

**Cand. merc. aud. – studiet**  
(Regnskab)

**Kandidatafhandling**

# **Værdiansættelse af LM Glasfiber**

**Udarbejdet af:**

---

**Kim M. Hansen**  
**27.05.67**

---

**Henrik A. Poulsen**  
**28.08.74**

**Afleveret 30.06.2009**

**Vejleder Jens Oluf Elling**

**Censor: \_\_\_\_\_**

**Copenhagen Business School 2009**

|                                                   |           |
|---------------------------------------------------|-----------|
| <b>0.0 EXECUTIVE SUMMARY .....</b>                | <b>4</b>  |
| <b>1 INDLEDENDE AFSNIT .....</b>                  | <b>5</b>  |
| 1.1 Indledning.....                               | 5         |
| 1.2 Problemformulering .....                      | 6         |
| 1.3 Afgrænsning .....                             | 8         |
| 1.4 Metodevalg .....                              | 12        |
| 1.5 Dataindsamling og kildekritik .....           | 18        |
| <b>2 VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE .....</b>             | <b>20</b> |
| 2.1 LM Glasfibers historie .....                  | 20        |
| 2.1.1 Struktur og opbygning .....                 | 21        |
| 2.1.2 Ejet af kapitalfond.....                    | 22        |
| 2.2 LM Glasfibers strategier og mål.....          | 23        |
| <b>3 STRATEGISK ANALYSE .....</b>                 | <b>25</b> |
| 3.1 Indledning.....                               | 25        |
| 3.2 Makroanalyse .....                            | 25        |
| 3.2.1 Politiske faktorer.....                     | 26        |
| 3.2.2 Økonomiske faktorer .....                   | 29        |
| 3.2.3 Sociale faktorer .....                      | 32        |
| 3.2.4 Teknologiske faktorer .....                 | 33        |
| 3.3 Brancheanalyse (Porters Five Forces) .....    | 36        |
| 3.3.1 Truslen fra nye indtrængere .....           | 36        |
| 3.3.2 Truslen fra substituerende produkter .....  | 37        |
| 3.3.3 Leverandørers forhandlingsstyrke .....      | 40        |
| 3.3.4 Konkurrenter i branchen .....               | 41        |
| 3.3.5 Kundernes forhandlingsstyrke .....          | 44        |
| 3.4 Segmentering og PLC .....                     | 45        |
| 3.5 Analyse af ressourcer .....                   | 48        |
| 3.5.1 Materielle anlægsressourcer .....           | 48        |
| 3.5.2 Immaterielle ressourcer .....               | 50        |
| 3.5.3 Menneskelige ressourcer .....               | 51        |
| 3.6 SWOT analyse .....                            | 51        |
| 3.6.1 Styrker .....                               | 52        |
| 3.6.2 Svagheder .....                             | 53        |
| 3.6.3 Muligheder .....                            | 53        |
| 3.6.4 Trusler .....                               | 54        |
| 3.7 Delkonklusion .....                           | 55        |
| <b>4 NØGLETALSANALYSE .....</b>                   | <b>56</b> |
| Revisionspåtegning.....                           | 57        |
| 4.1 Reformulering.....                            | 57        |
| 4.1.1 Reformulering af egenkapitalopgørelse ..... | 58        |
| 4.1.2 Reformulering af balance .....              | 58        |
| 4.1.3 Reformulering af resultatopgørelse .....    | 59        |
| 4.2 Rentabilitetsanalyse .....                    | 59        |
| 4.2.1 Niveau 1.....                               | 61        |
| 4.2.2 Niveau 2.....                               | 64        |
| 4.2.3 Niveau 3.....                               | 65        |

|          |                                                                  |            |
|----------|------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.3      | Vækstanalyse.....                                                | 67         |
| 4.3.1    | Analyse af ændringer i rentabilitet og permanente overskud ..... | 69         |
| 4.4      | Risikoanalyse .....                                              | 72         |
| 4.4.1    | Driftsmæssig risiko.....                                         | 72         |
| 4.4.2    | Finansiell risiko .....                                          | 74         |
| 4.4.3    | Vækstrisiko .....                                                | 74         |
| 4.5      | Sammenhæng mellem strategi og nøgletal .....                     | 75         |
| 4.6      | Delkonklusion .....                                              | 76         |
| <b>5</b> | <b>BUDGETTERING.....</b>                                         | <b>78</b>  |
| 5.1      | Budgetperiode .....                                              | 78         |
| 5.2      | Salgets vækstrate.....                                           | 79         |
| 5.3      | Aktivernes omsætningshastighed.....                              | 81         |
| 5.4      | Overskudsgrad fra salg .....                                     | 82         |
| 5.5      | Effektiv skatteprocent .....                                     | 83         |
| 5.6      | Andet driftsoverskud.....                                        | 84         |
| 5.7      | Usædvanlige poster .....                                         | 84         |
| 5.8      | Finansielle forpligtelsers afkastkrav.....                       | 85         |
| 5.9      | Ejernes afkastkrav .....                                         | 86         |
| 5.10     | Delkonklusion .....                                              | 87         |
| <b>6</b> | <b>VÆRDIANSÆTTELSE .....</b>                                     | <b>89</b>  |
| 6.1      | DCF-model .....                                                  | 91         |
| 6.2      | Følsomhedsanalyse .....                                          | 92         |
| 6.2.1    | Salgets vækstrate .....                                          | 92         |
| 6.2.2    | Aktivernes omsætningshastighed .....                             | 94         |
| 6.2.3    | Overskudsgrad.....                                               | 95         |
| 6.2.4    | Effektiv skatteprocent.....                                      | 96         |
| 6.2.5    | Andet driftsoverskud og usædvanlige poster .....                 | 96         |
| 6.2.6    | Kapitalstruktur .....                                            | 97         |
| 6.2.7    | Finansielle forpligtelsers afkastkrav .....                      | 98         |
| 6.2.8    | Ejernes afkastkrav.....                                          | 99         |
| 6.3      | Worst og best case scenarier .....                               | 100        |
| 6.4      | Delkonklusion .....                                              | 102        |
| <b>7</b> | <b>KONKLUSION .....</b>                                          | <b>103</b> |
| <b>8</b> | <b>LITTERATURLISTE.....</b>                                      | <b>106</b> |
| <b>9</b> | <b>BILAGSOVERSIGT .....</b>                                      | <b>108</b> |

## 0.0 Executive summary

The primary purpose of our candidate assignment, on the basis of a strategic financial analysis, is to estimate the value of the Danish world leader of vings to the windmill manufacturing: LM Glasfiber A/S. We wish to give answers to several problems, which among other things, is whether the annual report underestimates the value of the core areas in LM Glasfiber A/S in their fixing of the total shareholders equity.

Furthermore, we would like to supplement to the traditional financial analysis some concepts with foothold in the value way of thinking, in order to obtain a more varied view of LM Glasfibers financial development through our financial analysis.

To evaluate the financial statements by LM Glasfiber it has been necessary to reformulate the financial reports thoroughly.

We have used the Discounted Cash Flow model for the valuation of LM Glasfiber value. The valuation of LM Glasfiber comes from estimated budgets in the period 2008-2010 for the company.

In our strategic analysis of LM Glasfiber, from our SWOT analysis, we can conclude that the strong sides of the company are innovation, cost effectiveness and a good environmental profile. The possibilities for LM Glasfiber are the increasing demands on environmental friendly energy sources and expansion to new markets for instance China and India. The threat lies in the relative dependency on political currents and increasing market shares for large competitors.

In a valuation process it is essential to estimate the capital cost, Weighted Average Capital Cost (WACC). In our assignment we make an estimation of LM Glasfiber`s capital structure, debt capital cost and equity cost. LM Glasfiber`s equity cost are estimated to be 14,46 % in 2007, which gives a WACC of 9,141 %.

After using the discounted cash flow model we have estimated the value of LM Glasfiber at 1.762.487 t.DKK by the 31. december 2007. The observed shareholders equity value at 31. December 2007 was 1.379.540 t.DKK, which was different from our estimated value. On the basis of the estimated prices, we find that the shareholders equity underestimates LM Glasfiber value.

# 1 Indledende afsnit

## 1.1 Indledning

Behovet for at værdiansætte en virksomhed opstår blandt andet i forbindelse med salg, generationsskifte og børsintroduktion. For børsnoterede virksomheder sker der endvidere en løbende værdiansættelsesproces af analytikere og investorer, hvor det vurderes, hvorvidt aktien er over- eller undervurderet i forhold til analytikeres eller investors vurdering af virksomhedens værdi. Værdiansættelse i praksis er derfor et uundværligt instrument til at forbedre beslutningsgrundlaget for analytikere, långivere, investorer og øvrige interessenter. Problemstillingen er interessant, da værdiansættelsesanalyser netop bruges i praksis i mange sammenhænge, om end tilpasset den enkeltes behov og interesser.

Værdiansættelsesprocessen er i høj grad præget af analytikeres subjektive vurdering af de enkelte strategiske forholds prioritering og fremtidige betydning for virksomheden. To værdiansættelsesanalyser af samme virksomhed foretaget på baggrund af de samme kilder kan derfor give vidt forskellige resultater. Det bekræftes af aktiehandlen, hvor en investor ønsker at sælge, samtidig med en anden ønsker at købe, hvilket jo alt andet lige betyder, at investorerne har forskellige forventninger til aktiens fremtidige muligheder. Problemstillingen forstærkes af, at analyserne oftest foretages af eksterne interessenter, som ikke har adgang til fortrolige oplysninger fra virksomheden, leverandørerne samt deres konkurrenter. Det er derfor afgørende for analysens kvalitet samtidig at vurdere de svagheder og følsomheder, der måtte være i de enkelte analyser.

Danske virksomheder er generelt små set i global sammenhæng. Flere af virksomhederne har en specialiseret knowhow, som er opbygget over mange år. Den opbyggede specialviden samt virksomhedernes størrelse gør dem til interessante opkøbsobjekter.

Grunden til vort valg faldt på en virksomhed i vindmøllebranchen, er den kraftige interesse energiforsyningen, og særligt vindkraft, har på verdensplan. Globalt er der sket en stigning i energiforbruget og som følge af fokus på den generelle miljøbevågenhed er der således en stadig stigende interesse for vindkraft.

Øjeblikkets stigninger i olieprisen er ligeledes med til at øge behovet for alternativer hertil, og senest har Deutsche Bank i et notat udtrykt forventninger om en gennemsnitlig årlig vækstrate 20,5 % for vindenergi i perioden 2009 – 2015.

Vi har valgt at tage udgangspunkt i den danske vindmølleveingeproducent LM Glasfiber Holding koncernen, herefter kaldet LM Glasfiber.

Grunden til, at valget faldt på LM Glasfiber, er at den danske vindmøllebranche som forgangsland og med en rivende udvikling de seneste 20 år er yderst interessant. Vi fravalgte Vestas Wind Systems A/S samt andre vindmølleproducenter, da disse allerede er analyseret og gennemgået af flere omgange. Vi syntes det i indgangen til emnet ville være ekstra interessant at tage en producent, der både ejermæssigt og branchemæssigt skiller sig ud. Dette vil naturligvis give nogen usikkerheder i forbindelse med værdiansættelsen, hvilket den kraftige vækst i markedet også vil medføre. Men usikkerhederne i forbindelse med værdiansættelsen ser vi som en spændende udfordring og vil forsøges afdækket ved en strategisk analyse og ved en nøgletalsanalyse.

Vores hensigt med afhandlingen er, at benytte en række af de metoder, som kan anvendes ved den strategiske analyse, nøgletalsanalyse og efterfølgende værdiansættelse. Indgangsvinklen er således teoretisk baseret, da vores udgangspunkt er redskaber fra faget ekstern rapportering, mens hovedformålet med afhandling er, at anvende teorien til at foretage en praktisk værdiansættelse af virksomheden.

## 1.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i en strategisk analyse og en nøgletalsanalyse foretages en værdiansættelse af LM Glasfiber.

For at konkretisere ovenstående problemstilling har vi valgt at opstille følgende delspørgsmål opdelt i henhold til fem hovedafsnit:

### **Virksomhedsbeskrivelse**

- Hvad er LM Glasfibers vision og strategi?
- Hvilken historie er forbundet med virksomheden LM Glasfiber og produktionen af vindmøllevinger?

