofinansielle omkostninger i procent (SPREAD). Dette betyder, at den finansielle risiko til dels er drevet af den driftsmæssige risiko, for når ROIC ændres betyder det, at SPREAD også forskydes. Men i og med at SPREAD også indeholder en finansiell komponent, betyder det, at der er tale om en risiko fra den finansielle gearing, samt fra de effektive netto finansielle omkostninger, når der vurderes på den finansielle risiko. Desuden bidrager den finansielle gearing også til den finansielle risiko ved, at være et indeks for fremmed finansieringen¹²⁵.

Den finansielle gearing er steget igennem den analyseret periode, hvilket er et udslag af, at NKT koncernen har gennemgået en stigning i fremmedfinansieringen. Derudover har SPREAD været positivt igennem analyseperioden, hvilket betyder at koncernens finansielle gearing har været med til, at forbedre egenkapitalforrentningen.

Udviklingen i ROIC har dog været årsagen til, at effekten fra den finansielle gearing ikke har været så stor i 2008 og 2009, da den nærmede sig de netto finansielle omkostninger i procent (r). Dette fald medførte at SPREAD blev reduceret til 2,11 %. Dette betyder, at den finansielle gearings bidrag til egenkapitalforrentningen blev markant reduceret i disse to år.

Udsvingene i de netto finansielle omkostninger i procent, har ikke været så betydelige som dem i ROIC, hvilket betyder at det må vurderes, at NKT koncernen er mere neutral overfor den finansielle risiko, end overfor den driftsmæssige risiko.

4.5 Opsummering af regnskabsanalysen

Regnskabsanalysens udgangspunkt har været egenkapitalforrentningen, da alle de underliggende nøgletal bliver samlet i denne. Den historiske udvikling af egenkapitalforrentningen er forårsaget

¹²⁵ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 201.

af afkastet fra nettodriftsaktiverne kombineret med den finansielle gearing, men den primære udvikling i nøgletallet må tilskrives afkastet fra nettodriftsaktiverne. Når afkastet på nettodriftsaktiverne bliver dekomponeret i dens bestanddele, aktivernes omsætningshastighed og overskudsgraden, kan det ses, at bevægelserne i afkastet fra nettodriftsaktiverne er afledt af overskudsgraden og forstærket af aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden er så igen hovedsageligt styret af udsvingene i overskudsgraden fra salget, men dog løftet en anelse af overskudsgraden fra andet driftsoverskud i sidste halvdel af den undersøgte periode.

Den finansielle gearings andel af egenkapitalforrentningen er ikke så udtalt, da forskellen mellem afkastet fra nettodriftsaktiverne og de netto finansielle omkostninger i procent (SPREAD) falder betydeligt igennem analyseperioden. Dette skyldes primært udviklingen i afkastet fra nettodriftsaktiverne, da de netto finansielle omkostninger i procent forbliver i lejet fra 2 % til 6 %. Faldet i afkastet fra nettodriftsaktiverne gør, at SPREAD bliver reduceret til mindre end halvdelen over analyseperioden. Da den finansielle gearing er sammensat af produktet mellem FGEAR og SPREAD, betyder det at den finansielle gearing bliver reduceret til mindre end hvad SPREAD er alene, fordi FGEAR på intet tidspunkt er over én. Med andre ord er udviklingen i egenkapitalforrentningen primært styret af udviklingen i afkastet fra nettodriftsaktiverne.

Udviklingen i nøgletallene, viser tydeligt en kraftig nedgang i 2008 og 2009, som må tilskrives finanskrisens effekt på NKT koncernen, og viser en kraftig tilbagegang for overskudsgraden, der igen påvirker afkastet på nettodriftsaktiverne, som i sidste ende reducerer egenkapitalforrentningen. Da krisen løsnede sit greb på verdensøkonomien, ses det igen tydeligt på NKT koncernens nøgletal, med stigninger i overskudsgraden, afkastet på nettodriftsaktiverne og egenkapitalforrentningen.

Analysen af koncernens risiko viser, at NKT er mest udsat overfor den driftsmæssige risiko, mens den finansielle risiko ikke påvirker koncernen væsentligt. Den driftsmæssige risiko er koncernen mest følsom overfor, fordi NKT Cables er meget følsomme overfor udviklingen i priserne på råvare, i særdeleshed på metalpriserne. Det er da også på posten for råvare, hjælpemidler og handelsvare, at koncernen oplever ubalance, i form af postens øgede andel af nettoomsætningen. Samtidig oplever Nilfisk-Advanced er risiko igennem kundernes

efterspørgsel, men denne risiko syntes ikke at være videre udtalt i regnskabet, hvilket skyldes at vareforbruget følger efterspørgslen og at risikoen derfor må vise sig igennem personaleomkostningerne. Dette er dog ikke tilfældet, da forbruget på posten for personaleomkostninger er blevet mere effektivt og dermed er blevet en mindre andel af koncernens nettoomsætning. Dette må betyde at koncernen har været i stand til, at tilpasse omkostningerne til udviklingen i omsætningen.

Ud fra dette må det vurderes at den samlede risiko for NKT Holding A/S er over middel, da NKT Cables er meget følsomme overfor udviklingen priserne på råvare, og fordi både NKT Cables og Nilfisk-Advanced er følsomme overfor udviklingen i efterspørgslen af deres produkter.

5 Budgettering

Dette afsnit har til formål, at agere bindeled mellem fundamentalanalysens bestanddel og selve værdiansættelsen. Dette vil blive gjort, ved at samle informationerne fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen, og anvende dem til, at lægge et budget for NKT koncernen. Mere specifikt vil der blive taget højde for de mest betydelige værdidrivere, der er blevet identificeret igennem den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Der vil desuden blive set nærmere på delårsregnskaberne for 2011, samt koncernens egne forventninger til fremtiden. I bund og grund er det proformaregnskabet opgave, at illustrerer NKT koncernens fremtidige økonomiske formåen, for til sidst at danne grundlag for værdiansættelsen af koncernen.

5.1 Budgetperiodens længde

Fastlæggelsen af budgetperiodens længde, er afhængig af med hvor stor sikkerhed, man vil udtale sig med. Dette vil sige, at budgetperiodens længde, er afhængig af sandsynligheden for den skitserede fremtid, som budgettet opstiller. Generelt skal budgetperioden vise virksomhedens udvikling, frem til et tidspunkt, hvor der opnår et ”steady rate”. I dette steady rate kommer virksomheden ind i en periode, hvor det anslås, at den kan opnå en konstant vækstrate. Budgettet opstilles derfor i en specifik budgetperiode, hvori det er muligt, at udarbejde et proforma regnskab, og derefter i en terminalperiode, hvor budgettets enkelte poster, forventes at udvikle sig med en konstant vækstrate, der i princippet fortsætter ud i det uendelige.

Budgetperioden er sat til fem år, hvor udgangspunktet er i årsregnskabet fra 31. december 2010, så budgetperioden løber fra 1. januar 2011 og frem til 31. december 2015. Valget af denne budgetperiode bygger på overvejelserne af de forbundne usikkerhed, ved at vælge en kortere periode. Ulemperne ved at vælge en længere periode, er at usikkerheden i budgettet og den efterfølgende værdiansættelse vil stige markant, mens en kortere periode vil betyde, at terminalperiodens værdi i den samlede værdiansættelse, vil blive for stor.

5.2 Budgettering af omsætningen

NKT koncernens omsætning er sammensat af de tre forretningsområder, der er fuldt ejet af NKT Holding A/S. Det vil sige, at omsætningen ikke indbefatter omsætningen fra joint ventures og associerede virksomheder. Omsætningen er derfor sammensat af omsætningen fra NKT Cables, Nilfisk-Advanced og Photonics Group.

NKT Holding fremsatte en række forventninger til omsætningen i 2011 i deres årsrapport fra 2010, og disse forventninger er at omsætningsvæksten skal ligge omkring 5 %. I

delårsrapporterne for 2011's kvartaler, bibeholder NKT koncernen forventningerne til året¹²⁶.

Samlet set forventer NKT, at væksten i omsætningen stiger med 7 % til 8 % om året i den nuværende strategiperiode hvilket betyder, at omsætningen kommer til at ligge omkring 20 mia. kr. i 2015¹²⁷. Omsætningsvæksten vil ikke være den samme indenfor koncernens selskaber, hvilket betyder at omsætningsvæksten vil blive gennemgået, for hvert selskab nedenfor.

5.2.1 NKT Cables

NKT Cables' position på det europæiske marked, er under pres fra deres konkurrenter i lavspændingssegmentet, pga. den ringe aktivitet i økonomien. Højspændingsaktiviteten er dog drevet af en fortsat aktivitet, fordi landene i EU har opsat mål for en mere bæredygtig energiproduktion, og fordi det etablerede elnet skal renoveres og udbygges pga. fortsat øgede forbrug.

Udenfor Europa har væksten været størst i Kina, men da det kinesiske jernbaneministerium udskød 80 % af de planlagte jernbaneprojekter, må det betyde, at omsætningsvæksten fra dette marked bliver reduceret.

Ud fra dette må det forventes, at omsætningsvæksten kommer til at ligge på 5 % i 2011, hvilket også er NKT koncernens egne forventninger. For de kommende år må det dog forventes at omsætningsvæksten vil stige, fordi kineserne igen vil øge deres aktivitet, og fordi den nye fabrik i Køln må forventes at komme til at producerer mere, når indkørselsperioden er overstået. Derfor forventes det, at omsætningsvæksten over den femårige periode, vil stige til 8 %.

¹²⁶ NKT Holding A/S' delårsrapport for andet kvartal 2011, side 6.

¹²⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 23.

5.2.2 Nilfisk-Advanced

Nilfisk-Advanced's position som en af markedslederne, på det globale marked, må vurderes som stærkt, hvilket er i kraft af at virksomheden har ført en aktiv konsolideringsstrategi, for at etablerer produktion, salg og servicering på nye markeder. Denne konsolidering har betydet, at Nilfisk-Advanced har cementeret deres markedsposition som én blandt de fem største, men for at bryde igennem på nye markeder med vækstpotentiale, er det nødvendigt at fortsætte denne strategi. Aktiviteten på markedet for professionelle rengøringsmaskiner, er kraftigt påvirket af konjunkturens udvikling, hvilket går ud over omsætningen i branchen. Økonomer verden over frygter, at vi står overfor en ny finanskrisen, der vil påvirke vores samfund i samme grad som vi oplevede i 2009¹²⁸. Dette vil have en negativ påvirkning på omsætningen af professionelle rengøringsmaskiner og dermed påvirke væksten på de respektive markeder. På de modne markeder, vil der højst sandsynligt opstå negativ vækst, mens markederne i BRIK-MT landene kun vil opleve et fald i væksten. Samlet set må det antages, at NKT koncernens egne forventninger til udviklingen i dette forretningssegment, passer på den faktiske udvikling i 2011. Her forventer koncernen at omsætningsvæksten vil ligge på 5 % i 2010 årsrapporten, og der er ikke blevet foretaget ændringer i dette i delårsrapporterne fra 2011. I de kommende år må det forventes, at omsætningen vil stige, i kraft af BRIK-MT landenes udvikling, så omsætningsvæksten stiger til 7 % i slutningen af budgetperioden.

5.2.3 Photonics Group

Photonics Group må vurderes, at have det største vækstpotentiale i NKT koncernen. Dette skyldes virksomhedernes produktportefølje, som er baseret på ny teknologi, der er overlegen i forhold til, hvad kundesegmentet hidtil har benyttet sig af. Kunderne benytter sig dog stadig af de kendte teknologier, hvilket begrænser Photonics Groups produkters markedsandel. Dette ændrer sig dog i takt med, at der udvikles på tilbehørsporteføljen, som gør produkterne lettere at implementere i andre systemer, og dermed udvider anvendelsespotentialer for virksomhedernes produkter. I takt med at virksomhedernes produkter bliver lettere tilgængelige, får kunderne øjnene op for den nye teknologiske potentiale, hvilket gør at der erobres store markedsandele fra den traditionelle teknologi. Det må derfor forventes, at omsætningsvæksten er høj, da teknologien har potentiale til at erstatte den traditionelle teknologi. Dette forudsiger NKT

¹²⁸ <http://epn.dk/okonomi2/global/article2555455.ece>

koncernen da også i årsrapporten for 2010, hvor forventningerne til 2011 er, at omsætningen skal stige med 20 %. Denne forventning er ikke blevet ændret i delårsrapporterne og må da også forventes at blive målet for 2011. Men denne høje omsætningsvækst kan ikke forventes, at fortsætte over en længere periode, da det bliver vanskeligere at erobre nye markedsandele og fordi markedets behov bliver mættet. Derfor må det forventes, at omsætningsvæksten falder igennem budgetperioden, til et mere stabilt niveau på 8 %.

Tabel 5.1 Budgetterede omsætning fordelt på forretningsområder

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NKT Cables	8.945,3	9.482,0	10.145,7	10.957,4	11.834,0
vækst i pct.	5 %	6 %	7 %	8 %	8 %
Nilfisk-Advanced	6.033,9	6.396,0	6.843,7	7.322,7	7.835,3
vækst i pct.	5 %	6 %	7 %	7 %	7 %
Photonics Group	221,6	254,9	285,5	314,0	339,1
vækst i pct.	20 %	15 %	12 %	10 %	8 %
Salg i alt	15.200,8	16.132,8	17.274,9	18.594,1	20.008,4
vækst i pct.	5,19 %	6,13 %	7,08 %	7,64 %	7,61 %

5.3 Budgettering af Core OG_{salg før skat}

Budgetteringen af Core overskudsgraden fra salg, bliver foretaget ud fra posternes størrelse i forhold til omsætningen, med baggrund i den historiske udvikling af forholdende, samt NKT koncernens forventninger til fremtiden. I bilag 6, "common size analyse af resultatopgørelsen", fremgår omkostningernes andel af salget, ud fra den reformulerede resultatopgørelse.

5.3.1 Omkostninger til råvare, hjælpemidler, samt handelsvare

Ser man på den historiske udvikling i omkostningerne til råvare, hjælpemidler, samt handelsvare, i forhold til salget igennem regnskabsanalysens periode, fremgår det at de har været generelt stigende. Udviklingen i posten er resultatet af stigende råvarepriser, samt faldet i den økonomiske aktivitet. Dette betyder, at NKT koncernen og deres konkurrenter har for stor produktionskapacitet i forhold til efterspørgslen, hvilket gør at der bliver konkurreret på prisen. Denne udvikling forventes, at blive formindsket i fremtiden, så omkostningerne til råvare, hjælpemidler, samt handelsvare ikke udgør så stor andel i forhold til salget.

5.3.2 Personaleomkostninger

Personaleomkostningerne blev, i common size analysen, illustreret som værende faldende igennem den analyseret periode. Denne udvikling er et resultat af koncernens effektiviseringsaktiviteter, der blev iværksat i strategien for perioden mellem 2008 til 2012¹²⁹. NKT koncernen har gennemført alle strategiplanens initiativer, hvilket betyder at posten for personaleomkostninger må antages at have nået et niveau, hvor den kan holdes stabilt i fremtiden.

5.3.3 Andre omkostninger

Posten for andre omkostninger¹³⁰ har igennem den analyserede periode været på et stabilt niveau i forhold til salget på mellem 13 og 16 %. Denne udvikling må forventes at fortsætte i fremtiden, hvilket gør at postens størrelse vil følge udviklingen af omsætningen og dermed blive i samme niveau som i den historiske periode for regnskabsanalysen.

5.3.4 Af og nedskrivninger

Analysen af posterne med af- og nedskrivninger, viste at deres størrelse var på mellem 2 % og 3 % i forhold til salget igennem hele den analyserede periode, hvilket viser at anlægsinvesteringerne følger forholdene i salget. Dette betyder, at koncernen har et stabilt niveau for anlægsinvesteringerne, hvilket forventes at fortsætte. Dette medfølger at udviklingen i af- og nedskrivninger forbliver på samme niveau og fortsætter med, at følge udviklingen i salget.

5.4 Budgettering af den effektive skatteprocent

Den effektive skatteprocent bliver som udgangspunkt sat til selskabsskatteprocenten på 25 %, med mindre at der er faktorer, som gør at den effektive skattesats fraviger selskabsskatteprocenten. Disse faktorer kan være resultatet af særlige skatteforhold, eller forskel i skatteprocenten i udlandet, hvor koncernen har datterselskaber.

¹²⁹ NKT Holding A/S Building Power Strategi 2008 – 2012, side 15.

¹³⁰ Andre omkostninger indeholder eksterne omkostninger ved produktion, salg og administration, samt forskning og udvikling, foruden tab ved afhændelse af immaterielle og materielle aktiver, samt nedskrivning af tilgodehavender fra salg.

NKT koncernen har igennem den analyserede regnskabsperiode haft en meget svingende effektiv skatteprocent, på mellem 18 % og 32 %. Koncernen forventer i 2011 at den effektive skatteprocent bliver 28 %¹³¹, hvilket derfor også bliver den forventede skatteprocent igennem hele budgetperioden, da det vurderes at være sandsynlig at fastholde denne skatteprocent.

5.5 Budgettering af andet driftsoverskud

Posterne for andet driftsoverskud efter skat har til sammen udgjort mellem 1,4 % og 2,6 %, i forhold til omsætningen igennem regnskabsanalysens periode. Det forventes at andet driftsoverskud efter skat, vil udgøre 1,7 % i forhold til omsætningen igennem hele budgetperioden, samt i den efterfølgende terminalperiode.

5.6 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastigheds inverse værdi, anvendes i budgetteringen til at bestemme NKT koncernens nettodriftsaktiver. Budgetteringen af aktivernes omsætningshastighed opdeles i en budgettering af arbejdskapitalen og af anlægskapitalen, som summeret giver aktivernes omsætningshastighed.

Som det blev beskrevet i regnskabsanalysen er arbejdskapitalen i forhold til salget faldende igennem analyseperioden, mens anlægskapitalen i forhold til salget er stigende. Udviklingen i disse to drivere forventes ikke at fortsætte med samme trends igennem budgetperioden. Driveren der beskriver arbejdskapitalens forhold til salget, forventes at være stabil igennem budgetperioden og den efterfølgende terminalperiode, i samme niveau som de sidste tre år i regnskabsanalysen. Stigningen i driveren, som beskriver forholdet mellem anlægskapitalen og salget, forventes at falde igennem budgetperioden, fordi produktionen på fabrikken i København forventes at stige, selvom flytning og indkøring af maskiner stadig vil have en negativ påvirkning i 2011. Overordnet set forventes det, at koncernen forbedre evnen til at udnytte den investerede kapital til, at skabe overskud i fremtiden, hvilket vil sige, at koncernen vil være bedre til, at skabe salg i forhold til hvad der er investeret i nettodriftsaktiverne.

¹³¹ NKT Holding A/S' delårsrapport for andet kvartal 2011, side 4.

5.7 Proforma opgørelsen

Ud fra de budgetforudsætninger, som er blevet gennemgået i de ovenstående afsnit og som er samlet i bilag 11, kan der udarbejdes en proforma opgørelse for budgetperioden, samt for det første år i terminalperioden. Proforma opgørelsen findes i bilag 12.

Det forudsættes, at forventningerne til virksomheden indfries så budgettet holdes, da værdiansættelsen i det følgende afsnit er direkte afhængig af disse forventninger. Efter værdiansættelsen, vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, for at illustrerer eventuelle ændrings effekt på resultatet af værdiansættelsen.

6 Værdiansættelse

Værdiansættelsen har til formål at bestemme værdien af virksomheden NKT Holding A/S. Som udgangspunkt til dette anvendes de budgetforudsætninger, der blev udarbejdet i proforma opgørelsen fra forrige afsnit. NKT Holding A/S vil blive værdiansat pr. 3. februar 2012, med regnskabsværdierne fra årsrapporten fra 2010 som primo værdier i værdiansættelsen. Forud for den egentlige værdiansættelse, vil der først og fremmest blive valgt en værdiansættelsesmodel, samt en fastlæggelse af de forudsætninger, som værdiansættelsesmodellen anvender. Efter værdiansættelsen vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse af resultatet, for at belyse påvirkningerne af ændringer af de bagvedliggende estimater.

6.1 Valg af værdiansættelsesmodel

Til værdiansættelsen af NKT Holding A/S vil der blive anvendt en kapitalbaseret værdimodel. Valget af værdiansættelsesmodel har betydning for de efterfølgende afsnit, da modellerne indeholder en række variabler, der først skal estimeres.

Til denne opgave er den diskonterede cash flow model (DCF-modellen) blevet valgt som værdiansættelsesmodel. DCF modellen kan anvendes til, at bestemme egenkapitalværdien, men også til virksomhedsværdien. I denne opgave anvendes fremgangsmåden til at bestemme virksomhedsværdien. Igennem DCF modellen bliver der taget hensyn til virksomhedens interessenter, i form af ejerne og lånegiverne, da de fremtidige frie cash flow, er hvad der er til deling imellem dem. Udgangspunktet i DCF modellen er de fremtidige pengestrømme, som bliver tilbagediskonteret til nutidsværdi og derefter summeret, for at danne en virksomhedsværdi. Modellen tager dermed udgangspunkt i budgetperioden og terminalperioden, til at bestemme virksomhedsværdien.