Virksomhedsbeskrivelsen skal være med til at præsentere virksomheden, dens produktprogram, produktionsfaciliteter, organisationskultur m.v. samt give et kendskab til virksomheden forud for den strategiske analyse.

### **Strategisk analyse**

- Hvilken betydning har markedets størrelse og vækst for LM Glasfiber?
- Hvilke makroøkonomiske faktorer (drivers of change) har indflydelse på markedet for vindmøllevinger, og hvad medfører det for LM Glasfiber?
- Hvilken indvirkning har konkurrencen i branchen for produktion af vindmøllevinger på LM Glasfibers fremtid?
- Hvilke risici medfører LM Glasfibers produktsammensætning og diversifikation?
- Hvordan matcher LM Glasfibers ressourcer markedets behov?

Den strategiske analyse skal være med til at klarlægge LM Glasfibers strategiske position samt potentiale. Virksomhedens markeds- og konkurrencemæssige situation analyseres, herunder en analyse af stærke og svage sider, således at vi opnår et bredt vidensgrundlag før vurderingen af virksomhedens fremtidige potentiale. Den strategiske analyse er vigtig, når udviklingen i virksomhedens nøgletal, som efterfølgende udarbejdes i nøgletalsanalysen, skal vurderes og forklares, da udviklingen skal ses i sammenhæng med udviklingen i parametrene fra den strategiske analyse. Disse parametre skal endvidere være grundlaget, når forudsætningerne bag værdiansættelsen klarlægges.

### **Nøgletalsanalyse**

- Hvilke risici medfører LM Glasfibers finansielle og driftsmæssige gearing?
- Hvilke konsekvenser får LM Glasfibers strategi på deres nøgletal?
- Hvilken indvirkning har udviklingen i arbejdskapital på LM Glasfibers økonomiske effektivitet?

- Hvilken vækst forventes på baggrund af LM Glasfibers tidligere nøgletal?

### **Budgettering**

- Hvilke faktorer påvirker budgettet og hvordan?
- Hvordan skal faktorerne prioriteres og hvorfor?
- Hvad er ejernes afkastkrav, og hvad betyder det for den efterfølgende værdiansættelse?

### **Værdiansættelse**

- Hvordan stemmer den estimerede værdi af egenkapitalen til den faktiske bogførte egenkapitalværdi?
- Hvilken indvirkning vil ændringer i de faktorer, som der er lagt vægt på ved budgetteringen, give i den estimerede værdi?

## **1.3 Afgrænsning**

På baggrund af, at afhandlingen primært henvender sig til studerende og lærere ved Handelshøjskole i København – herunder censor og vejler – er afhandlingen udelukkende baseret på offentligt tilgængelige informationskilder såsom årsrapporter, artikler, fagblade, brancheanalyser etc.

Desuden er det ikke muligt at fremskaffe intern information fra virksomheder, medmindre man er ansat der. Det har derfor ikke været muligt at anskaffe anden information end årsrapporter fra LM Glasfiber.

Der vil blive foretaget en række tilvalg og fravalg af modeller, afhængig af de særlige forhold, som kendetegner LM Glasfiber, hvorfor afhandlingens modelvalg ikke er udtømmende inden for problemområdet.

Desuden vil der udelukkende blive argumenteret for modellernes anvendelse samt relevans, hvorfor der afgrænses fra en egentlig kritisk gennemgang af modellerne.

Dataindsamlingen er afsluttet pr. 1. april 2009, og forhold som er indtruffet efter denne dato, vil ikke blive behandlet i afhandling af hensyn til vores deadline for afleveringsfristen.

Da den valgte problemstilling endvidere er indenfor et omfattende fagområde, har det været nødvendigt til at afgrænse afhandling i forhold hertil. Vurderingen af de enkelte afgrænsninger er foretaget ud fra relevans i forhold til den valgte problemstilling. Samtidig er der foretaget afgrænsning fra emner, der kunne have indgået i besvarelsen.

## **Analyser**

Afhandlingens analyser foretages med udgangspunkt i koncernen LM Glasfiber Holding A/S. Såfremt der ikke er angivet andet i teksten, vedrører analyserne hele koncernen.

## **Sammenligning med øvrige producenter**

LM Glasfiber er den eneste globale producent af vindmøllevinger<sup>1</sup>.

Som der argumenteres for i brancheanalysen, er LM Glasfibers konkurrenter i høj grad vindmølleproducenter, som vælger selv at producere deres vindmøllevinger (inhouse-production).

I forhold til nøgletalsanalyse er det valgt ikke at foretage sammenligning med konkurrenters nøgletal, dels på grund af, at konkurrenterne jf. ovenstående ikke kan sammenlignes direkte med LM Glasfiber, da deres produkter omfatter mere end blot vinger, og dels af hensyn til afhandlings omfang.

## **Ændret regnskabspraksis**

LM Glasfiber ændrede regnskabspraksis med virkning fra regnskabsår 2005, således at der fremover aflægges regnskab efter International Financial Reporting Standard (IFRS). Tidligere aflagde LM Glasfiber årsrapport i henhold til bestemmelserne for regnskabsklasse C i Årsregnskabsloven. I forbindelse med regnskabsaflæggelsen for år 2005 er der ligeledes udarbejdet en proforma opgørelse for år 2004 i henhold til IFRS. Det er ikke muligt at udarbejde proforma opgørelse for år 2003, da der ikke foreligger tilstrækkeligt med oplysninger, hvorfor det er fravalgt.

---

<sup>1</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet om LM Glasfiber koncernen

Sammenligning med år 2003 skal derfor i nogle tilfælde foretages med et vist forbehold. Det vil dog i forbindelse med nøgletalsanalysen så vidt muligt blive vurderet, om en eventuel væsentlig og signifikant udvikling fra år 2003 til de følgende år kan skyldes ændringer i anvendt regnskabspraksis.

## **Værdiansættelse**

Udviklingen i konjunkturer og valutakurser vil ikke blive indarbejdet i vores budgetforudsætninger, da det kan være svært at forudsige udviklingen i disse. Vi vil dog fremhæve faktorerne i det omfang, der er en risiko forbundet hermed.

Værdiansættelsen af LM Glasfiber foretages ved hjælp af den frie cash flow-model (DCF-modellen), som er en indirekte metode til værdiansættelse.

Ved cash flow modellerne anses finansieringsaktiviteten for ikke at være værdiskabende, hvilket blandt andet gør modellen lettere at anvende i virksomheder, hvor der sker hyppige ændringer i kapitalstrukturen. LM Glasfiber har ændret kapitalstruktur, da den blev overtaget af en kapitalfond samt i forbindelse med den planlagte børsintroduktion. Vi er opmærksomme på, at modellen bør sammenholdes med en anden værdiansættelsesmodel for at kontrollere, at modellen giver en korrekt værdi.

Valget af værdiansættelsesmodel er foretaget ud fra en vurdering af 3 vigtige parametre.

1. Værdiansættelsesmodellen bør give et middelret estimat. Det vil sige at der ikke forekommer systematiske fejl i den estimerede værdi af selskabet. DCF bygger på at alt overskydende likviditet reinvesteres. Gøres dette ikke vil der forekomme systematiske fejl i DCF modellen. Denne forudsætning vurderes dog som udgangspunkt at være opfyldt, da det forekommer ulogisk at en virksomheden skulle have overskudslikviditet, uden at tage stilling til hvordan denne reinvesteres.
2. Den bør være forståelig og brugervenlig. Dette gælder de faktiske brugere, aktieanalytikere, investorer, banker, aftagere af produkter m.m. Det er vores opfattelse at det er et holdningsspørgsmål om en bruger bedst "forstår" en værdiansættelse baseret på resultatmål der viser værdiskabelsen, frem for at bruge distribution af værdi som grundlag.

3. Værdiansættelsen skal bygge på realistiske forudsætninger. Eksempelvis anvendes historiske kurser til at estimere beta-værdier, skønt CAPM modellen forudsætter brug af ex-ante priser. Anvendelsen af CAPM modellen til vurdering af en akties risiko reduceres derfor tilsvarende.

DCF modellen er ifølge litteraturen den hyppigst anvendte model til værdiansættelse af virksomheder. Det forhold at modellen er den hyppigst anvendte model må bevise at, der er en generel opfattelse af at den vægtet opfylder de 3 punkter bedst.

DCF -modellen har den fordel at den er upåvirket af de valgte indregningskriterier og regnskabsprincipper i selskabets årsrapport. Modellen bygger i modsætning til RI-modellen på pengestrømme. Ulempen ved DCF-modellen er, at budgettering af pengestrømme er vanskeligere end budgettering af regnskabsbaserede mål, da pengestrømme er mere volatile.

Var der helt gennemsigtighed i markedet og det var muligt at få det samme informationsgrundlag til anvendelse af henholdsvis DCF og RI modellerne ville resultatet af værdiansættelsen blive den samme i de to modeller. RI- modellen vil som udgangspunkt være en hurtigere model at anvende da datakravene til modellen er beskedne. Den kræver i princippet kun et skøn over egenkapitalforrentningen, vækst samt ejerafkastkrav for at kunne estimere værdien af en virksomhed. DCF-modellen kræver flere oplysninger og er mere omfattende, men må på den baggrund også vurderes at tage hensyn til flere parametre ved værdiansættelsen af virksomheden.

Herudover bygger DCF- modellen i modsætning til andre værdiansættelsesmodeller på indtjeningen i hele virksomhedens levetid, hvorimod f.eks. RI-modellen kun bygger på antal af år med overnaturligt afkast.

En anden forskel på DCF og RI modellen er terminalværdiens andel af værdiansættelsen af selskabet. Terminalværdien i DCF modellen er væsentlig højere end i RI modellen<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Kilde: Copeland et al. 1990, 208

På den baggrund kan vi uddrage at RI- modellen i vid udstrækning anerkender at selskabets årsrapport allerede har udført en del af værdiansættelsen af virksomheden, hvorimod DCF modellen omformer årsrapporten til ind og udbetalinger. DCF modellen bygger derfor ikke på de oplysninger som er i årsrapporten, mens RI modellen ikke tager højde for terminalværdien. Anvendelse af årsrapporten som prisfastsætter, er derfor afhængig af om aktiver og passiver afspejler de underliggende fremtidige betalingsstrømme. Det er vores vurdering at dette kan være problemfyldt i virksomheder i vækst, hvorfor vores udgangspunkt i LM Glasfiber bliver DCF-modellen.

## 1.4 Metodevalg

Vi har ved udarbejdelsen af denne afhandling været inde i forskellige metodiske overvejelser.

Udgangspunktet for afhandlingen er en praktisk problemstilling, hvorfor undersøgelsen tager udgangspunkt i et konkret casestudie, nemlig LM Glasfiber. Det er afhandlingens formål at identificere og vurdere LM Glasfibers strategiske position med henblik på at foretage en værdiansættelse af virksomheden, der efterfølgende kan sammenholdes med den bogførte værdi i virksomheden.

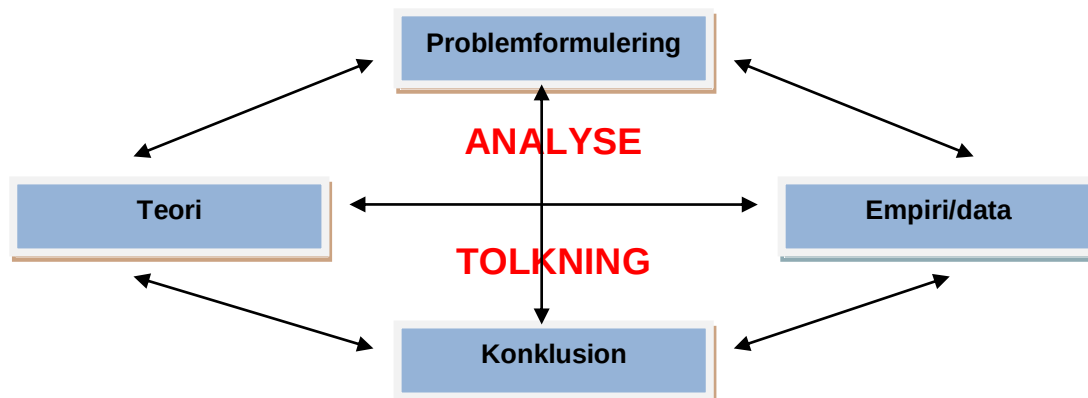
Til brug herfor vil vi udarbejde rapporten ud fra dokumentmetoden, hvorpå vi arbejder ud fra allerede dokumenteret materiale (f.eks. i form af teori) samt benyttelse af empiri i form af både kvalitativ og kvantitativ karakter. Det vil sige, at vi forhold til vidensproduktionsforløbet vil komme frem til både deduktive samt induktive slutninger<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Kilde: " Den skinbarlige virkelighed" side 39

Nedenstående figur viser afhandlingens opbygning.