Selve modellen bliver formuleret således:

$$V_0^{\text{NDA}} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{wacc})^t} + \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{(\text{wacc} - g) \cdot (1 + \text{wacc})^T}$$

I modellen er FCFF det frie cash flow til virksomheden, wacc er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, mens g er den konstante vækstrate i terminalperioden. Det frie cash flow til virksomheden beregnes ved, at subtraher ændringen i nettodriftsaktiverne fra driftsoverskuddet efter skat:

$$FCFF = DO - \Delta NDA$$

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger og den konstante vækstrate i terminalperioden, vil blive estimeret i de følgende afsnit efterfulgt af den egentlige anvendelse af DCF modellen.

6.2 Estimering af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Ved beregning af virksomhedsværdien, er virksomhedens kapitalomkostninger centrale, fordi de både indregner afkastkravet fra långivere og fra ejerne. Et samlet estimat for dette, er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (wacc), som udtrykker summen af disse to afkastkrav. Som beskrevet ovenfor skal wacc'en anvendes som diskonteringsfaktor, da den er målet for investorernes afkastkrav for NKT Holding A/S.

Da DCF modellen anvendes til at bestemme virksomhedsværdien, benyttes følgende metode til at estimerer de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger:

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \cdot k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \cdot k_g$$

I formelen er V_0^E , V_0^{NFF} og V_0^{NDA} henholdsvis markedsværdien af egenkapitalen, de netto finansielle forpligtelser og nettodriftsaktiverne, mens k_e er ejernes afkastkrav og k_g er de finansielle forpligtelsers afkastkrav.

Dette giver et problem, da værdiansættelsens mål er at finde markedsværdien ved hjælp af wacc'en og at markedsværdien indgår i beregningen af wacc. For at løse dette problem, vil der i afsnittet kapitalstruktur, blive udarbejdet et skøn over NKT Holding A/S' kapitalstruktur, så dette problem kan omgås. Desuden vil ejernes, samt de finansielle forpligtelsers afkastkrav blive estimeret, for til sidst at estimerer de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

6.2.1 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav, er det afkast ejerne kræver ved investering i NKT Holding A/S, og estimeres ved hjælp af CAP modellen, der tager udgangspunkt i forbindelsen mellem afkastet fra en virksomheds aktier, og afkastet på hele aktiemarkedet. Modellen forudsætter, at investorer kræver kompensation, for at påtage sig risikoen ved investering i virksomheden, i form af et merafkast. Forskellen mellem afkastet fra virksomheden og fra aktiemarkedet, er derved et udtryk for kravet til risikopræmien¹³². Ejernes afkastkrav vil blive beregnet ved hjælp af følgende formel, og dens bestanddele vil blive gennemgået efterfølgende:

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

I formlen er k_e ejernes afkastkrav, r_f er den risikofrie rente, mens β er et mål for den systematiske risiko, og $E(r_m)$ er det forventede afkast ved investering i markedsporteføljen. Dette betyder at, $E(r_m) - r_f$ er et udtryk for markedets risikopræmie.

6.2.1.1 Den risikofrie rente

Som første led i ovenstående formel findes den risikofrie rente, der udtrykker den rente som en investor kan forvente at opnå, ved en risikofri investering. Praktisk set er sådan en investering svær at finde, men i praksis anbefales det, at anvende en ti årig statsobligation som grundlag, til beregningen af den risikofrie rente. Til beregningen af den risikofrie rente, er valgt faldet på en dansk statsobligation, med en løbetid frem til 2019 og en pålydende rente på 4 %. Den effektive rente for denne statsobligation er pr. d. 3. februar 2012 på 3,37 %.

6.2.1.2 Den systematiske risiko

Den systematiske risiko, er et udtryk for den specifikke risiko ved at investerer i virksomheden. Den kan ikke bortdiversificeres, og er et udsalg af virksomhedens særlige forhold. Hvis den specifikke risiko er den samme som risikoen for markedsporteføljen, vil den have en værdi på 1, hvis den er lavere, er det ensbetydende med, at risikoen er lavere end markedsporteføljen og det modsatte hvis den er højere. Værdien for den systematiske risiko kan mindst være 0, hvilket betyder at der ikke er nogen risiko ved investeringen¹³³.

¹³² Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 50.

¹³³ Jens O. Elling & Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005, side 53.

Ved beregningen af den systematiske risiko er der flere mulige fremgangsmåder. For børsnoterede virksomheder, kan den systematiske risiko bestemmes igennem en regressionsmodel, ved hjælp af den historiske udvikling af kursen og udviklingen af aktiemarkedet. Denne metode har dog en svaghed, ved at være bygget på forudsætninger fra de historiske kursdata, som muligt ikke kan anvendes for et fremadrettet estimat. Derfor anvendes common sense metoden til at bestemme den systematiske risiko, da den bygger på virksomhedens samlede driftsmæssige og finansielle risiko, som kombineres og omdannes til en betaværdi.

Denne vurdering blev allerede foretaget i afsnittet analyse af risiko, som findes i regnskabsanalysen. I dette afsnit blev risikoen for NKT Holding A/S vurderet til, at være over middel, hvilket betyder at den systematiske risiko, skal ligge mellem 1 og 1,4¹³⁴. Ud fra analysen af risikoen, hvor særligt de driftsmæssige risici bliver fremhævet, må værdien for den systematiske risiko antages at være 1,15.

6.2.1.3 Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er bestemt ud fra en investors krav om, at få et afkast på sin investering. Rent praktisk findes der flere mulige fremgangsmåder, hvorpå markedets risikopræmie kan estimeres. Til denne opgave er anvendt en undersøgelses, hvor et antal investorer bliver spurgt om deres vurdering af risikopræmien. Deres svar bliver samlet og gennemsnittet af disse danner dermed et estimat over risikopræmien.

Price Waterhouse Coopers foretager sådanne undersøgelser med nogle års mellemrum. Den seneste blev publiceret i 2010 og resultatet af denne viste, at markedets risikopræmie er 4,9 % med en spredning i intervallet fra 4,0 % til 7,2 %, hvor 82 % af de adspurgte anvendte en risikopræmie mellem 4,0 % og 5,0 %¹³⁵. Samme undersøgelse fra 2005 viste at markedets risikopræmie var på 4.4 % mod 4 % i 2002. Derfor sættes markedets risikopræmie til 4,9 %.

6.2.1.4 Estimering af ejernes afkastkrav

Ud fra ovenstående informationer, kan ejernes afkastkrav beregnes til følgende:

$$k_e = 3,37 \% + 1,15 \cdot 4,9 \% = 9,005 \%$$

¹³⁴ FSR: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsdele", 1 udgave, Forlaget Thomson, 2002, side 59.

¹³⁵ Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, Price Waterhouse Coopers 2010, side 2.

6.2.2 Afkastkrav på fremmedkapitalen

Afkastkravet på fremmedkapitalen, er det afkast som kræves på virksomhedens finansielle forpligtelser. Disse skal beregnes på efter skat basis og skal grundlæggende beregnes på baggrund af den løbende markedsrente. Afkastkravet på fremmedkapitalen bliver beregnet med følgende formel og dens bestanddele vil blive gennemgået efterfølgende:

$$k_g = (r_f + r_s) \cdot (1 - t)$$

I formelen er k_g afkastkravet på fremmedkapitalen, r_f er den risikofrie rente, som blev bestemt i foregående afsnit, r_s er det selskabsspecifikke risikotillæg og t er selskabsskatteprocenten, der blev bestemt i afsnittet budgettering af den effektive skatteprocent.

6.2.2.1 Det selskabsspecifikke risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg er et udslag af, at en virksomhed er mere risikofyldt at låne penge til, og derfor må betale et risikotillæg til lånegiver. Dette skyldes at den øgede risiko kræves kompenseret, da der er en risiko, for at virksomheden ikke betaler lånet tilbage. Selve bedømmelsen af denne risiko er temmelig usikker, fordi det i stor grad er den enkelte lånegivers vurdering, der er gældende. Til at hjælpe med vurderingen af virksomheden, kan der anvendes en såkaldt kreditrating, som bliver udarbejdet af vurderingshuse som f.eks. Standard and Poors, eller Bloomberg.

Det har dog ikke været muligt at fremskaffe en sådan kreditvurdering af NKT Holding A/S, og derfor benyttes anbefalingerne fra FSR, om at benytte et risikotillæg på op til 5 %¹³⁶. Ud fra den tidligere analyse af risiko, sammenholdt med anbefalingerne fra FSR, estimeres det selskabsspecifikke risikotillæg til at være 3,6 %.

6.2.2.2 Estimering af afkastkravet på fremmedkapitalen

Ud fra ovenstående informationer, kan afkastkravet på fremmedkapitalen beregnes til følgende:

$$k_g = (3,37 \% + 3,6 \%) \cdot (1 - 28 \%) = 5,018 \%$$

¹³⁶ <http://www.fsr.dk/>

6.2.3 Kapitalstrukturen

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, er sammensat af summen af afkastkravet på fremmedkapitalen og ejernes afkastkrav. Men virksomhedens valg om, at anvende den ene finansieringsform frem for den anden er endnu en faktor, der skal indregnes i denne sammenhæng. Til at bestemme denne fordelingsform, anvendes virksomhedens fremtidige kapitalstruktur. NKT Holding A/S' fremtidige kapitalstruktur kan beregnes på baggrund af den historiske kapitalstruktur kombineret med forventningerne til fremtiden. Som det kan ses i nedenstående tabel, har NKT Holding A/S, igennem de sidste fem år, haft en meget stabil kapitalstruktur, hvor lige under 60 % har været egenfinansiering og 40 % fremmedfinansiering, men i 2010 ændrede denne fordeling sig. Denne ændring er et udslag af strategien fra 2007 og fremad, hvor målsætningen for kapitalstrukturen er, at den nettorentebærende gæld maksimalt må udgøre 100 % i forhold til egenkapitalen¹³⁷, hvilket vil give en kapitalstruktur med 50 % fremmedfinansiering og 50 % egenfinansiering.

Tabel 6.1 Kapitalstrukturens udvikling

	2006	2007	2008	2009	2010
NFF	42,40 %	41,03 %	41,77 %	43,58 %	51,78 %
EK	57,60 %	58,97 %	58,23 %	56,42 %	48,22 %

Det er med denne kapitalstruktur NKT Holding A/S' intention løbende, at optimerer den finansielle gearing og egenkapitalen, så de er tilpasset koncernens risikoprofil og aktiviteter, samtidig med at der skabes et tilstrækkeligt råderum, til at udvikle koncernen¹³⁸. Denne målsætning for kapitalstrukturen, er videreført i strategien "Powered by NKT", der som tidligere beskrevet er planen for perioden fra 2011 til 2015¹³⁹.

Ud fra den historiske udvikling, sammenholdt med koncernens strategiplan for fremtiden, må det antages at den langsigtede kapitalstruktur er fordelt med 50 % til 60 % i egenfinansiering og 40 % til 50 % i fremmedfinansiering. Til beregningen af wacc anvendes derfor en fordeling med 55 % egenfinansiering og 45 % fremmedfinansiering.