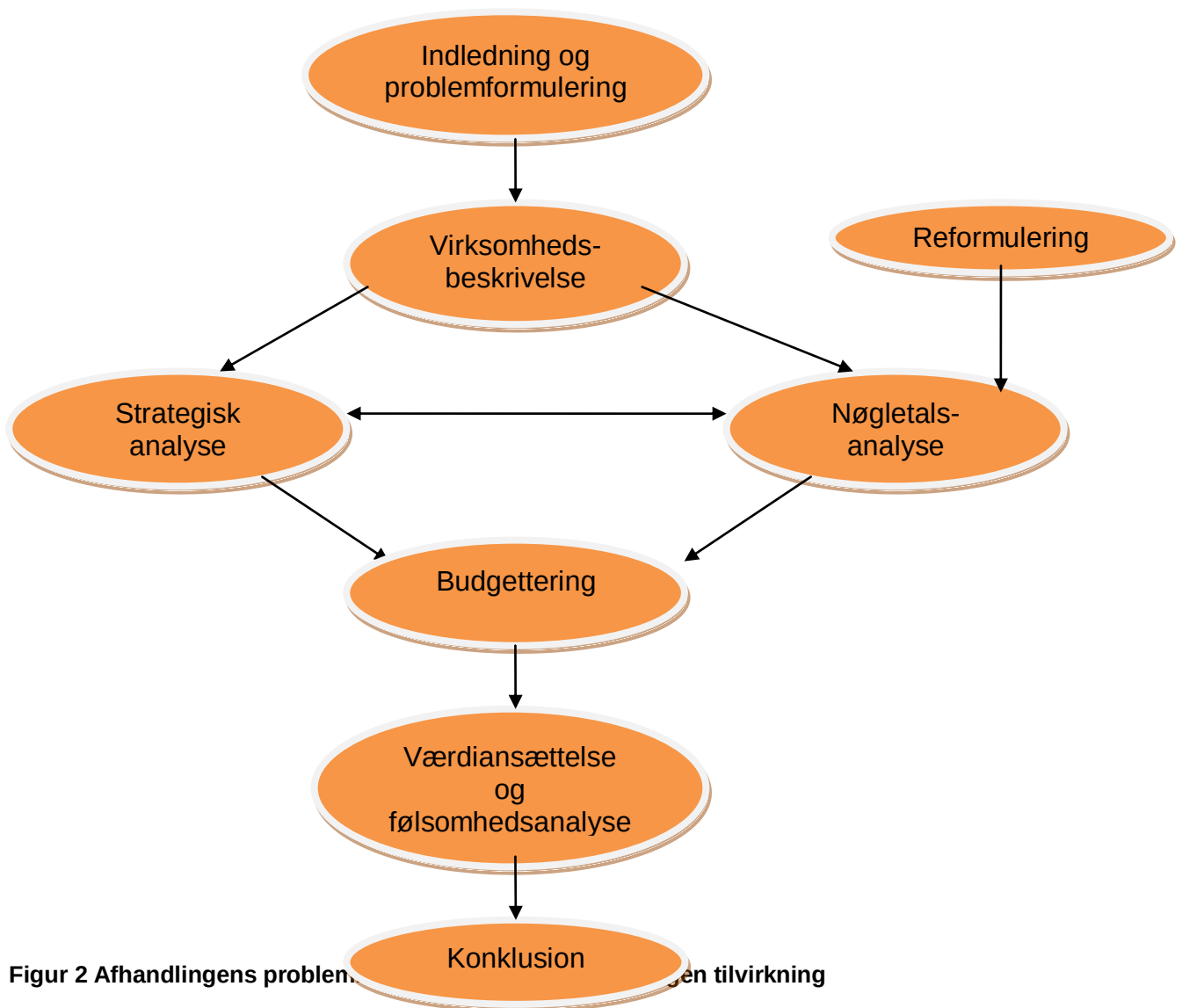
**Projektets opbygning**



**Figur 1 Projektets opbygning** Kilde: Den skinbarlige virkelighed side 30

Modelvalget er baseret på de hovedområder afhandlingen er opdelt efter, nemlig den strategiske analyse, regnskabsanalysen og værdiansættelsen som vist efterfølgende.

Afhandlingens problemløsning og struktur kan beskrives ved følgende figur .



Figur 2 Afhandlingens problemformulering og tilvirkning

For at skabe et grundlæggende kendskab til LM Glasfiber vil vi indledningsvis udarbejde en virksomhedsbeskrivelse med udgangspunkt i virksomhedens historie og valgte strategi.

Derefter foretages en strategisk analyse og nøgletalsanalyse, som skal danne grundlag for budgetteringen. På baggrund af den foretagne budgettering foretages værdiansættelsen, som sammenholdes med den regnskabsmæssige værdi af egenkapitalen.

Som afslutning og perspektivering af værdiansættelsen udarbejdes der en følsomhedsanalyse, hvor det analyseres, hvilken indvirkning ændringer i de enkelte skøn ville medføre i den estimerede værdi.

Hvert hovedafsnit afsluttes med en delkonklusion. Ligesom der til sidst i afhandlingen udarbejdes en samlet konklusion.

### **Strategisk analyse**

I den strategiske analyse vurderes udviklingen i de ikke-finansielle værdidrivere og deres indvirkning på de finansielle værdidrivere. Ikke finansielle værdidrivere kan være bestemt af eksterne såvel som interne forhold, hvorfor afsnittet vil indeholde analyser af såvel de eksterne som de interne forhold.

Der foretages en makroanalyse, hvor formålet er at finde frem til de forandringsdrivere (drivers of change), som har væsentlig indvirkning på LM Glasfiber og det marked eller branche, de opererer i. Makroanalysen foretages som en PEST-analyse, hvor forandringsdriverne opdeles i politiske, økonomiske, sociale og teknologiske faktorer.

For at analysere konkurrenceintensiteten i branchen for produktion af vindmøllevinger og dermed vurdere branchens attraktivitet vil vi anvende modellen "Porters Five Forces". Modellen tager udgangspunkt i konkurrencesituationen i branchen, men der tages samtidig hensyn til de øvrige faktorer i branchen, der kan have betydning for konkurrenceintensiteten. Under brancheanalysen vil vi under substituerende produkter vurdere konkurrerende teknologier indenfor vedvarende energi, hvorfor disse ikke omtales i makroanalysen.

Der udarbejdes relevante segmenteringer for LM Glasfiber. På baggrund af teorien om Produkt Livs Cyklus kurven<sup>4</sup> og de foretagne segmenteringer foretages en vurdering af virksomhedens diversifikation.

---

<sup>4</sup> Global Marketing – A market-responsive approach, 2. udgave, forfatter: Svend Hollensen, forlag: Pearson Education Limited, ISBN: 0-273-64644-3, side 401

Såfremt der forelå brugbare officielle oplysninger om de interne forhold, ville der blive foretaget en værdikædeanalyse. På grund af manglende oplysninger om de interne forhold er det dog fravalgt, da analysens konklusioner i høj grad ville være subjektive og formentlig en overfortolkning af de foreliggende oplysninger. Det er derfor valgt i stedet at foretage en vurdering af den indre effektivitet, hvor LM Glasfibers ressourcer analyseres.<sup>5</sup> Analysen bidrager til vurderingen af LM Glasfibers situation og deres evne til at tilpasse markedets behov og krav.

### **Nøgletalsanalyse**

Generelt anbefales det, at nøgletals- og regnskabsanalyser dækker en periode på tre til fem regnskabsår. Da afhandlingens nøgletalsanalyse primært har til formål sammen med den strategiske analyse at danne grundlag for udarbejdelsen af budgettering til brug for værdiansættelsen, foretages analysen for en femårig periode, nemlig årsregnskab 2003 til 2007.

Først reformuleres egenkapitalnoterne, balancerne og resultatopgørelserne for perioden. Reformuleringen er nødvendig for at skabe overblik over, hvorledes virksomheden genererer sit overskud. Ved reformulering sker der en opdeling mellem drifts- og finansieringsaktiviteter, ligesom reformulering sikrer, at alle aktiviteter medtages, uanset gældende regnskabslovgivnings krav til klassifikation og indregning.

Med udgangspunkt i de reformulerede resultatopgørelser og balancer foretages en historisk nøgletalsanalyse, som sammen med den strategiske analyse skal danne baggrund for budgetteringen til brug for værdiansættelsen. Samtidig har nøgletalsanalysen til formål at identificere virksomhedens udviklingstendenser, som kan hjælpe med at estimere virksomhedens strategiske position og vækstpotentiale i budgetperioden.

Rentabilitetsanalysen foretages med udgangspunkt i den udvidede Dupont-model, som giver en systematisk tilgang til nøgletallenes indre sammenhæng. I modellens første niveau vil der blive lagt vægt på den finansielle såvel som den driftsmæssige gearing. Der vil for modellens tredje niveau især blive lagt vægt på udviklingen i arbejdskapital, da disse

---

<sup>5</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 2. udgave, forfattere: Jens O. Elling og Ole Sørensen, forlag: Gjøellerup, ISBN: 87-13-04903-8, side 78

kan have en vis indflydelse på vurderingen af den fremtidige vækst. Der er generelt valgt at benytte gennemsnitsværdi for balanceposter ved beregningen af nøgletal.

På baggrund af rentabilitetsanalysen samt opdeling af permanente og transitoriske poster vurderes overskuddets kvalitet og dermed grundlaget for permanent vækst.

Der foretages endvidere en risikoanalyse på baggrund af nøgletallene og det opnåede kendskab jf. den strategiske analyse.

Ved nøgletalsanalysen vurderes det, hvorvidt der er sammenhæng mellem LM Glasfibers nøgletal og den valgte strategi.

### **Budgettering**

Der er valgt en budgetperiode på 3 år og terminalperiode, for vi mener ikke, at der med rimelighed kan forudsiges markedets variationer længere frem, da markedet er omfattet af en del usikkerheder. Endvidere er LM Glasfiber ejet af en kapitalfond, hvilket vi mener også taler for kort budgetperiode, da investeringsfilosofien i dette ejerskab oftest er for en begrænset periode.

Før den egentlige værdi kan beregnes, er det essentielt, at der på baggrund af den strategiske analyse og nøgletalsanalysen, sker en velbegrundet budgettering for den valgte budgetperiode og terminalperioden. Ved budgetteringen sker der en vurdering og prioritering af de enkelte forandringsdrivere og variabler, som der findes frem til i den strategiske analyse samt nøgletalsanalysen.

### **Værdiansættelse**

På baggrund af de fastlagte budgetforudsætninger udarbejdes der proforma-opgørelser for budgetperioden opstillet som de reformulerede opgørelser. Værdiansættelsen foretages ved hjælp af den frie cash flow-model (DCF-modellen), som er en indirekte metode til værdiansættelse. Ved cash flow modellerne anses finansieringsaktiviteten for ikke at være værdiskabende, hvilket blandt andet gør modellen lettere at anvende i virksomheder, hvor der sker hyppige ændringer i kapitalstrukturen. LM Glasfiber har ændret kapitalstruktur, da

den blev overtaget af en kapitalfond samt i forbindelse med den planlagte børsintroduktion.

Der kræves et godt kendskab til virksomheden for at anvende DCF-modellen, da estimerer udelukkende foretages af analytiker<sup>6</sup>. Kendskabet til virksomheden opnås ved virksomhedsbeskrivelse, strategisk analyse og nøgletalsanalyse jf. de foregående afsnit.

Den beregnede værdi af LM Glasfiber sammenholdes med den regnskabsmæssige værdi af egenkapitalen, som fremgår af årsrapporten for år 2007. Det er en svaghed i afhandlingen, at analysetidspunktet er så sent set i forhold til statustidspunktet, hvor egenkapitalen er opgjort. Der indgår kilder i afhandlingen, som er dateret mere end et år efter statustidspunktet, hvorfor det ikke kan afvises, at der i perioden er fremkommet oplysninger, som ændrer den strategiske analyse og værdiansættelse, hvorfor en sammenligning med værdien ultimo 2008 er at foretrække, men desværre er det ikke muligt, da regnskabet ved udarbejdelsen af afhandlingen endnu ikke er offentliggjort.

For at vurdere kvaliteten af værdiansættelsen udarbejdes en følsomhedsanalyse, hvor følsomheden overfor ændringer i de enkelte faktorer beregnes og diskuteres. For at tydeliggøre betydningen af de enkelte skøn og hvor forskellige estimerer usikkerhederne i forbindelse med den strategiske analyse og nøgletalsanalysen kan resultere i, har vi valgt at fastsætte et worst og best case scenarie for hver enkelt værdi, der indgår i den endelige værdiansættelse. Ændringen i den beregnede værdi af egenkapitalen ved ændring af værdien i henhold til worst og best case vil blive beregnet som en isoleret ændring, hvor de øvrige faktorer er som budgetlagt. Til sidst i følsomhedsanalysen beregnes ændringen i værdiansættelsen, hvis alle værdier budgetteres som henholdsvis worst og best case scenariet.

## 1.5 Dataindsamling og kildekritik

Dataindsamlingen er afsluttet den 1. april 2009, hvorfor materiale offentliggjort efter denne dato ikke vil indgå i kandidatafhandlingen. Da der ikke er mulighed for at skaffe internt

---

<sup>6</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 48

materiale fra LM Glasfiber eller vindmøllebranchen i øvrigt til brug for opgaven, er det valgt at opbygge afhandling ud fra offentligt tilgængelige oplysninger. Eksterne analytikere eller investorer udarbejder også deres værdiansættelsesanalyser alene ud fra offentligt tilgængeligt materiale. I de tilfælde, hvor det ikke har været muligt at skaffe kilder, der dokumenterer de internationale forhold, er der taget udgangspunkt i kilder, der beskriver det danske marked, da Danmark som forgangsland for vindenergi i de fleste tilfælde vurderes at være repræsentativ for det internationale marked på sigt.

Vi har forholdt mig kritisk til informationer fra brancheorganisationer og andre interesseorganisationer. Organisationen "The Global Wind Energy Council" har til formål at fremme udviklingen af og væksten i vindkraft globalt. Brancheforeningen Vindmølleindustrien beskriver sig selv som en interesseorganisation, der arbejder politisk for bedre rammebetingelser og vilkår for vindmølleindustrien. På baggrund af disse formålsbeskrivelser vurderes det, at der er stor risiko for, at materialet vil indeholde subjektive holdninger og vurderinger, som kan fordreje virkeligheden

Informationer afgivet i forbindelse med virksomheders årsrapporter er omfattet af årsregnskabsloven, hvoraf det fremgår, at oplysninger skal være klare og retvisende. Information i øvrigt offentliggjort af LM Glasfiber og andre virksomheder må som udgangspunkt anses for valide. Det må dog antages, at informationerne formidles så positivt som muligt, hvorfor vi har forholdt mig kritisk til informationerne, da de til en vis grad vil indeholde subjektive vurderinger og skøn.

Materiale fra medierne er ligeledes subjektive, da der er tale om den enkelte journalists fremstilling af fakta. Tidsskriftsartikler og omtale i dagspressen vurderes dog at være valide, da medierne er omfattet af reglerne for presseetik og som udgangspunkt ikke må forventes at have interesse i at fordreje virkeligheden, om end der kan forekomme skævheder i fremstillingen på grund af journalistens personlige holdning og overbevisning.

## 2 Virksomhedsbeskrivelse

I dag har LM Glasfiber fokuseret alle deres aktiviteter omkring produktion af vindmøllevinger. LM Glasfiber er en global virksomhed med tilstedeværelse i 8 lande, hvorfra hele verden kan betjenes. Virksomheden har i de seneste 10 år været igennem en omfattende internationalisering, som blandt andet er nødvendiggjort af den geografiske forskydning i vindmøllemarkedet samt krav om lokal tilstedeværelse. Virksomheden har ca. 4.100 ansatte på verdensplan.<sup>7</sup>

### 2.1 LM Glasfibers historie

Under navnet Lunderskov Møbelfabrik blev der ved etableringen i 1940 produceret træmøbler. Senere hen startede produktionen af både under navnet LM, hvor kendskabet til mulighederne indenfor glasfiberteknologien blev etableret. I 1978 begyndte LM Glasfiber at producere vindmøllevinger. Siden dengang har LM produceret mere end 86.000 vinger. LM Glasfiber har været med til at udvikle en del af den teknologi, der gør, at Danmark fortsat anses som globalt centrum for vindmølleindustrien, da de blandt andet har deltaget i flere forskningssamarbejder med vindmøllefabrikanter, højere læreanstalter og Forskningscenter Risø.<sup>8</sup>

I perioden fra 1993 til i dag har LM Glasfiber etableret produktionsfaciliteter udenfor Danmark i Indien, Kina, Spanien, USA og Canada, hvorfor de i dag betegner sig selv som den førende og eneste globale producent af vindmøllevinger.<sup>9</sup> LM har formået at tilpasse deres produktionskapacitet til de geografiske og teknologiske forskydninger, der er sket i markedet de seneste år. Den nordeuropæiske produktion er samlet på to anlæg frem for tidligere 5 anlæg, hvilket er sket i lyset af, at det nordeuropæiske marked er inde i en modningsfase, hvilket omtales yderligere i afsnit 4.3, Segmentering og PLC.<sup>10</sup> Ligeledes har LM valgt at lukke en af deres fabrikker i Spanien, da fabrikkens produktionsfaciliteter

---

<sup>7</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet

<sup>8</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet

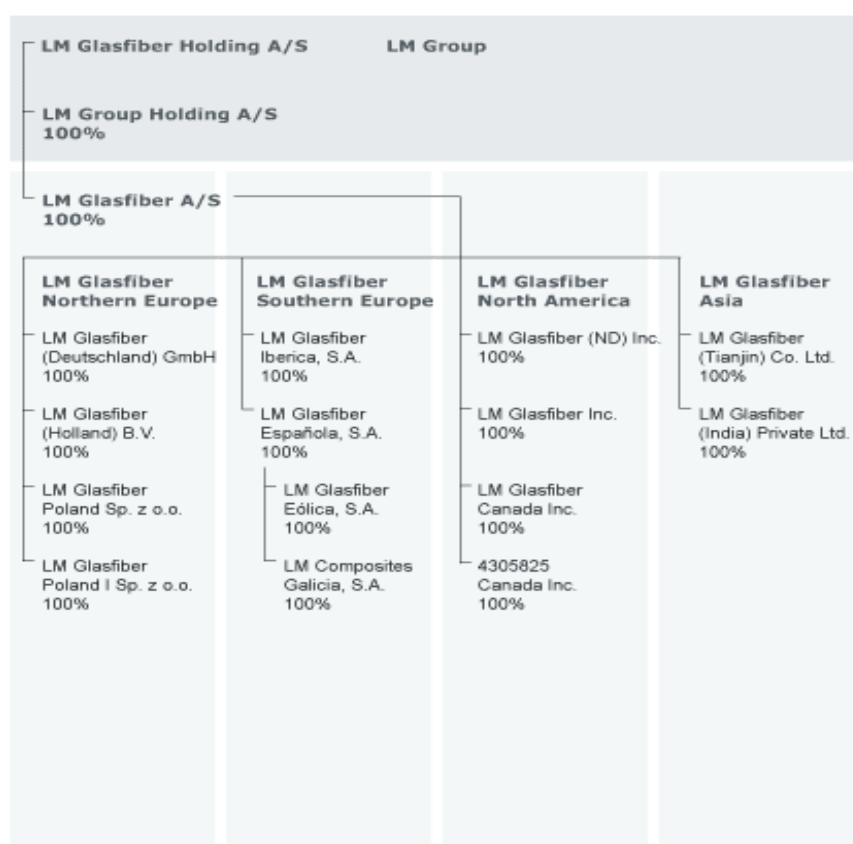
<sup>9</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet

<sup>10</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

ikke var velegnet til at producere store vinger, som markedet i stigende grad efterspørger.<sup>11</sup>

### 2.1.1 Struktur og opbygning

LM Glasfiber koncernen består af 4 divisioner, nemlig Nordeuropa, Sydeuropa, Nordamerika og Asien. Hver division består af et antal 100 % ejede datterselskaber, jf. figur 2.



Figur 3 LM Glasfiber Holding A/S koncerndiagram, kilde: [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

De fælles koncernfunktioner koncernledelse, stabsfunktioner, R&D og formbygning er placeret i LM Glasfiber Group, mens alle produktions- og salgsfunktioner er placeret i de geografisk opdelte divisioner.<sup>12</sup> I 2006 har man tilpasset organisationsstrukturen til en matrix-organisation, hvor den globale forsyningskæde er samlet i en ny fælles enhed, som skal forbedre planlægningen af kapacitet og logistik. Derudover skal den nye enhed

<sup>11</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

<sup>12</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

forbedre muligheden for at forhandle globale indkøb af materialer.<sup>13</sup> Strukturen af virksomheden og graden af specialisering giver mulighed for stordriftsfordele indenfor forskning og udvikling, indkøb og global produktion.<sup>14</sup>

LM Glasfiber har ændret deres kontraktstruktur for at skabe gensidigt favorable og længerevarende aftaler med deres nøglekunder. Formålet med den nye struktur er, at det tættere samarbejde skal resultere i gevinster i forbindelse med optimering af forsyningskæden til fordel for begge parter. Samtidig vil kommende kapacitetsudvidelser blive afstemt med kundernes behov.<sup>15</sup>

### 2.1.2 Ejet af kapitalfond

I år 2001 blev LM Glasfiber overtaget af kapitalfonden Doughty Hanson & Co. Kort efter foretog kapitalfonden en omlægning af kapitalstrukturen, hvor den finansielle gearing blev væsentlig øget.<sup>16</sup> Vurdering af den finansielle samt driftsmæssige gearing vil indgå i nøgletalsanalysen. Planen var, at LM Glasfiber skulle afhændes indenfor kort tid via en børsintroduktion. I foråret 2002 forsøgte kapitalfonden første gang en børsintroduktion, men investorerne svigtede, hvorfor introduktionen blev aflyst.<sup>17</sup> Det er efterfølgende blevet offentliggjort, at børsintroduktion fortsat er målet, men det er foreløbigt udsat på ubestemt tid, da ejerne selv ønsker at høste gevinsten af de kommende års forventede eksplosive vækst på vindmøllemarkedet.<sup>18</sup>

---

<sup>13</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

<sup>14</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet

<sup>15</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

<sup>16</sup> LM Glasfiber hårdt presset, Berlingske Tidende, den 19. maj 2005, 3. sektion side 15. Den finansielle gearing mv. vil blive beregnet og vurderet i forbindelse med nøgletalsanalysen i kapitel 5.

<sup>17</sup> Vingefabrik mister Indtjening, Berlingske Tidende, den 27. april 2006, 3. sektion side 13

<sup>18</sup> LM Glasfiber dropper børsnotering, Ritzaus bureau, den 30. august 2005

## 2.2 LM Glasfibers strategier og mål

### Mission

“Simply to be the best”

LM Glasfibers mission er at være førende på markedet for vindmøllevinger samtidig med, at de leverer et vedvarende højt afkast til deres aktionærer som en global og miljømæssig ansvarlig koncern.<sup>19</sup>

### Vision

LM Glasfibers vision består af 4 punkter:

- At være markedets førende leverandør af vinger til vindmøller og den foretrukne globale samarbejdspartner hos vindmølleproducenter ved at kombinere vores kompetencer og samlede viden til at opnå resultater, som ikke kan opnås individuelt.
- Vi vil udnytte og viderebygge vores globale tilstedeværelse til at give ”first mover-fordele til vores strategiske kundeportefølje på deres hovedmarkeder.
- Vi vil fastholde og udbygge vores brede og omfattende teoretiske og praktiske viden om design og fremstilling af vingeløsninger til vindmøller og finde nye måder denne viden til fordel for vores kunder og aktionærer og således bevare vores konkurrencefordele.
- Vi vil fortsætte med aktivt at lære, hvordan vi kan drage fordel af vores omfattende multikulturelle talentbase, så vi under central ledelse kan udnytte opfindsomheden i organisationen bedst. Nøglen til vores faste og bæredygtige vækststrategi ligger i at udvikle rammer for uddelegering og bemyndigelse, som kan styrke iværksætterånden hos den enkelte medarbejder.<sup>20</sup>

### Øvrige målsætninger

De fundamentale værdier i LM Glasfiber er ansvarlighed, initiativ og fremsyn, som virksomheden baserer sine dagligdags beslutninger, herunder rekruttering på. Værdierne er samtidig med til at danne ramme for det samarbejde, der etableres med leverandører, kunder og øvrige samarbejdspartnere.