¹³⁷ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 23.

¹³⁸ NKT Holding A/S' årsrapport 2010, side 23.

¹³⁹ NKT Holding A/S Strategi 2011-2015 'Powered by NKT', side 6.

6.2.4 Estimering af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

I de foregående afsnit blev de enkelte bestanddele i de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger estimeret, således at de nu kan beregnes til:

$$wacc = 9,005 \% \cdot 0,55 + 5,018 \% \cdot 0,45 = 7,21 \%$$

6.3 Estimering af væksten i terminalperioden

Forventningerne til væksten i terminalperioden, bestemmer den vækst som NKT Holding A/S kan opnå i den uendelige periode efter budgetperioden. Væksten i terminalperioden skal derfor vurderes med forventningerne til makroøkonomiske forhold, så koncernens værdi ikke bliver urealistisk stor. På baggrund af dette, sættes væksten i terminalperioden til 3 %, og ligger dermed i et niveau over den langsigtede forventning til inflationen.

6.4 Værdiansættelse af NKT Holding A/S

Efter estimeringen af variablerne i DCF modellen, er det nu muligt at beregne en markedsværdi af NKT Holding A/S.

Tabel 6.2 værdiansættelse af NKT Holding A/S

	Historisk		Budgetperiode					Terminal periode
	mio. kr.	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
DO			510,1	564,6	679,2	838,2	1.060,4	1.141,1
NDA		8.521,4	8.056,4	8.227,7	8.464,7	8.553,3	8.203,5	8.827,6
FCFF			975,1	393,3	442,3	749,6	1.410,3	517,0
Diskonteringsfaktor			1,072	1,149	1,232	1,321	1,416	
PV af FCFF			909,5	342,2	358,9	567,4	995,7	
PV af FCFF til 2015		3173,8						
Terminalværdi							12.279,8	
PV af TV		8669,9						
Virksomhedsværdi		11.843,7						
Bogført værdi af NFF		4.409,0						
Værdi af egenkapital		7.434,7						
Værdi af minoriteter		9,7						
Værdi af egenkapital (moder)		7.425,0						
Værdi pr. aktie kr.		312,78						

I tabel 6.2 kan det ses, at kursen ud fra DCF modellen er 313 kr. pr. aktie, hvilket står i stærk kontrast til markedskursen som d. 3/2/12 var på 242 kr. pr. aktie. Dette antyder at budgetteringen, der er anvendt i denne opgave er mere optimistisk end den markedet anvender, men i forhold til handelsbankens kursmål for NKT Holding A/S, som blev omtalt i indledningen, er kursen beregnet i denne opgave ikke meget forskellig. Ud fra forudsætningerne i denne opgave, må det derfor konkluderes, at NKT aktien er undervurderet, og at det derfor kan anbefales at investere i denne aktie.

6.5 Følsomhedsanalyse

Som beskrevet i indledningen til værdiansættelsesafsnittet, vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, for at belyse påvirkningerne af ændringer af de bagvedliggende estimater. De anvendte estimater er beregnet ud fra konklusionerne fra fundamentalanalysen, og sat til det mest sandsynlige scenarie. Med dette in mente er der dog altid en risiko, for at fremtiden ikke kommer til at forme sig som forudsagt i budgettet.

Følsomhedsanalysens opgave er, at tage udgangspunkt i de variabler, med størst usikkerhed. Dette betyder, at der i denne opgave bliver foretaget en følsomhedsanalyse af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger og vækstraten i terminalperioden. Årsagen til valget af disse to variabler er, at langt størsteparten af værdiansættelsens resultat, kan henledes til terminalværdien. Dette ses tydeligt ovenfor i tabel 6.2, hvor nutidsværdien af hele budgetperioden er beregnet til 3.173,8 mio. kr., mens nutidsværdien af terminalperioden er beregnet til 8.669,9 mio. kr..

Herunder er der blevet udarbejdet en tabel, tabel 6.3, hvor aktiekursen er beregnet med ændringer i vækstraten i terminalperioden og de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger på +/- 0,1 og 0,2 procentpoint.

Tabel 6.3 Følsomhedsanalyse

		Væksten i terminalperioden				
		2,80 %	2,90 %	3,00 %	3,10 %	3,20 %
wacc	7,01 %	316,99	325,96	335,37	345,26	355,67
	7,11 %	306,38	314,89	323,81	333,17	343,02
	7,21 %	296,24	304,32	312,79	321,67	330,99
	7,31 %	286,54	294,23	302,27	310,70	319,54
	7,41 %	277,26	284,58	292,23	300,24	308,63

Som det ses af tabel 6.3 er aktiekursen ikke meget følsom overfor udsvingene i en enkel variabel, men når ændringerne i begge variabler bliver betragtet, er følsomheden større. Det ses desuden, at aktiekursen er mere følsom overfor ændringerne i de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, end i ændringerne i terminalperiodens vækstrate.

Ud fra følsomhedsanalysen kan det dermed vurderes, hvilket scenarie der er mest sandsynligt, og det er op til den enkelte investor at foretage denne vurdering, men følsomhedsanalysen viser dog,

at hvis de undersøgte variabler, bliver indenfor det undersøgte interval, så er NKT aktien undervurderet og må derfor forventes at stige i fremtiden.

7 Konklusion

Denne afhandling har haft til formål, at værdiansætte NKT Holding A/S, for at bedømme om kursværdien eller kursmålene for koncernen er udtryk for den faktiske værdi. Resultatet af denne bedømmelse kan dermed indikerer om en investor skal investerer i virksomheden.

I den strategiske analyse blev der først set på de ressourcer som NKT koncernen råder over, for at kunne identificerer koncernens kernekompetencer. Gennemgangen viste at koncernen står stærkt med en produktion, som er tilpasset de enkelte markeder og en kompetent medarbejderstab, der til stadighed bliver udviklet, for at kunne udvikle nye teknologier til produktsortimentet. Det finansielle beredskab blev også vurderet til at være fornuftigt, selvom størsteparten af fremmedfinansieringen er optaget med variabel rente.

I brancheanalysen, der blev opdelt efter koncernens forretningsområder, blev der for NKT Cables blev adgangsbarriererne beskrevet som høje, da produktionen af kabler kræver massive investeringer i maskiner og råvare, samt forskning og udvikling, for at imødekomme kundernes behov. Blandt substituerende produkter, blev det fundet at der med nuværende teknologier ikke er nogle produkter, der kan konkurrer med kabler. Forretningsområdets leverandører blev ikke vurderet til, at have en stærk position overfor NKT Cables, selvom den petrokemiske branche har oplevet en konsolidering. Desuden bliver metaller, som NKT Cables er mest følsomme overfor, handlet på råvarebørser, som betyder at det foregår på markedets betingelser. Kundernes styrke blev vurderet til at ligge fra mellem til høj i styrke, alt efter kundesegment. Kundernes styrke indenfor infrastruktursegmentet, blev vurderet som mellem, da NKT Cables tilpasser produkterne i forhold til kundens behov og på den måde arbejder tæt sammen med kunden. Indenfor segmentet Automotive vurderes kundernes styrke også at være middel, selvom antallet af kunder er steget, men også fordi NKT Cables er en nicheudbyder. I segmentet Construction, blev det vurderet at kunderne har en høj forhandlingsstyrke, da produkterne er relativt standardiseret og fordi der er få kunder i forhold til antallet af leverandører. Dette betyder at konkurrenceintensiteten indenfor lavspændingssegmentet er høj og at der konkurreres på prisen. Konkurrenceintensiteten indenfor høj- og mellemspænding, samt søkabler er noget lavere, da der er færre konkurrenter og der arbejdes med specialiserede løsninger.

For Nilfisk-Advanced blev adgangsbarriererne beskrevet som betydelige, fordi producenter har brug for et distributions og service netværk. Leverandørernes forhandlingsstyrke blev vurderet til lav, da der findes mange leverandører, der kan leverer de relativ lavteknologiske produkter, som anvendes til virksomhedens produkter. Kundernes forhandlingsstyrke blev også vurderet til lav, da de kun aftager begrænsede partier af Nilfisk-Advanced' produkter. Konkurrenceintensiteten på markedet for rengøringsmaskiner er fragmenteret i mange dele, som gør at leverandører skal have tilstedeværelse på de enkelte markeder, med distributions og reparatør netværk for at kunne leverer til markedet.

Virksomhederne i Photonics group er beskyttede af betydelige adgangsbarrierer, da der skal foretages massive investeringer i forskning og udvikling, for at komme ind på markedet. Den største trussel kommer fra traditionelle halvlederlasere, der er i stand til at udføre samme opgaver. Men fiberlasere er dog overlegne, da de er mere hårdføre er mere præcise og kan leverer et højere effektniveau. Leverandørerne blev vurderet til at have en lav forhandlingsstyrke, da der anvendes elektroniske komponenter, hvor der forholdsvis let kan skiftes leverandør. Kunderne besidder derimod en høj forhandlingsstyrke, da virksomhederne i Photonics group individualiserer produkterne til hver enkel kundes behov. Konkurrence intensiteten i branchen for fiberlasere er lav, da der er ganske få producenter og fordi branchen er beskyttet af patentrettigheder.

I PEST analysen, der ligeledes blev opdelt efter forretningssegmenterne, ses det at NKT Cables har muligheder i de politiske tiltag, som fremmer udbygningen af vedvarende energikilder, samt initiativer til etablering og udbyggelse af elnettet. Disse udbyggelser skyldes forbrugernes stigende afhængighed, som beskrevet i afsnittet om de sociale faktorer. I de økonomiske faktorer blev NKT Cables vurderet følsom overfor udenlandske valuta, som den kinesiske, og særlig følsom overfor store udsving i metalpriserne. Blandt de teknologiske faktorer, som påvirker NKT Cables, er udviklingen af højteknologiske løsninger indenfor højspændingssegmentet særligt gunstige, da man på den måde kan leverer skræddersyet løsninger til de enkelte kunder. For Nilfisk-Advanced har finanskrisen været en særligt begrænsende faktor, da kunder fra industrien og offentlige institutioner har udsat investeringer i rengøringsmaskiner. Nilfisk-Advanced forsøger derimod, at fastholde deres medarbejderstab, ved at anvende en del af omsætningen til udvikling af medarbejderne. Blandt de teknologiske faktorer er udviklingen af mere miljøvenlige løsninger centrale for Nilfisk-Advanced.

Krav til bedre overvågning af infrastruktur fra politisk side, har påvirket Photonics group positivt, da sikkerheden i tunneler og anden infrastruktur, er blevet vigtigere i vores samfund. For at kunne følge med denne udvikling, er det til stadighed nødvendigt at udvikle nye teknologier, hvilket virksomhederne gør ved at udvikle moduler til deres produkter, der gør det lettere at integrerer dem i kundernes løsningsmodeller.