---

<sup>19</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet

<sup>20</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet

Ifølge LM Glasfiber opererer de med et overordnet mål, som de har til fælles med deres kunder: At gøre vindenergi profitabelt samt sikre en øget driftssikkerhed. Det er naturligt, at vindmøllebranchen har et fælles mål om at gøre vindenergi konkurrencedygtigt, da det er en forudsætning for branchens fortsatte eksistens og vækst.

De overordnede finansielle mål for LM Glasfiber er, at den gennemsnitlige vækst målt i MW salg skal være større end eller på niveau med markedsvæksten. EBIT-marginen skal være over 10 pct.<sup>21</sup> Det fremgår endvidere af årsrapport for 2007, at der forventes en salgsfremgang i år 2008.

---

<sup>21</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), overordnede finansielle mål

## **3 Strategisk analyse**

### **3.1 Indledning**

Den strategiske analyse af LM Glasfiber vil tage udgangspunkt i nedenstående model, hvor der foretages en analyse omfattende samfundsforhold, brancheforhold og markedsforhold. Endvidere omfatter modellen en analyse af de interne ressourcer og kompetencer i LM Glasfiber. Som opsummering på ovenstående, vil der blive udarbejdet en SWOT-analyse og en delkonklusion.

### **3.2 Makroanalyse**

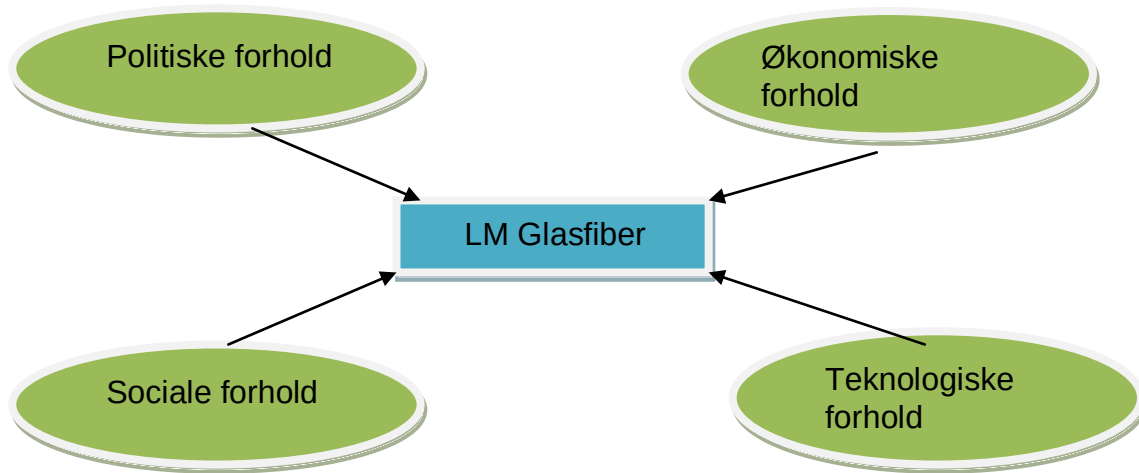
Udførelsen af makroanalysen tager udgangspunkt i analyseteorien - PEST (Political, Economical, Social, Technology).

Analysen anvendes til en vurdering af de samfundsmæssige aspekter, der påvirker LM-Glasfiber's udvikling og performance. PEST-analysen fokuserer på de politiske, økonomiske, sociale og teknologiske aspekter. I forbindelse med analysen af PEST-faktorerne, vil vi analysere hvilke faktorer, der kan have en negativ indflydelse på LM Glasfiber både nu og i fremtiden.

Disse faktorer øver indflydelse på LM Glasfiber's strategiske- og finansielle beslutninger, og er forhold, som virksomheden umiddelbart ikke har nogen direkte indflydelse på. Når virksomhedens fremtidige strategi skal fastlægges, er det derfor vigtigt, at virksomheden er bevidst omkring de eksterne forhold, som præger markedet.

Den efterfølgende figur illustrerer de fire aspekter, som kan påvirke LM Glasfiber.

## PEST modellen



Figur 4 PEST modellen Kilde: Egen tilvirkning

### 3.2.1 Politiske faktorer

#### Fossile brændstoffers forsyningssikkerhed

Langt størstedelen af verdens energiforbrug dækkes af energi fremstillet af fossile brændstoffer. Fossile brændstoffer som gas og olie er en knap ressource. Forekomsten af fossile brændstoffer er ulige fordelt over kloden, hvorfor nogen landes nationaløkonomi i høj grad er afhængige af indtægter fra olie og gas, mens andre landes nationaløkonomi er meget afhængige af adgangen til fossile brændstoffer i andre lande. Olie- og gasreserverne er til en vis grad placeret i urolige områder af verden, hvor forsyningssikkerheden ikke kan garanteres på grund af krig og naturkatastrofer.

Verdenspolitisk er det et problem, at lande i for eksempel Mellemøsten, hvor der er store forekomster af fossile brændstoffer, samtidig er urolige områder, som typisk ikke deltager i de store internationale fællesskaber som NATO, WTO og FN.<sup>22</sup> Med et stadigt stigende energiforbrug<sup>23</sup> er det nødvendigt at finde alternativer til fossile brændstoffer. Alt andet lige vil den manglende forsyningssikkerhed på fossile brændstoffer betyde, at salgets

---

<sup>22</sup> Partier kæmper for vind, biogas og biobrændsel, Ritzaus Bureau, den 2. maj 2006

<sup>23</sup> [www.euromonitor.com](http://www.euromonitor.com), energy consumption

vækstrate stiger, da flere og flere lande vil forsøge at finde alternativer til afhængighed af fossile brændstoffer.

### **Nationale støtteordninger til vindenergi**

I efteråret 2008 havde 49 lande, heriblandt 11 udviklingslande fastsat energimålsætninger for brugen af vedvarende energi som en del af deres politik for at reducere udslippet af drivhusgasser. Målsætningerne oplyses i mængde ved installeret kapacitet i MW eller som en procentdel af landets samlede energiforbrug. Målsætningerne vurderes at tjene som en vigtig faktor for at få regeringerne til at danne de lovgivningsmæssige rammer, der sikrer tilfredsstillende målopfyldelse. De enkelte lande har forskellige typer støtteordninger for markedet for vedvarende energi. Danmark, som var pionerer indenfor vindenergi, har siden 1980'erne haft forskellige støtteordninger for vindmøllebranchen. Støtten har primært bestået i fordelagtige afregningspriser af el.<sup>24</sup>

USA, hvor der i 2007 blev installeret mest vindenergi målt i kapacitet, har forlænget den føderale tilskudsordning Production Tax Credit, hvor der gives skattefordele ved investering i vindmøller frem til udgangen af år 2012.<sup>25</sup> Skatteordningen stoppede i de første tre kvartaler af år 2004, hvilket omgående fik konsekvenser for markedet for vindmøller, som nærmest gik i stå og dermed understreger vigtigheden af disse støtteordninger for vindmølleindustrien.<sup>26</sup> Spanien, som fik installeret næstmest vindmøllekapacitet i 2007, har i flere år været det førende land indenfor vindenergi, da der siden 90'erne har været fordelagtige afregningspriser, som aftrappes over en periode. Samtidig har flere regionale ordninger, hvor der ydes støtte til investering i vindmøller. Tyskland har tidligere været førende indenfor vindenergi da den tyske planlov i høj grad tilgodeser investering i vindmøller, da der skal udpeges områder, som er særligt egnet til opstilling af vindmøller. Til trods for tyske støtteordninger er væksten på det tyske marked faldet væsentligt, da der simpelthen er færre og færre steder at opstille vindmøllerne. Tyskland er på baggrund heraf blevet den nation som fik installeret femte mest vindmøllekapacitet i 2007, hvor de tidligere har ligget som nr. 2. Kina og Indiens regeringer har i de senere år

---

<sup>24</sup> Vindmølleforspring sikres ikke ved mere støtte, tidligere Transport- og energiminister Flemming Hansen, Sammensluttede Danske El-forbrugere, den 29.6.06

<sup>25</sup> Global Wind Energy Outlook 2008, udgivet af Global Wind Energy Council, september 2008

<sup>26</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

introduceret flere lovpakker, som skal fremme væksten i vindenergi, hvilket betyder, at der, udover fordelagtige afregningspriser i flere regioner, gives skattenedsættelser og skattefrihed, når der investeres i vindenergi.<sup>27</sup>

Lande med fordelagtige støtteordninger til vindenergi og anden vedvarende energi er markeder, hvor der opleves stor vækst indenfor vindenergi. Fokus på den globale opvarmning og dermed nedsættelse af CO<sub>2</sub>-udslippet medfører, at der er pres på de lande, som endnu ikke har vedtaget en ansvarlig klimapolitik, hvor der tages stilling til den fremtidige energiforsyning. Det må derfor forventes, at der fremover vil være endnu flere lande, der lovgiver på energiområdet, hvilket vil medføre en vækst i markedet for vedvarende energi. Alt andet lige vil støtteordninger til vindmølleenergi medføre, at salgets vækstrate stiger, ligesom det kan medføre, at konkurrencefordelsperioden forlænges.

Støtteordningerne skaber dog samtidig en risiko for, at markedet bliver betydeligt mindre, når ordningerne udfases, hvorfor der er et krav om at gøre vindenergi konkurrencedygtig, inden ordningerne ophører.

På trods heraf er det forventningen i Global Wind Energy Outlook 2008 at kapaciteten af vindenergi vil være et sted mellem 4 og 10 dobbelt i år 2020, og de moderate forventninger er en 15-dobling i år 2030 i forhold til 2007.<sup>28</sup>

### **Produktbeskyttelse**

Vindmølleindustrien er en branche, hvor der bruges mange ressourcer på forskning og udvikling. Det er en forudsætning for at bevare incitamentet til forskning, at de enkelte virksomheder kan beskytte deres forskningsresultater og udviklede produkter. De enkelte landes patent- og produktbeskyttelseslovgivning sikrer, at virksomhederne kan ansøge, om, at deres forskning beskyttes. Produktbeskyttelsen mod kopiering sikrer virksomhedernes investering i forskning, samtidig med at det danner barrierer for konkurrenternes udvikling. Alt andet lige vil muligheden for at opnå patent og varemærkeregistrier forlænge konkurrencefordelsperioden.

---

<sup>27</sup> Global Wind Energy Outlook 2008, op.cit.

<sup>28</sup> Global Wind Energy Outlook 2008, op.cit.

### 3.2.2 Økonomiske faktorer

Vindmøllebranchen bliver ligesom de fleste andre brancher påvirket af de økonomiske konjunkturer, der er til stede i markedet.

#### Pris på fossile brændstoffer

Som nævnt tidligere bliver størstedelen af verdens energiforbrug dækket af energi produceret af fossile brændstoffer. Prisen på vindenergi vil derfor typisk skulle konkurrere mod prisen på energi produceret ved fossile brændstoffer.

Brancheorganisationen Vindmølleindustrien vurderer, at det økonomiske incitament til brug af vindenergi frem for energi, som påvirkes af de stigende oliepriser, er større end det miljømæssige incitament. Samtidig vil en højere pris generelt gøre alternativ energi mere attraktiv og derfor også sætte gang i forskningen.<sup>29</sup> Olieprisen har været faldende i en periode, men flere analytikere vurderer, at faldet skyldes spekulation, hvorfor det på sigt forventes, at olieprisen vil stige igen, hvilket især skal ses i lyset af, at der er tale om en knap ressource, hvor forsyningssikkerheden bliver dårligere og dårligere.<sup>30</sup> I en analyse udarbejdet af Emerging Energy Research foretaget for Vestas Wind Systems A/S konkluderes det, at prisen for elektricitet produceret af fossile brændstoffer vil stige. Det skyldes, at der i år 2008 jf. Kyoto-protokollen skal betales højere CO<sub>2</sub>-udgifter.<sup>31</sup> En stigning i prisen på fossile brændstoffer vil derfor alt andet lige forbedre vindkrafts konkurrencedygtighed overfor energi produceret af fossile brændstoffer og medføre en stigning i salgets vækstrate.

#### Rente

Renteniveauet vil alt andet lige påvirke investeringslysten i såvel Danmark som resten af verden, sådan at virksomheder og private ved en lav rente får en større investeringslyst. En lav rente vil alt andet lige give en lavere driftsmæssig gearing, da der vil være mindre renteudgifter og dermed et lavere break even, forudsat at der netto er tale om finansielle omkostninger. Som det ses af figur 5, har renten de seneste to år været stigende, hvilket

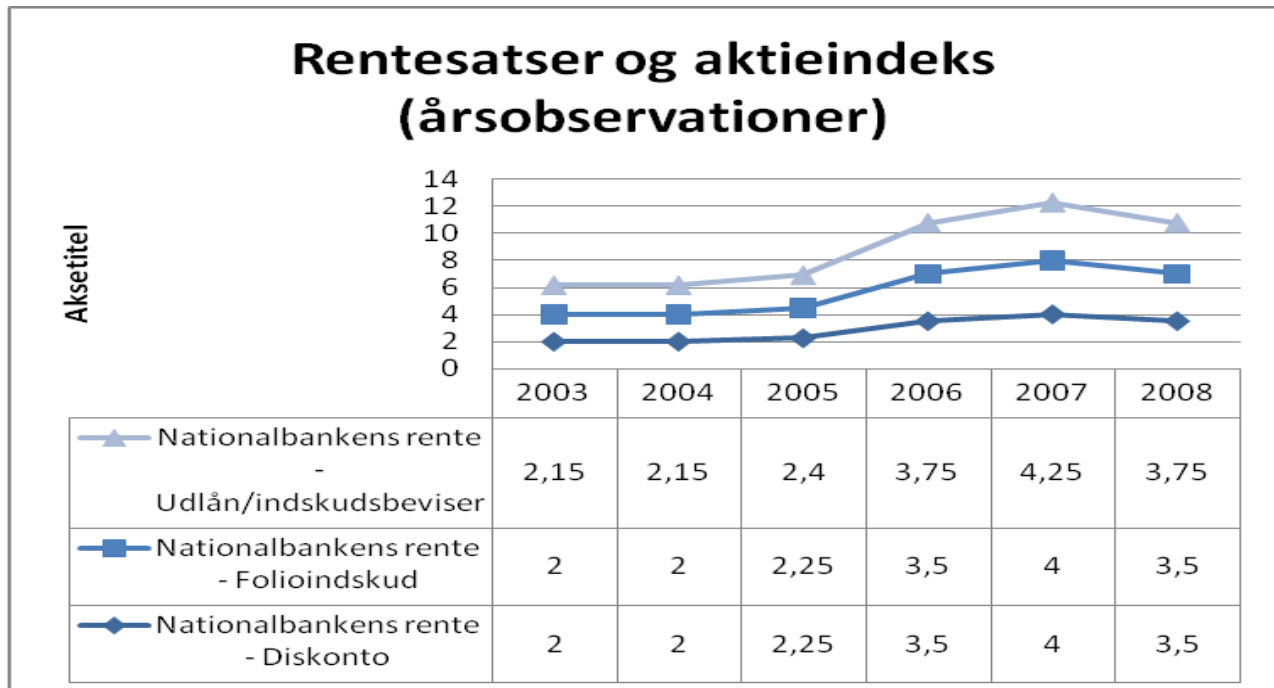
---

<sup>29</sup> Miljøet vinder på høj oliepris, Ritzaus bureau, den 14. juli 2006

<sup>30</sup> Vestas presses af lavere oliepris, op.cit.

<sup>31</sup> Vindkraft er billigere end sit rygte, Trine Søndergaard på vegne af Dansk Vindmølleindustri, den 10.1.2007, [www.windpower.org](http://www.windpower.org)

er en generel tendens på verdensmarkedet. En stigende rente vil alt andet lige have en negativ indvirkning på salgets vækstrate samt kapitalomkostningerne, som vil blive højere ved en rentestigning.



Figur 5 Renteudviklingen i Danmark de seneste 5 år, kilde: Danmarks statistik, [www.dst.dk](http://www.dst.dk)

### Valutarisici

LM glasfiber er en global virksomhed, som producerer flere steder på verdensplan. Mange af LM glasfibers konkurrenter opererer ligeledes på globalt plan. Generelt er det en fordel for virksomheder at oprette produktion på de enkelte lokale markeder, da det eliminerer en stor del af eksponeringsrisikoen, da indkøb, produktion og salg vil ske i samme valuta og derfor ikke være eksponeret for valutaudsving på de enkelte markeder. LM Glasfiber afdækker ikke den eksponeret risiko i forbindelse med investering i datterselskaber i udlandet, da det ikke er vurderet hensigtsmæssigt.<sup>32</sup>

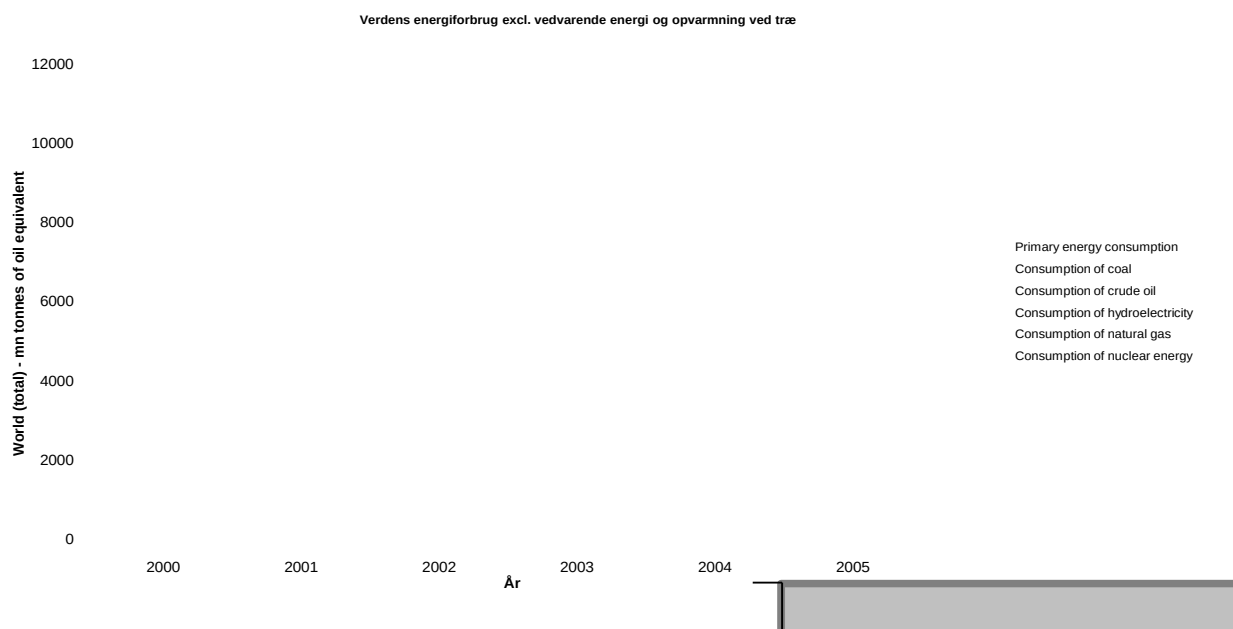
Flere producenter i vindmøllebranchen har ikke global tilstedeværelse, men betjener nogle markeder ved hjælp af samarbejder med lokale producenter eller brug af underleverandører, hvilket blandt andet er tilfældet, når LM Glasfiber leverer vinger til

<sup>32</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

Vestas på det indiske marked. Vestas er generelt følsomme overfor fald i dollaren.<sup>33</sup> LM Glasfiber afdækker ved hjælp af valutaterminsforretninger og valuta-swapaftaler deres valutarisici, når forpligtende aftaler indgås.<sup>34</sup> Da LM Glasfiber vurderes ikke i samme grad som deres konkurrenter at være eksponeret for valutarisici og dermed bruger færre ressourcer på at afdække valutarisici, vil det alt andet lige forbedre overskudsgraden.

## Energiforbrug

Verdens energiforbrug er stigende jf. figur 6, hvortil der skal tilføjes en øget kapacitet af vedvarende energi. Generelt vil et stigende energiforbrug være en fordel for vindmøllebranchen, da en stigning i energiforbruget dels vil kræve en øget kapacitet og dels vil medføre øget interesse for miljøvenlige alternativer for at undgå unødigt belastning af miljøet. En stigning i det samlede energiforbrug vil alt andet lige betyde en stigning i markedets vækstrate. Når der er tale om en øget efterspørgsel og dermed et behov for kapacitetsudvidelse, vil et øget energiforbrug alt andet lige betyde, at LM Glasfiber vil opleve en salgsvækst, der er større end markedets, såfremt de besidder den nødvendige kapacitet.



**Figur 6 Verdens energiforbrug ekskl. vedvarende energi og opvarmning ved træ, kilde: [www.gmid.euromonitor.com](http://www.gmid.euromonitor.com), egen tilvirkning**

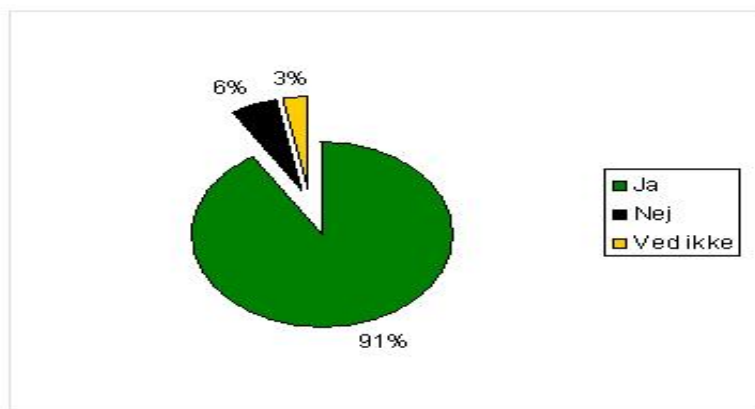
<sup>33</sup> Valuta: Svag dollar rammer, Jyllandsposten, den 27. november 2006, 2. sektion side 10

<sup>34</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

### 3.2.3 Sociale faktorer

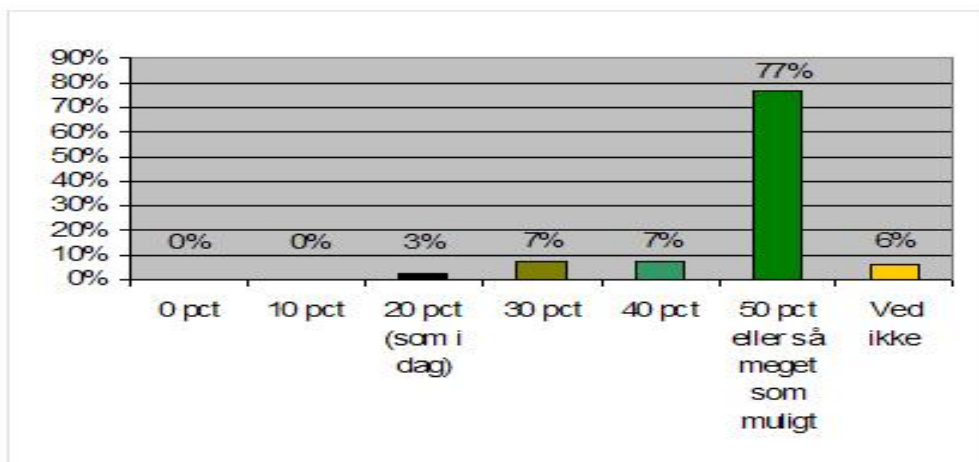
#### Holdning til miljø og vindkraft

Befolkningens holdning til miljø og vedvarende energi har selvfølgelig indflydelse på befolkningens efterspørgsel efter vindmølleenergi. På samme måde kan strømme i befolkningen have indvirkning på politikerne. Figur 7 nedenfor viser, at danskernes holdning til vindenergi er yderst positiv, da 91 % af de adspurgte mener, at Danmark bør opføre nye vindmøller, så en stigende andel af el-produktionen sker ved vindkraft.