Regnskabsanalysen af de historiske nøgletal har vist, at NKT koncernen har været påvirket af den finansielle krise. Denne tendens ses tydeligt i årene 2008 og 2009, hvor koncernens egenkapitalforrentning faldt fra 25 % til 7 %. Årsagen til dette fald skyldes udviklingen af afkastgraden på nettodriftsaktiverne, som igen stammer fra udviklingen i overskudsgraden. I sidste ende skyldes den primære udviklingen i egenkapitalforrentningen, ændringerne i overskudsgraden fra salget. Denne udvikling er et resultat på konjunkturudviklingen, som NKT koncernen er følsom overfor, som beskrevet i den strategiske analyse. Udviklingen i overskudsgraden fra salget, skyldes hovedsageligt at koncernens driftsoverskud fra salget bliver reduceret, og dermed evnen til at genererer overskud.

Analysen af risiko viste, at koncernen er følsom overfor driftsmæssig risiko, fordi udviklingen af prisen på råvare, og i særdeleshed metalpriserne, kan få stor indflydelse på koncernens driftsoverskud. Desuden viste analysen af den driftsmæssige risiko, at koncernen er blevet mere effektiv i anvendelsen af deres medarbejdere, som følge af strategiske tiltag. Dette betyder at omsætningen pr. medarbejder i koncernen er blevet større og at hver medarbejders arbejde er blevet mere effektivt.

I budgetteringsafsnittet bliver der taget udgangspunkt i de historiske nøgletal, og samtidigt antages det at koncernen er i stand til at øge salget igennem en kombination af øget markedsaktivitet samt en mere effektiv produktion. Disse forventninger bliver bakket op af delårsrapporterne fra 2011, hvor forventningerne til fremtiden ikke er blevet ændret fra NKT Holding A/S' side.

I værdiansættelsen af NKT bliver der anvendt den diskonterede cashflow model, hvor de fastsatte budgetforudsætninger resulterer i en aktiekurs på 313 kr. pr. aktie. Denne kurs er højere end markedskursen, men meget tæt på handelsbankens kursmål, der blev beskrevet i

indledningen. Dette betyder at med de givne forudsætninger, er NKT Holding A/S undervurderet og vil derfor være en attraktiv investering for investorer.

Den efterfølgende følsomhedsanalyse viser, at værdiansættelsen er mest følsom overfor ændringer i de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, men også at variablerne skal ændres, så de falder udenfor det undersøgte område, for at nærme sig markedskursen. Dette betyder at konklusionen, om at aktien er undervurderet ikke vil blive ændret igennem følsomhedsanalysen.

8 Litteraturliste

Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", 2. udgave, Gellerup/Gads Forlag 2005.

Michael E. Porter: "Competitive Strategy. First Free Press Export Edition", 2004.

Jens O. Elling: "Finansiell rapportering – teori og regulering", 1 udgave, Gjellerup 2008.

FSR: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsdele", 1 udgave, Forlaget Thomson, 2002.

Artikler

Aktier: Vær forberedt på store fald, d. 3/10 2011 Børsen.

Togkollision dræber 33 personer i Kina, d. 24/7 2011 Politikken.dk.

Mange kvæstede ved ny togulykke i Kina, d. 27/9 2011 Politikken.dk.

Verden står foran ny finanskriser, d. 23/9 2011 epn.dk

Hjemmesider

<http://www.businessballs.com/swotanalysisfreetemplate.htm>

<http://www.lme.com/>

<http://www.nkt.dk/>

<http://www.nktcables.com/>

<http://www.nktcables.dk/>

<http://www.nilfisk-advance.com/>

<http://www.nktphotonics.com/>

<http://www.nktflexibles.com/en/>

<http://www.ewea.org/>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>

<http://www.unglobalcompact.org/>

<http://www.petrochemistry.net/>

<http://www.ceresana.com/en/>

<http://www.offshorecenter.dk/>

<http://www.rigzone.com/>

<http://www.pwc.dk/>

<http://www.fsr.dk>

<http://epn.dk/>

<http://www.kurstarget.dk/>

Publikationer

NKT Holding A/S' årsrapport 2010.

NKT Holding A/S' årsrapport 2009.

NKT Holding A/S' årsrapport 2008.

NKT Holding A/S' årsrapport 2007.

NKT Holding A/S' årsrapport 2006.

NKT Holding A/S' CSR rapport 2010.

NKT Holding A/S Investor presentation, december 2010.

NKT' Globale perspektiver.

NKT Holding A/S Building Power Strategi 2008-2012.

NKT Holding A/S Strategi 2011-2015 'Powered by NKT'

NKT Holding A/S' delårsrapport for første kvartal 2011.

NKT Holding A/S' delårsrapport for andet kvartal 2011.

Implementering af Global Compact - Et inspirationshæfte.

Byggevarereforordningen.

Vedvarende Energi Direktivet.

EWEA EU Energy Policy to 2050.

Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, PricewaterhouseCoopers 2010.

Bilagssamling

Bilag 1 NKT Holding A/S' egenkapitalopgørelse	I
Bilag 2 NKT Holding A/S' Balance	II
Bilag 3 NKT Holding A/S' Reformuleret Balance	IV
Bilag 4 NKT Holding A/S' Resultatopgørelse	V
Bilag 5 NKT Holding A/S' Reformuleret Resultatopgørelse	VI
Bilag 6 Common size analyse af Reformuleret Resultatopgørelse	VII
Bilag 7 Udvikling af ROE, ROIC, r, SPREAD og FGEAR.....	VIII
Bilag 8 Udvikling af ROIC, OG og AOH.....	IX
Bilag 9 Udvikling af OG, OG _{salg} og OG _{andet DO}	X
Bilag 10 Udvikling af AOH og dens komponenter.....	XI
Bilag 11 Budgetforudsætninger	XII
Bilag 12 Proformaopgørelse.....	XII

Bilag 1 NKT Holding A/S' egenkapitalopgørelse

(i mio. kr.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Egenkapital 1. januar	2750,1	2734,8	2805,6	3282,5	3464,7	3739,8
Anden totalindkomst						
Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	162,4	-98	-103,8	-1,3	3,1	216,2
Merværdi ved køb af minoritetsinteresser	-	-	-	-15,3	-	-
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	58,7	17,4	-	-	-	-
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-21,7	-58,6	-	-	-	-
Overført til resultatopgørelsen (før skat)	-	-	-27	-9,4	87,5	84
Årets værdiregulering	-	-	6,1	49,1	13	30,6
Overført til omsætning	-	-	-	-	-41,4	-144,3
Overført til forbrug af råvarer	-	-	-	-	1,7	3,7
Overført til finansielle omkostninger	-	-	-	-	-1,6	1,7
Overført til salg	1,1	-	-	-	-	-
Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg	-35,6	-5,7	-	-	-	-
Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg overført til resultatopgørelsen	-	-	-	-	-	-1,6
Andel af egenkapitalbevægelser i kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures	-	-	-	-	-	-
Skat af egenkapitalbevægelser	-23	44,1	-0,2	-5,9	-15,1	10,4
Anden totalindkomst i alt	141,9	-100,8	-124,9	17,2	47,2	200,7
Årets resultat	360,6	603,3	820	404,3	237,9	269,8
Totalindkomst i alt	502,5	502,5	695,1	421,5	285,1	470,5
Betalt udbytte	-196	-294	-235,6	-260,2	-	-83
Udbytte af egne aktier	-	13,3	0,8	0,8	-	0,3
Køb af egne aktier	-276,1	-	-	-	-	-
Tilgang/afgang minoritetsinteresser	-21,4	-68,7	-	3,6	-14,7	-23,9
Udnyttede aktieoptioner	-25,5	-85,1	-0,8	3,6	-	-
Aktiebaseret vederlæggelse	1,2	2,8	2,3	-	4,7	4,9
Indbetalt ved udnyttelse af optioner	-	-	15,1	12,9	-	3,8
Egenkapitalbevægelser i 2006 i alt	-517,8	-431,7	-218,2	-239,3	-10	-97,9
Egenkapital 31. december	2734,8	2805,6	3282,5	3464,7	3739,8	4112,4

Bilag 2 NKT Holding A/S' Balance

(i mio. kr.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiver						
Langfristede aktiver						
Immaterielle aktiver						
Goodwill	807,1	615,4	905,4	1.042,9	1.051,7	1.147,5
Varemærker og lignende	-	-	33,2	55,5	47,2	49,8
Kunderelaterede aktiver	-	-	102,3	103,9	91,5	84,0
Færdiggjorte udviklingsprojekter	107	104,1	89,6	147,5	170,1	184,6
Patenter og licenser m.v.	53,3	41,6	154,3	170,4	172,4	162,3
Udviklingsprojekter under udførelse og forudbetalinger	43,3	58,4	102,6	65,0	87,7	138,9
	1.010,7	819,5	1.387,4	1.585,2	1.620,6	1.767,1
Materielle aktiver						
Grunde og bygninger	301,9	210,4	469,0	483,0	721,5	1.343,7
Produktionsanlæg og maskiner	198,5	230,4	572,9	620,4	766,6	1.215,6
Andre anlægs, driftsmateriel og inventar	246,7	240	274,3	290,4	282,4	290,6
Aktiver under udførelse og forudbetalinger	58	128,6	192,3	615,2	896,8	375,0
	805,1	809,4	1.508,5	2.009,0	2.667,3	3.224,9
Andre langfristede aktiver						
Kapitalandels i associerede virksomheder og joint ventures	95,1	166,9	260,2	481,0	627,7	672,1
Andre investeringer og tilgodehavender	25,7	28,9	32,3	41,2	36,4	35,1
Udskudt skat	274,1	360,4	247,3	205,3	219,8	264,6
	394,9	556,2	539,8	727,5	883,9	971,8
Langfristede aktiver i alt	2.210,7	2.185,1	3.435,7	4.321,7	5.171,8	5.963,8
Kortfristede aktiver						
Varebeholdninger	1624	1893,7	2.286,8	2.228,1	2.195,0	2.839,5
Tilgodehavender	1902,1	2188,7	2.508,1	2.467,1	2.464,7	3.471,8
Selskabsskat	25,7	16,6	39,6	59,6	38,3	33,2
Andre investeringer	135,4	49,3	18,4	-	-	-
Tilgodehavende fra salg af ejendom	-	-	271,9	271,9	-	-
Likvide beholdninger	278,9	1016,5	538,7	586,6	253,9	247,4
Kortfristede aktiver i alt	3.966,1	5.164,8	5.663,5	5.613,3	4.951,9	6.591,9
Aktiver i alt	6.176,8	7.349,9	9.099,2	9.935,0	10.123,7	12.555,7