Figur 7 Bør Danmark opføre nye vindmøller, så en stigende andel af el-produktionen sker ved vindkraft ?,kilde: Dansk vindmølleindustri, [www.windpower.org](http://www.windpower.org)

20 pct. af elforbruget i Danmark dækkes af vindkraft. 91 pct. af de adspurgte ønsker jf. figur 8 at øge vindkraftens andel af den samlede el-produktion.



Figur 8 Hvor mange procent af Danmarks elforbrug bør vindkraft dække?, kilde: Dansk vindmølleindustri, [www.windpower.org](http://www.windpower.org)

Det betyder dog ikke, at holdningen til vindenergi er udelt. I Danmark der således organisationer, der ikke mener, at det er fordelagtigt at investere yderligere i vindenergi. Foreningen Sammensluttede Danske El-forbrugere varetager jf. deres egen formålsbeskrivelse danske energiforbrugeres interesser samt at forbrugerne undgår urimelige økonomiske såvel som miljømæssige byrder som følge af politiske indgreb. Foreningens holdning fremgår blandt andet af artiklen "Vindmølleudbygning forudsætter økonomiske beregninger": "Økonomisk støtte bør fremover kun gives til udvikling og fremme af vedvarende energikilder med virkelig reelle og tilsigtede fremtidsperspektiver i begrænsede tidsperioder, som ikke ensidigt er til økonomisk gevinst for politisk udvalgte enkeltpersoner, selskaber eller forbrugergrupper."<sup>35</sup>

Det vurderes dog, at undersøgelsen foretaget af Dansk vindmølleindustri i højere grad er udtryk for den generelle holdning i befolkningen, hvilket alt andet lige vil få salgets vækste til at stige.

### 3.2.4 Teknologiske faktorer

#### Miljøvenlig energiproduktion

Verdens fokus på ekstreme vejrfænomener og naturkatastrofer de senere år har pustet nyt liv i debatten om begrænsning af CO<sub>2</sub>-udslippet og den globale opvarmning.<sup>36</sup> Der sættes flere penge af til forskning i vedvarende energi, men der er en bred enighed om, at der er behov for handling nu. På nuværende tidspunkt er der kun få alternativer til energi produceret af fossile brændstoffer, hvoraf vindkraft er det mest udbredte. Derudover er der tale om havbølgeenergi, solenergi og biobrændsel. Øvrige former for vedvarende energi gennemgås under afsnit 3.2.2, Substituerende produkter. Der er flere virksomheder, der har gjort miljøvenlighed til en del af deres brand, hvorfor de hele tiden søger mere energieffektive og miljøvenlige alternativer.<sup>37</sup> Vindkraft udleder ingen CO<sub>2</sub>. Vindmøller larmer, hvorfor der i Danmark og de fleste andre lande er krav om, at der skal være en vis afstand til nærmeste beboelse. Vindmøller genererer ikke plante- eller dyreliv i nærmiljøet,

---

<sup>35</sup> Vindmølleudbygning forudsætter økonomiske beregninger, Mogens Bülow og H.C. Schjerning på vegne af Sammensluttede Danske Elforbrugere, den 22.5.2005, [www.naboertilvindmoller.dk](http://www.naboertilvindmoller.dk)

<sup>36</sup> Da miljøet blev hot, Berlingske tidende, den 11. februar 2007, 2. sektion side 6

<sup>37</sup> Aktuel baggrund: Miljøet har fået nye venner, Dagbladenes Bureau, den 27. oktober 2006

ligesom eventuelt landbrug kan fortsætte uændret.<sup>38</sup> Det må forventes at få en særdeles positiv effekt på efterspørgslen af vindenergi, når flere og flere sætter fokus på at begrænse den globale opvarmning og drivhuseffekten. Samtidig ses det i flere lande, at de politiske ledere vælger at afgiftspålægge energi produceret ved fossile brændstoffer samtidig med, at der skabes støtteordninger til vedvarende energi, hvilket alt andet lige gør vedvarende energi mere konkurrencedygtig.<sup>39</sup>

En øget efterspørgsel efter miljøvenlig energiproduktion vil alt andet lige give en stigning i salgets vækstrate samt forlænge konkurrencefordelsperioden.

### Vejrforhold

Vindkraft er i sagens natur afhængig af de meteorologiske forhold på opstillingsstedet. Der skal være en vis vindhastighed for, at der er mulighed for at profitere af at opstille vindmøller. Samtidig kræver meget ekstreme vejrforhold, som f.eks. opleves i forbindelse med opstilling af off shore-vindmøller, stærkere konstruktioner i møllen samt bedre lynafledning.<sup>40</sup> Præcis off shore-markedet var spået en kæmpe vækst i det nye årtusinde, da der over hele verden var kyststrækninger, som egnede sig til havmølleparker, men konstruktionen og opstillingen viste sig dyrere og mere besværligt end forventet. Ligesom det er bekosteligt at skabe tilslutningen til det eksisterende forsyningsnet.<sup>41</sup> I visse regioner af verden er det grundet de vejræssige forhold simpelthen ikke hensigtsmæssigt at opstille vindmøller, f.eks. i det centrale Afrika.<sup>42</sup> Udbyttet af vindkraft varierer i takt med vindforholdene, hvorfor en øget andel af vindkraft vil skabe behov for bedre mulighed for opbevaring af energien. I Danmark har der været perioder, hvor man har måttet sætte produktionen ned, da den har oversteget behovet. Ved overproduktion afhændes overskudsenergien til priser lavere end produktionsomkostningerne til nabolande. Ligesom man i perioder er nødsaget til at købe eller producere strøm på andre måder på grund af svigtende vind.<sup>43</sup> Der er dog fundet ny teknologi, som giver kraftvarmeværkerne mulighed for at gemme energien.<sup>44</sup>

---

<sup>38</sup> Global Wind Energy Outlook 2008, op.cit.

<sup>39</sup> Politisk regning til olieindustrien, Jyllandsposten, den 19. januar 2007, 2. sektion side 6

<sup>40</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

<sup>41</sup> Global Wind Energy Outlook 2008, op.cit.

<sup>42</sup> Global Wind Energy Outlook 2008, op.cit.

<sup>43</sup> SDE's svar på Energiplan 2025, Boe Carlsund-Sørensen på vegne af Sammensluttede Danske Elforbrugere, den 12.2.2007, [www.naboertilvindmoller.dk](http://www.naboertilvindmoller.dk)

<sup>44</sup> Ny teknik kan gemme vindmøllestrøm, 24 timer København, den 31. januar 2007, 1. sektion side 16

Vindmøllebranchens afhængighed af vejrforholdene og de udsving, det skaber i produktionen af vindenergi vil alt andet lige få salgets vækstrate til at falde.

## Logistik

Vindmøllevingers størrelse gør det til en besværlig og bekostelig affære at transportere dem over store afstande.<sup>45</sup> Samtidig er vingerne sårbare overfor skader under transporten. Den dyre transport betyder, at vingerne helst skal produceres forholdsvis tæt på opstillingsstedet. I takt med at vingerne er blevet større og større, har flere producenter, herunder LM Glasfiber undersøgt muligheden for at etablere mobile vingefabrikker, som ville løse logistikproblemet. Samtidig ville det imødekomme det stadigt stigende krav fra myndigheder i især Asien om, at en del af produktionen skal foregå lokalt.<sup>46</sup> Der er dog endnu ikke etableret decideret mobile fabrikker, men det kan blive en nødvendighed fremover. LM Glasfiber har for at bevare fordelene ved serieproduktion, samtidig med at der skabes fleksibilitet, skabt mulighed for at flytte og genanvende produktionsudstyret. Der er tale om en modulær metode, hvor der bygges efter behov. Flytning og genanvendelse giver en større grad af fleksibilitet, samtidig med at det begrænser kapitalomkostningerne ved yderligere global ekspansion.<sup>47</sup>

Omkostninger til den udgående logistik udgør en stadig stigende del af de samlede omkostninger. LM Glasfiber har udviklet nogle særlige transportstativer, som kan pakkes sammen i en container, når de sendes tilbage til fabrikken.<sup>48</sup>

De dyre transportomkostninger er generelt en ulempe for vindmøllemarkedets, da det gør overskudsgraden mindre og gør det sværere for branchen at blive konkurrencedygtig med energi produceret af fossile brændstoffer. LM Glasfiber er dog godt rustet til denne udvikling, da de er eneste vingeproducent med global produktion, samtidig med, at de har skabt mulighed for at flytte og genanvende produktionsudstyret, hvilket alt andet lige vil øge LM Glasfibers vækstrate for salget.

---

<sup>45</sup> Vindenergi: Luftens giganter, Jyllandsposten, den 10. april 2006, 2. sektion, side 8

<sup>46</sup> Nye vinde: LM Glasfiber taber terræn, Berlingske Tidende, den 16. september 2003, 3. sektion side 10

<sup>47</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

<sup>48</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

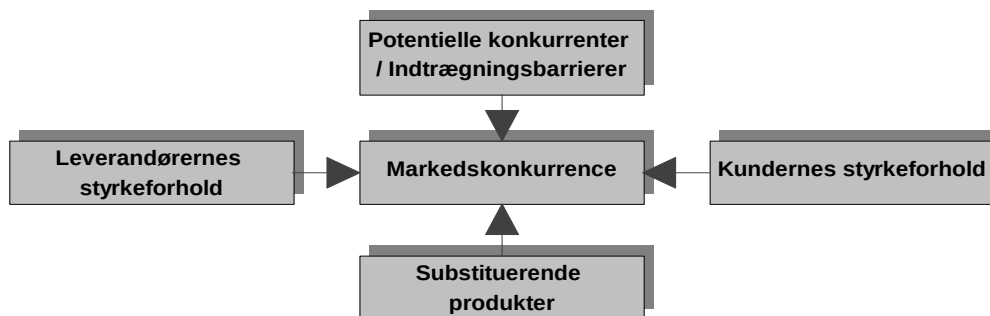
## Leveringstid

I lande som Kina og Indien, hvor efterspørgslen efter energi stiger nærmest eksplosivt, er det svært at øge kapaciteten i takt med efterspørgslen. Vindenergi er den hurtigste og mest enkle måde at øge kapaciteten på, da opførslen af et atomkraftværk ville tage 10 år.<sup>49</sup> Den korte leveringstid sammenlignet med produktion af energi baseret på fossile brændstoffer vurderes alt andet lige at øge salgets vækstrate.

## 3.3 Brancheanalyse (Porters Five Forces)

Porters Five Forces benyttes efterfølgende til at foretage en analyse af branchen, som LM Glasfiber befinder sig i, herunder en analyse af konkurrencesituationen. Analysen vil fokusere på de forhold, der har betydning for virksomhedens fremtidige vækst og indtjeningsmuligheder.

Michael Porter anfører, at en branches vækst og indtjeningsmuligheder afhænger af fem kræfter: Adgangsbarriere, kundernes og leverandørernes forhandlingskraft, substitutter samt det konkurrencemæssige miljø internt i branchen. Disse fem elementers indflydelse på LM Glasfiber vil det efterfølgende afsnit være udgangspunktet for analyse af branchen.



**Figur 9 Porters-five-forces** kilde: Michael E. Porter "Competitive Advantage" 1985 side 5

### 3.3.1 Truslen fra nye indtrængere

Produktionen er pladskrævende, da de største vinger er mere end 60 meter lange. Samtidig skal produktionen ske i en vis nærhed af opstillingsstedet, da transporten er

---

<sup>49</sup> LM Skruer op i Kina, Jyske Vestkysten, den 4. maj 2006, 3. sektion side 2

besværlig, dyr og skaber øget risiko for skader på vingen. LM Glasfiber og vindmølleproducenterne på markedet er store internationale virksomheder, hvilket blandt andet ses af koncentrationen i branchen jf. figur 10, som igennem årene har opbygget stordriftsfordele.