Fortsættes

Bilag 2 fortsat

(i mio. kr.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Passiver						
Egenkapital						
Aktiekapital	490	470	472,8	474,4	474,4	474,8
Reserver	132,9	2,5	(112,0)	(73,8)	(27,8)	172,9
Overført resultat	1754,8	2079,2	2.625,3	3.026,6	3.189,2	3.410,2
Forestået udbytte	294	235	260,0	0,0	83,0	47,5
Aktionærerne i NKT Holding A/S' andel af egenkapitalen	2.671,7	2.786,7	3.246,1	3.427,2	3.718,8	4.105,4
Minoritetsinteresser	63,1	18,9	36,4	37,5	21,0	7,0
Egenkapital i alt	2.734,8	2.805,6	3.282,5	3.464,7	3.739,8	4.112,4
Forpligtelser						
Langsigtede forpligtelser						
Udskudt skat	6,8	6,9	94,8	122,8	154,4	178,1
Pensioner og lignende forpligtelser	284	288,3	286,6	280,1	284,7	292,8
Hensatte forpligtelser	24	21,6	92,9	90,9	112,0	112,5
Kreditinstitutter	981,9	1476,8	1.343,1	1.315,0	1.946,6	3.452,0
	1.296,7	1.793,6	1.817,4	1.808,8	2.497,7	4.035,4
Kortfristede forpligtelser						
Kreditinstitutter	218,2	623,6	1.205,5	1.415,3	925,7	957,0
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser m.v.	1660,9	1973,7	2.613,6	2.998,4	2.755,6	3.254,8
Selskabsskat	43,4	13,5	48,0	108,9	75,0	36,6
Hensatte forpligtelser	222,8	139,9	132,2	138,9	129,9	159,5
	2.145,3	2.750,7	3.999,3	4.661,5	3.886,2	4.407,9
Forpligtelser i alt	3.442,0	4.544,3	5.816,7	6.470,3	6.383,9	8.443,3
Passiver i alt	6.176,8	7.349,9	9.099,2	9.935,0	10.123,7	12.555,7

Bilag 3 NKT Holding A/S' Reformuleret Balance

(i mio. kr.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsaktiver						
Goodwill	807,1	615,4	905,4	1.042,9	1.051,7	1.147,5
Varemærker og lignende	-	-	33,2	55,5	47,2	49,8
Kunderelaterede aktiver	-	-	102,3	103,9	91,5	84,0
Færdiggjorte udviklingsprojekter	107,0	104,1	89,6	147,5	170,1	184,6
Patenter og licenser m.v.	53,3	41,6	154,3	170,4	172,4	162,3
Projekter under udførelse og forudbetalinger	43,3	58,4	102,6	65,0	87,7	138,9
Grunde og bygninger	301,9	210,4	469,0	483,0	721,5	1.343,7
Produktionsanlæg og maskiner	198,5	230,4	572,9	620,4	766,6	1.215,6
Andre anlægs, driftsmateriel og inventar	246,7	240,0	274,3	290,4	282,4	290,6
Aktiver under udførelse og forudbetalinger	58,0	128,6	192,3	615,2	896,8	375,0
Kapitalandels i ass.virksomheder og joint ventures	95,1	166,9	260,2	481,0	627,7	672,1
Andre investeringer og tilgodehavender	25,7	28,9	32,3	41,2	36,4	35,1
Varebeholdninger	1.624,0	1.893,7	2.286,8	2.228,1	2.195,0	2.839,5
Tilgodehavender	1.902,1	2.188,7	2.508,1	2.467,1	2.464,7	3.471,8
Likvide beholdninger	278,9	1.016,5	538,7	586,6	253,9	247,4
Driftsaktiver i alt	5.741,6	6.923,6	8.522,0	9.398,2	9.865,6	12.257,9
Driftsforpligtelser						
Pensioner og lignende forpligtelser	284,0	288,3	286,6	280,1	284,7	292,8
Udskudt skat	(267,3)	(353,5)	(152,5)	(82,5)	(65,4)	(86,5)
Hensatte forpligtelser (langfristede)	24,0	21,6	92,9	90,9	112,0	112,5
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser m.v.	1.660,9	1.973,7	2.613,6	2.998,4	2.755,6	3.254,8
Hensatte forpligtelser (kortfristede)	222,8	139,9	132,2	138,9	129,9	159,5
Selskabsskat	17,7	(3,1)	8,4	49,3	36,7	3,4
Driftsforpligtelser i alt	1.942,1	2.066,9	2.981,2	3.475,1	3.253,5	3.736,5
Netto driftsaktiver (NDA)	3.799,5	4.856,7	5.540,8	5.923,1	6.612,1	8.521,4
Netto finansielle forpligtelser						
Kreditinstitutter (langfristede)	981,9	1.476,8	1.343,1	1.315,0	1.946,6	3.452,0
Kreditinstitutter (kortfristede)	218,2	623,6	1.205,5	1.415,3	925,7	957,0
Andre investeringer	(135,4)	(49,3)	(18,4)	-	-	-
Tilgodehavender fra salg af ejendomme	-	-	(271,9)	(271,9)	-	-
Netto finansielle forpligtelser i alt (NFF)	1.064,7	2.051,1	2.258,3	2.458,4	2.872,3	4.409,0
Minoritetsinteresser	63,1	18,9	36,4	37,5	21,0	7,0
Egenkapital						
Aktiekapital	490,0	470,0	472,8	474,4	474,4	474,8
Reserver	132,9	2,5	(112,0)	(73,8)	(27,8)	172,9
Overført resultat	1.754,8	2.079,2	2.625,3	3.026,6	3.189,2	3.410,2
Forestået udbytte	294,0	235,0	260,0	0,0	83,0	47,5
	2.671,7	2.786,7	3.246,1	3.427,2	3.718,8	4.105,4

Bilag 4 NKT Holding A/S' Resultatopgørelse

(i mio. kr.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Omsætning	8.750,1	10.815,0	13.524,7	13.827,5	11.687,3	14.451,1
Andre driftsindtægter	126,3	209,6	184,2	87,4	63,9	52,5
Ændring i lagre af færdigvare under fremstilling	223,7	210,9	89,6	(56,6)	(36,5)	433,3
Arbejde udført for egen regning	9,3	9,6	13,2	12,1	26,1	36,2
Omkostninger til råvare, hjælpemidler samt handelsvarer	(4.984,4)	(6.534,7)	(8.480,1)	(8.522,4)	(6.886,1)	(9.649,9)
Personaleomkostninger	(2.021,6)	(2.075,2)	(2.322,7)	(2.529,9)	(2.379,3)	(2.569,9)
Andre omkostninger	(1.405,4)	(1.675,5)	(1.705,5)	(1.830,0)	(1.840,3)	(1.963,3)
Resultatandele efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	15,0	62,6	129,9	229,9	147,9	109,2
Driftsresultat før afskrivninger (EBITDA)	713,0	1.022,3	1.433,3	1.218,0	783,0	899,2
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	(158,5)	(139,4)	(192,6)	(274,5)	(243,2)	(279,4)
Af- og nedskrivninger af immaterielle anlægsaktiver	(63,2)	(65,2)	(108,0)	(125,0)	(124,2)	(140,1)
Nedskrivning af goodwill	(6,0)	-	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	485,3	817,7	1.132,7	818,5	415,6	479,7
Finansielle indtægter	79,6	79,5	95,7	152,1	134,9	259,4
Finansielle omkostninger	(101,7)	(128,3)	(240,5)	(378,2)	(259,5)	(393,8)
Resultat før skat (EBT)	463,2	768,9	987,9	592,4	291,0	345,3
Regulering af goodwill ved forøgelse af skatteaktiv	-	(141,5)	-	-	-	-
Skat	(103,6)	(24,1)	(167,9)	(188,1)	(53,1)	(75,5)
Resultat efter skat for ophørte aktiviteter	1,0	-	-	-	-	-
Årets resultat	360,6	603,3	820,0	404,3	237,9	269,8
Fordeles således:						
Aktionærerne i NKT Holding A/S	356,3	582,4	804,6	401,1	240,4	266,2
Minoritetsinteresserne	4,3	20,9	15,4	3,2	-2,5	3,6

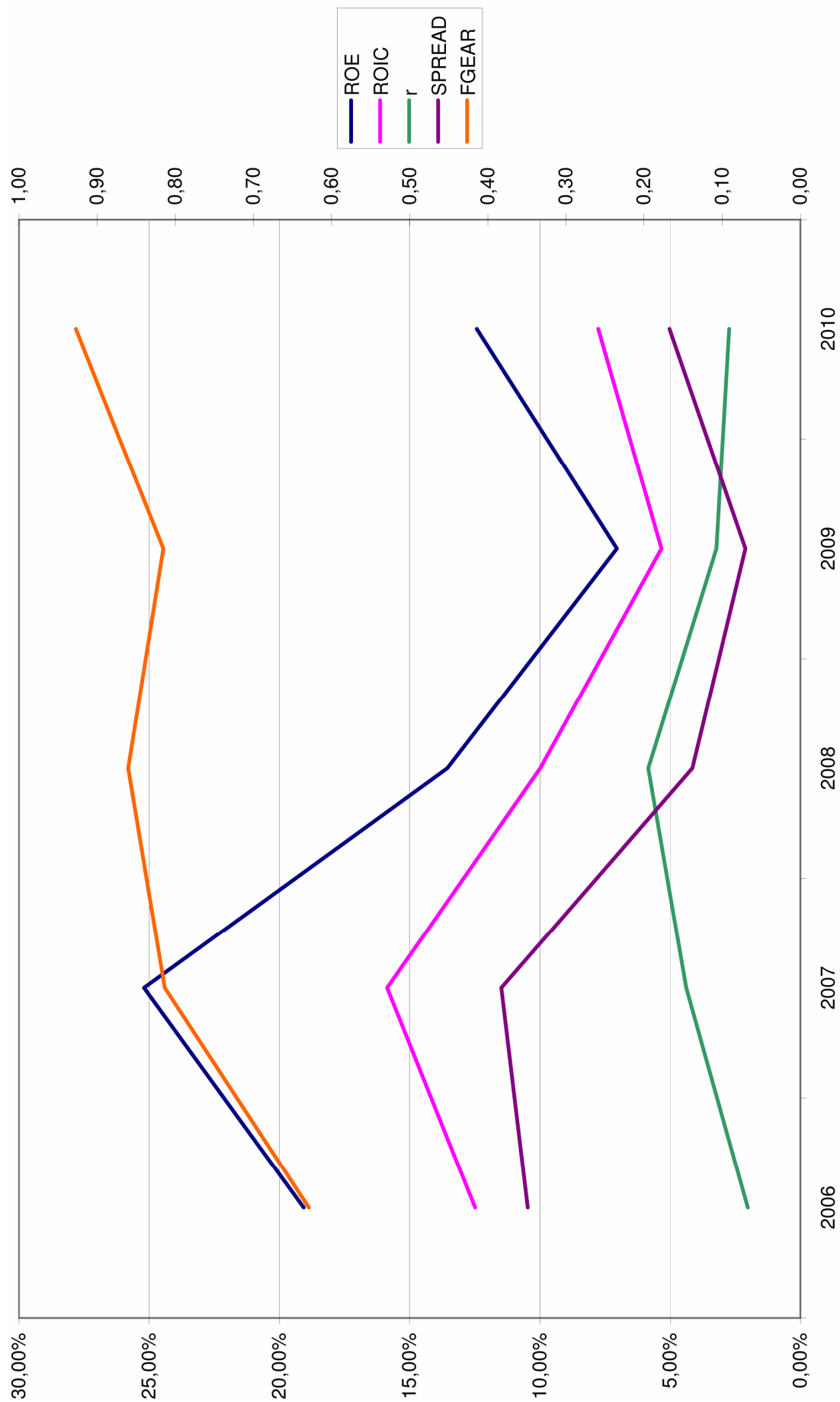
Bilag 5 NKT Holding A/S' Reformuleret Resultatopgørelse

(i mio. kr.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Omsætning	8.750,1	10.815,0	13.524,7	13.827,5	11.687,3	14.451,1
Ændring i lagre af færdigvare under fremstilling	223,7	210,9	89,6	(56,6)	(36,5)	433,3
Omkostninger til råvare, hjælpemidler samt handelsvarer	(4.984,4)	(6.534,7)	(8.480,1)	(8.522,4)	(6.886,1)	(9.649,9)
Personaleomkostninger	(2.021,6)	(2.075,2)	(2.322,7)	(2.529,9)	(2.379,3)	(2.569,9)
Andre omkostninger	(1.405,4)	(1.675,5)	(1.705,5)	(1.830,0)	(1.840,3)	(1.963,3)
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	(158,5)	(139,4)	(192,6)	(274,5)	(243,2)	(279,4)
Af- og nedskrivninger af immaterielle anlægsaktiver	(63,2)	(65,2)	(108,0)	(125,0)	(124,2)	(140,1)
Nedskrivning af goodwill	(6,0)	-	-	-	-	-
Driftsoverskud fra salg (før skat)	334,7	535,9	805,4	489,1	177,7	281,8
Skat på driftsoverskud fra salg	(26,0)	(3,8)	(180,7)	(220,1)	(61,4)	(32,5)
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	308,7	532,1	624,7	269,0	116,3	249,4
Andre driftsindtægter	126,3	209,6	184,2	87,4	63,9	52,5
Arbejde udført for egen regning	9,3	9,6	13,2	12,1	26,1	36,2
Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	162,4	(98,0)	(103,8)	(1,3)	3,1	216,2
Andet driftsoverskud (før skat)	298,0	121,2	93,6	98,2	93,1	304,9
Skat på andet driftsoverskud	(83,4)	(33,9)	(23,4)	(24,6)	(23,3)	(76,2)
Resultatandele efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	15,0	62,6	129,9	229,9	147,9	109,2
Resultat efter skat for ophørte aktiviteter	1,0	-	-	-	-	-
Regulering af goodwill ved forøgelse af skatteaktiv	-	(141,5)	-	-	-	-
Andet driftsoverskud (efter skat)	230,6	8,4	200,1	303,6	217,7	337,9
Totalindkomst fra driften	539,2	540,4	824,8	572,6	334,0	587,2
Finansielle indtægter	79,6	79,5	95,7	152,1	134,9	259,4
Finansielle omkostninger	(101,7)	(128,3)	(240,5)	(378,2)	(259,5)	(393,8)
Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg	1,1	-	-	-	(1,6)	1,7
Netto finansielle omkostninger (før skat)	(21,0)	(48,8)	(144,8)	(226,1)	(126,2)	(132,7)
Skattefordel fra netto finansielle omkostninger	5,9	13,7	36,2	56,5	31,6	33,2
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	(15,1)	(35,1)	(108,6)	(169,6)	(94,7)	(99,5)
Koncernresultat	524,1	505,3	716,2	403,0	239,4	487,7
Minoritetsinteressernes andel	4,3	20,9	15,4	3,2	(2,5)	3,6
Totalindkomst	519,8	484,4	700,8	399,8	241,9	484,1

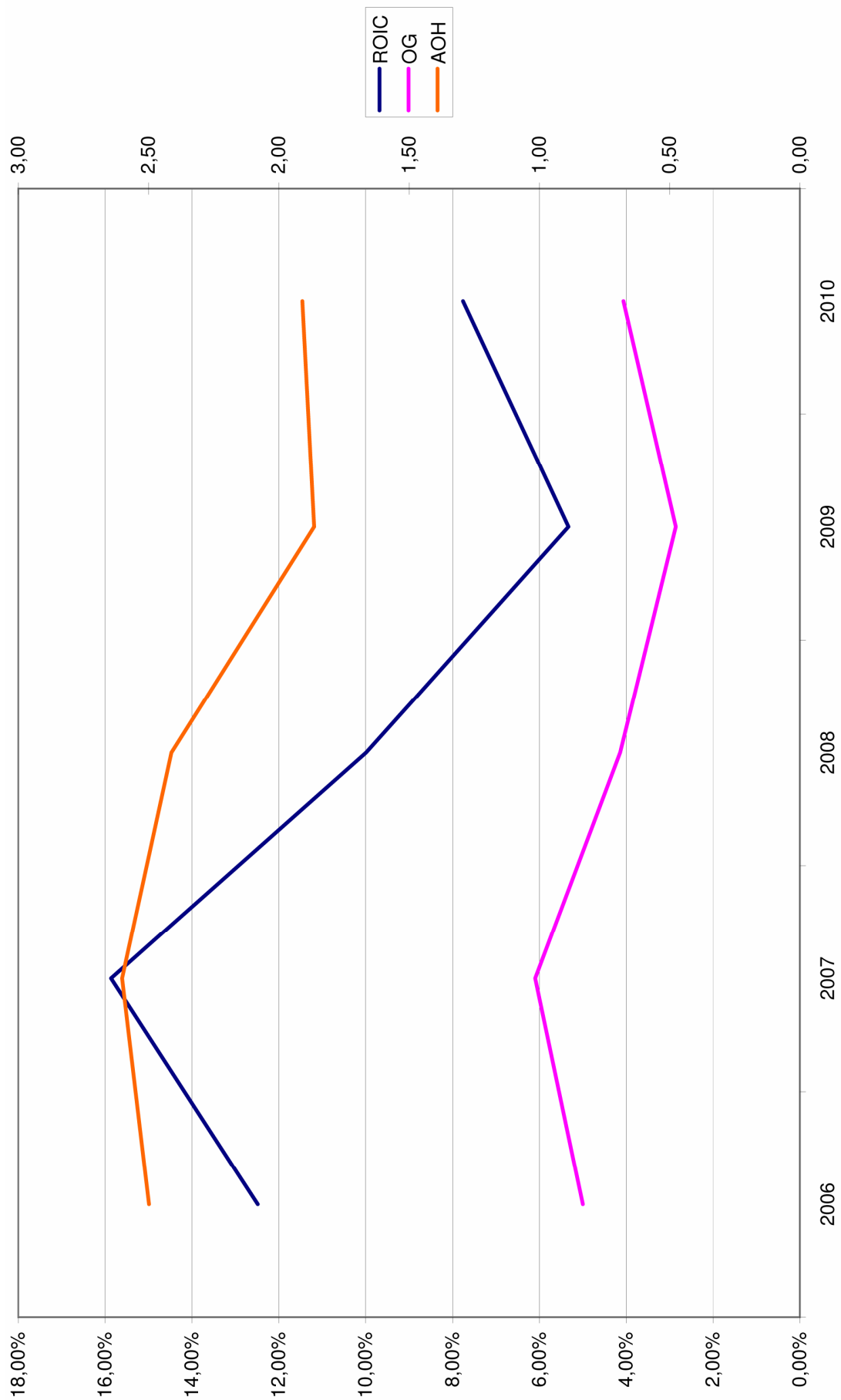
Bilag 6 Common size analyse af Reformuleret Resultatopgørelse

(i procent)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Omsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ændring i lagre af færdigvare under fremstilling	2,56%	1,95%	0,66%	-0,41%	-0,31%	3,00%
Omkostninger til råvare, hjælpemidler samt handelsvarer	-56,96%	-60,42%	-62,70%	-61,63%	-58,92%	-66,78%
Personaleomkostninger	-23,10%	-19,19%	-17,17%	-18,30%	-20,36%	-17,78%
Andre omkostninger	-16,06%	-15,49%	-12,61%	-13,23%	-15,75%	-13,59%
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	-1,81%	-1,29%	-1,42%	-1,99%	-2,08%	-1,93%
Af- og nedskrivninger af immaterielle anlægsaktiver	-0,72%	-0,60%	-0,80%	-0,90%	-1,06%	-0,97%
Nedskrivning af goodwill	-0,07%	-	-	-	-	-
Driftsoverskud fra salg (før skat)	3,83%	4,96%	5,96%	3,54%	1,52%	1,95%
Skat på driftsoverskud fra salg	-0,30%	-0,04%	-1,34%	-1,59%	-0,53%	-0,22%
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	3,53%	4,92%	4,62%	1,95%	1,00%	1,73%
Andre driftsindtægter	1,44%	1,94%	1,36%	0,63%	0,55%	0,36%
Arbejde udført for egen regning	0,11%	0,09%	0,10%	0,09%	0,22%	0,25%
Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	1,86%	-0,91%	-0,77%	-0,01%	0,03%	1,50%
Andet driftsoverskud (før skat)	3,41%	1,12%	0,69%	0,71%	0,80%	2,11%
Skat på andet driftsoverskud	-0,95%	-0,31%	-0,17%	-0,18%	-0,20%	-0,53%
Resultatandele efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	0,17%	0,58%	0,96%	1,66%	1,27%	0,76%
Resultat efter skat for ophørte aktiviteter	0,01%	-	-	-	-	-
Regulering af goodwill ved forøgelse af skatteaktiv	-	-1,31%	-	-	-	-
Andet driftsoverskud (efter skat)	2,63%	0,08%	1,48%	2,20%	1,86%	2,34%
Totalindkomst fra driften	6,16%	5,00%	6,10%	4,14%	2,86%	4,06%
Finansielle indtægter	0,91%	0,74%	0,71%	1,10%	1,15%	1,80%
Finansielle omkostninger	-1,16%	-1,19%	-1,78%	-2,74%	-2,22%	-2,73%
Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg	0,01%	-	-	-	-0,01%	0,01%
Netto finansielle omkostninger (før skat)	-0,24%	-0,45%	-1,07%	-1,64%	-1,08%	-0,92%
Skattefordel fra netto finansielle omkostninger	0,07%	0,13%	0,27%	0,41%	0,27%	0,23%
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-0,17%	-0,32%	-0,80%	-1,23%	-0,81%	-0,69%
Koncernresultat	5,99%	4,67%	5,30%	2,91%	2,05%	3,37%
Minoritetsinteressernes andel	0,05%	0,19%	0,11%	0,02%	-0,02%	0,02%
Totalindkomst	5,94%	4,48%	5,18%	2,89%	2,07%	3,35%

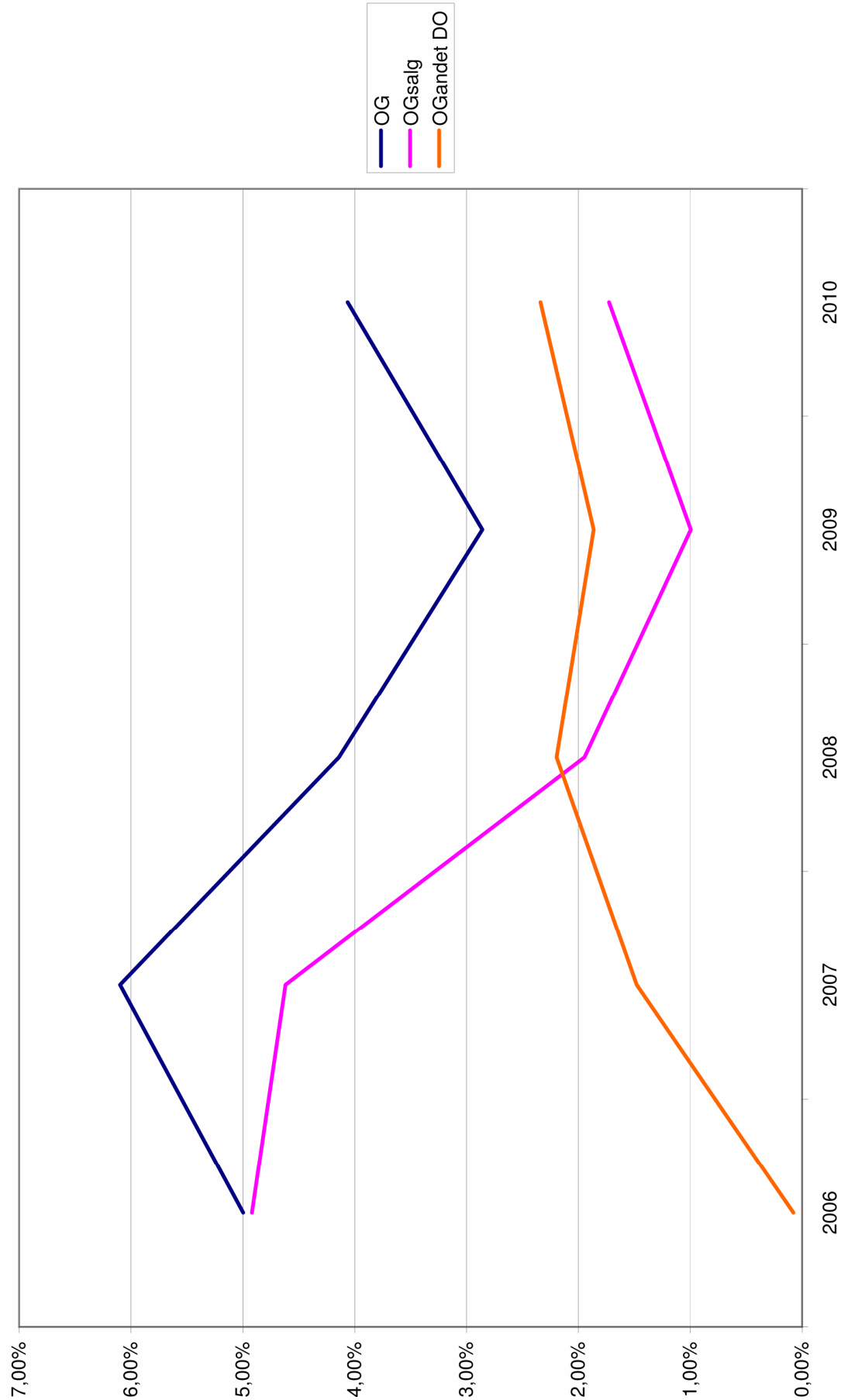
Bilag 7 Udvikling af ROE, ROIC, r, SPREAD og FGEAR



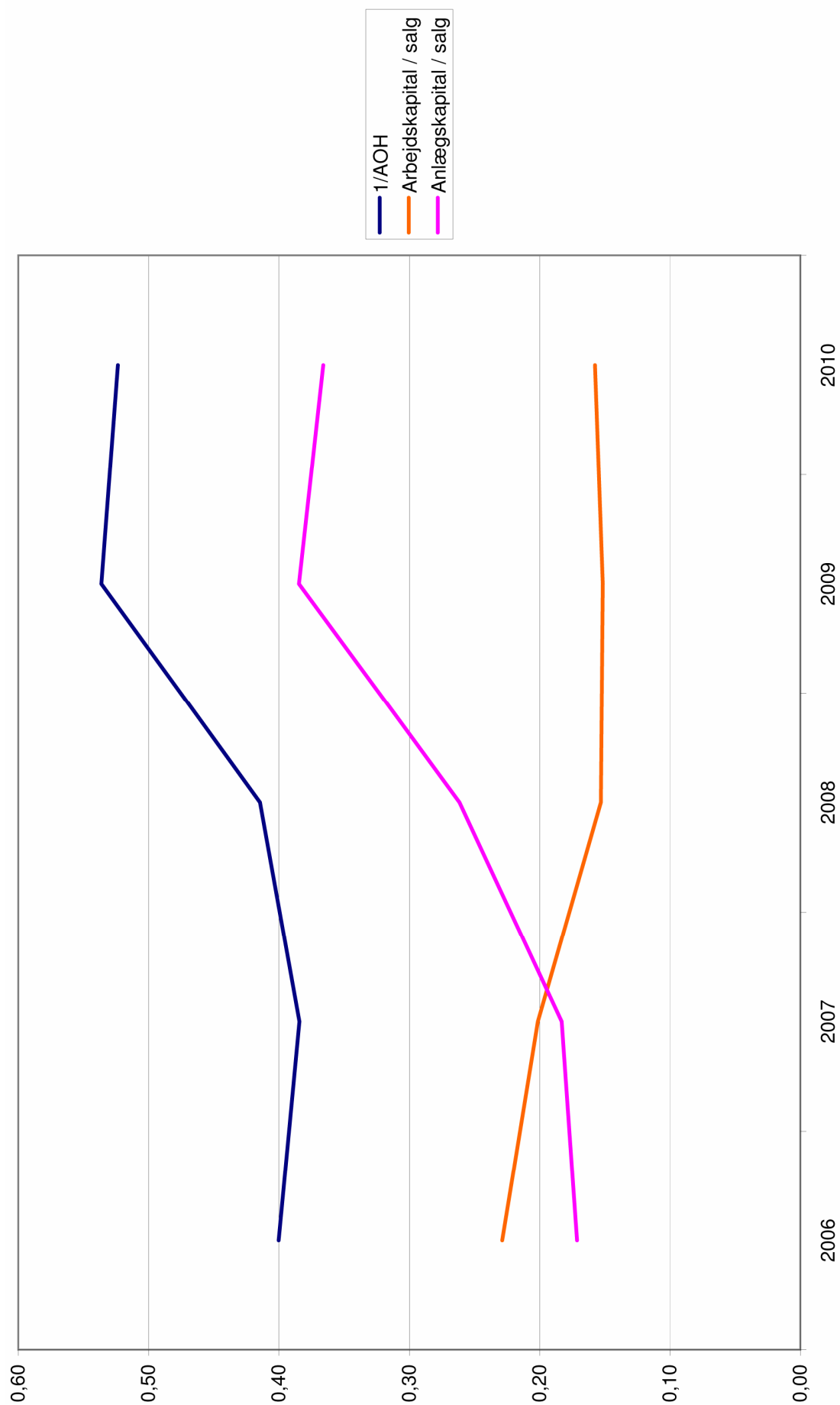
Bilag 8 Udvikling af ROIC, OG og AOH



Bilag 9 Udvikling af OG, OG_{salg} og OG_{andet DO}



Bilag 10 Udvikling af AOH og dens komponenter



Bilag 11 Budgetforudsætninger

	Historisk	Budgetperiode					Terminal perioden
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Resultatopgørelse							
Salgsvækst for NKT Cables	33,47 %	5,00 %	6,00 %	7,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00%
Salgsvækst for Nilfisk-Advanced	11,85 %	5,00 %	6,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00%
Salgsvækst for Photonics group	15,80 %	20,00 %	15,00 %	12,00 %	10,00 %	8,00 %	8,00%
Salgsvækst i alt	23,65 %	5,19 %	6,13 %	7,08 %	7,64 %	7,61 %	7,61%
Core OGsalg før skat	1,95 %	2,30 %	2,50 %	3,10 %	3,90 %	5,00 %	5,00%
Effektiv skatteprocent	21,9 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0%
Core OGsalg efter skat	1,73 %	1,66 %	1,80 %	2,23 %	2,81 %	3,60 %	3,60%
Core OGandet efter skat	2,34 %	1,70 %	1,70 %	1,70 %	1,70 %	1,70 %	1,70%
Balance							
Arbejdskapital / salg	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Anlægs kapital / salg	0,37	0,37	0,35	0,33	0,30	0,25	0,25
1 / AOH	0,52	0,53	0,51	0,49	0,46	0,41	0,41

Bilag 12 Proformaopgørelse

	Historisk	Budgetperiode					Terminal periode
Mio. kr	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Resultatopgørelse							
Nettoomsætning							
NKT Cables	8.519,3	8.945,3	9.482,0	10.145,7	10.957,4	11.834,0	12.780,7
Nilfisk-Advanced	5.746,6	6.033,9	6.396,0	6.843,7	7.322,7	7.835,3	8.383,8
Photonics Group	184,7	221,6	254,9	285,5	314,0	339,1	366,3
Moderselskab mv.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoomsætning i alt	14.451,1	15.200,8	16.132,8	17.274,9	18.594,1	20.008,4	21.530,8
Driftsomkostninger	14.201,8	14.949,1	15.842,4	16.889,3	18.072,0	19.288,1	20.755,7
DO salg	249,4	251,7	290,4	385,6	522,1	720,3	775,1
Andet DO	337,9	258,4	274,3	293,7	316,1	340,1	366,0
DO i alt	587,2	510,1	564,6	679,2	838,2	1.060,4	1.141,1
Balance							
Arbejdsdriftskapital	2.857,3	2.432,1	2.581,3	2.764,0	2.975,1	3.201,4	3.444,9
Anlægs kapital	5.664,1	5.624,3	5.646,5	5.700,7	5.578,2	5.002,1	5.382,7
NDA	8.521,4	8.056,4	8.227,7	8.464,7	8.553,3	8.203,5	8.827,6