Produktion af vindmøllevinger kræver en meget specialiseret knowhow indenfor vindmøller og produktionsteknologi, hvilket blandt andet tydeliggøres af, at vindmølleproducenter med mange års erfaring indenfor produktion af vindmøllevinger alligevel beder LM Glasfiber om at bistå i forbindelse med udviklingen af nye vinger.<sup>50</sup>

LM Glasfiber beskytter en stor del af deres produkter og udviklede teknologier ved patenter. De har siden begyndelsen med produktion af vinger opnået over 30 patenter, og frekvensen er stigende, hvilket skyldes en øget satsning på forskning og udvikling.<sup>51</sup> På grund af de høje udviklingsomkostninger i branchen er det almindeligt at patentere al produktudvikling. Patenterne hindrer nye indtrængere i at komme ind på markedet ved at kopiere markedets nuværende produkter, fordi de alle vil være beskyttet af patentet i en vis årrække. Når patenterne udløber, vil teknologien typisk ikke være tidssvarende længere og derfor ikke konkurrencedygtig på markedet.

LM Glasfiber har et meget tæt samarbejde med deres kunder, hvilket gør det svært for nye indtrængere at komme ind på markedet, fordi det tætte samarbejde alt andet lige vil skabe et afhængighedsforhold mellem kunderne og LM Glasfiber, hvilket kan være med til at skabe høje skifteomkostninger for kunden. Høje indtrængningsbarrierer vil alt andet lige forlænge konkurrencefordelsperioden.

### **3.3.2 Truslen fra substituerende produkter**

Primære, substituerende produkter til vindmøllevinger er der umiddelbart ikke, da vingerne er en meget væsentlig del af møllen for produktionen af energi.

Der er flere substituerende produkter til vindenergi. De mest udbredte substitutter er energi produceret af fossile brændstoffer, som udgør langt størstedelen af verdens

---

<sup>50</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), idé generering

<sup>51</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), patenter

energiproduktion. Som tidligere beskrevet er der dog et generelt mål om et mindre forbrug af fossile brændstoffer. Målet skyldes for det første ønskes mere miljøvenlig energiproduktion, for det andet ønskes mindre afhængighed af lande med store olie- og gasreserver, og for det tredje er fossile brændstoffer en knap ressource.

Det antages, at størstedelen vælger vindenergi på grund af de miljømæssige faktorer, hvorfor øvrige former for vedvarende energi i højere grad end energi fra fossile brændstoffer vurderes at substituere vindenergi.

I dag leveres 17 % af verdens elektricitetsproduktion fra forskellige former for vandkraft, hvilket gør vandkraft til den mest udbredte form for vedvarende energi.<sup>52</sup> Der er i dag mange vandkraftværker i verden. Dong Energy er medejer af flere af disse anlæg, hvor strømmen produceres ved, at regn- og smeltevand fra kanaler og elve samles op i reservoirer og ledes igennem turbinerne, når der er brug for strømmen.<sup>53</sup> Der er flere forsøgsanlæg med tidevandsmøller, som har den fordel frem for vindkraft, at produktionen er mere konstant og nem forudsigelig. Samtidig kan anlæggene installeres under havoverfladen, så de næsten ikke kan ses fra land.<sup>54</sup> Elselskabet Hammerfest Strøm har tidligere haft kontakt til LM Glasfiber, da de havde brug for en partner omkring produktion og optimering af vingedesign, når deres patenterede tidevandsmølle skal kommercialiseres.<sup>55</sup> Allerede ved installation af den første britiske tidevandsmølle var der megen skepsis, da levetiden ikke vurderes at være lang; ligesom transport af strøm under vandet vil give problemer.<sup>56</sup> Tidevandsmøller er da heller ikke blevet udbredt til kommerciel brug de seneste 15 år, da teknologien endnu ikke er færdigudviklet. Bølgeenergi derimod skulle være et økonomisk konkurrencedygtigt alternativ til fossile brændstoffer. 500 husstande i Australien får el og vand direkte fra Stillehavet. Bølgeenergianlægget kan producere 500 kilowatt ren energi samt afsalte 2000 liter havvand til drikkevand dagligt.<sup>57</sup> Det danske firma Wave Star Energy A/S er ved at udvikle et bølgekraftanlæg, hvor flyderne er de eneste dele af maskinen, der befinder sig i vandet, og de kan tages op ved

---

<sup>52</sup> Small Hydropower, European Small Hydropower Association, [www.erec-renewables.org](http://www.erec-renewables.org)

<sup>53</sup> [www.dongenergy.com](http://www.dongenergy.com)

<sup>54</sup> Bladt bygger irsk tidevandsmølle, Nordjyske stiftstidende, den 13. december 2006, 1. sektion side 0

<sup>55</sup> Energi: Verdens første tidevandsmølle i drift, Jyllandsposten, den 16. oktober 2003, 3. sektion side 6

<sup>56</sup> Tidevandsmølle klar til elproduktion, Ingeniøren, den 13. august 1993, 1. sektion side 13

<sup>57</sup> Bølgeenergi er klar til de australske hjem, Kalundborg Folkeblad, den 1. marts 2007, side 24

voldsomt vejr, hvilket betyder, at anlægget er væsentlig billigere, ligesom det forventes at være mere driftssikkert.<sup>58</sup>

Biomasse er et andet miljøvenligt alternativ til vindenergi og kan omdannes til både elektricitet, brændstof til transportmidler samt varme. Biobrændsel er endnu ikke særlig udbredt, men den nuværende produktion svarer til 12 % af den samlede produktion af vedvarende energi. Biobrændsel er forskellige former for biologisk nedbrydelige produkter, der stammer fra land- og skovbrugssektoren, som f.eks. træ, halm og korn, men giver også muligheden for at udnytte flere former fra spildprodukter. Spildprodukterne kan komme fra industri, men også gylle og kloakslam kan bruges som biobrændsel. CO<sub>2</sub>-udslippet ved produktionen svarer til den mængde CO<sub>2</sub>, som planterne eller træerne optager i dyrkningsperioden.<sup>59</sup> De nyeste undersøgelser viser, at der er mulighed for at gøre biomasseværkerne CO<sub>2</sub>-positive, da kuldioxiden kan tages ud af røgen fra biomasseforbrændingen og deponeres i undergrunden, og da planterne og træerne har suget kuldioxid under dyrkningen, vil produktionen fjerne mere CO<sub>2</sub>, end den skaber.<sup>60</sup>

Geotermisk energi udnytter den underjordiske varme. Geotermisk energi benyttes alene til varmeproduktion. Indtil videre har teknologien alene været brugt i områder, hvor de geologiske forhold betyder, at varmen kan hentes i form af vand eller vanddamp og bringes op til overfladen. Produktionen er CO<sub>2</sub>-neutral.<sup>61</sup> I Danmark undersøges muligheder for etablering af et geotermisk anlæg på Als, hvilket vil koste ca. 155 mio. kr. og tager 5 år at etablere.<sup>62</sup> Med den nuværende teknologi er der begrænset udnyttelsesmuligheder, hvorfor geotermisk varme ikke kan stå alene som energiforsyning.

Solenergi kan bruges til både produktion af varme og el. Det tyske markeds installation af solenergi til el tilsluttet forsyningsnettet svarer til 80 % af den samlede europæiske installation. Teknologien kan være konkurrencedygtig med prisen på konventionel energiproduktion inden år 2010, men endnu kan solenergi ikke klare sig uden

---

<sup>58</sup> Bølger bærer nyt industrieventyr, Nordjyske Stiftstidende, den 18. februar 2007, 1. sektion side 0

<sup>59</sup> Bioenergy, European Biomass Industry Association, [www.erec-renewables.org](http://www.erec-renewables.org)

<sup>60</sup> Kraftværker kan trække CO<sub>2</sub> ud af luften, Frederiksborg Amts Avis, den 3. marts 2007, 2. sektion side 8

<sup>61</sup> Geothermal, European Geothermal Energy Council, [www.erec-renewables.org](http://www.erec-renewables.org)

<sup>62</sup> Dong vil undersøge den alske undergrund, Jyske Vestkysten Sønderborg, den 4. marts 2007, 2. sektion side 6

støtteordninger, der tilgodeser mere miljøvenlig el-produktion. Derudover er der et stort marked for solenergi etableret i lokale systemer som f.eks. en bolig. Der forventes en markedsvækst på 35 % i de næste 10 år.<sup>63</sup> Solenergi bliver endvidere mere og mere udbredt til opvarmnings- og afkølingsformål, og teknologien har udviklet sig meget det seneste årti.<sup>64</sup>

Det vurderes, at der er en relativ stor trussel fra substituerende produkter, da der er flere former for vedvarende energi, som kan erstatte vindenergi. Det mest realistiske scenario i forbindelse med overgang til vedvarende energi er, at der vil blive skabt anlæg, hvor el- og varmeproduktionen kommer fra flere former for vedvarende energi. De mest "modne" teknologier indenfor vedvarende energi til brug for kommerciel energiproduktion er formentlig biomasse samt vandkraft. Truslen fra substituerende produkter vil alt andet lige betyde et fald i salgets vækstrate, ligesom det kan forkorte konkurrencefordelsperioden væsentligt.

### 3.3.3 Leverandørers forhandlingsstyrke

Til produktion af vindmøllevinger anvendes glasfiber, polyester, resin, kulfiber og epoxy.<sup>65</sup> Der er i en vis udstrækning tale om standardprodukter, som ligeledes benyttes til andre industrier, som f.eks. båd- og flyproduktion. Det vurderes derfor, at der er mange udbydere af disse materialer. Når der benyttes teknikken "Future Blade", fremstilles vingerne af glasfiber og epoxy, hvor materialerne er specialfremstillet til at optimere vægt og pålidelighed, hvilket gør vingerne 50 % lettere end konkurrenternes.<sup>66</sup>

En løbende optimering af materialernes egenskaber sker i samarbejde med leverandøren. I år 2005 har LM Glasfiber indgået væsentligt længerevarende kontrakter med deres leverandører for at optimere forsyningskæden. LM har endvidere centraliseret deres globale forsyningskæde for øgede produktivitetsforbedringer og løbende kvalitetsforbedringer. Samtidig giver det mulighed for central styring af kontrakterne med

---

<sup>63</sup> Solar Electricity – The strength of a Single Photovoltaic Voice, European Photovoltaic Industry Association, [www.erec-renewables.org](http://www.erec-renewables.org)

<sup>64</sup> Solar Thermal – Technologies for sustainable heating and cooling, European Solar Thermal Industry Federation, [www.erec-renewables.org](http://www.erec-renewables.org)

<sup>65</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

<sup>66</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), Future Blade

leverandørerne af råmaterialer, hvilket giver en bedre købekraft samt styrke det strategiske samarbejde med de væsentligste globale leverandører.<sup>67</sup> Det må dog vurderes, at såfremt leverandører ligeledes leverer til vindmølleproducenter eller flyproducenter, vil LM Glasfiber være en lille aktør, som i tilfælde af materialemangel eller lignende ikke vil blive prioriteret højt af leverandøren.

LM Glasfiber har i forbindelse med deres internationale ekspansion bedt flere af deres underleverandører om at flytte med til f.eks. Indien. Det er nu en naturlig del af kontraktforhandlingerne med leverandørerne at forhandle om etablering af lokal produktion, da LM ikke kan få den nødvendige kvalitet ved lokale leverandører.<sup>68</sup>

Der er tale om forholdsvis standardiserede materialer, som ligeledes bruges af andre store industrier, hvorfor udbuddet forventes at være stort. Det vurderes, at LM Glasfibers centraliseret indkøbsfunktion har en vis forhandlingsstyrke. I tilfælde af mangel på kapacitet eller materialer vil LM Glasfiber dog være en lille virksomhed i forhold til de øvrige aftagere, hvorfor leverandørernes prioritet af LM formentlig vil være forholdsvis lille. Risikoen for, at LM Glasfiber vil blive nedprioriteret, er dog mindre nu, hvor der er indgået strategiske samarbejdsaftaler med de vigtigste leverandører.

### **3.3.4 Konkurrenter i branchen**

LM Glasfiber har ingen direkte konkurrenter, da LM Glasfiber er den eneste globale leverandør af vindmøllevinger.<sup>69</sup> Der er på verdensplan enkelte mindre producenter af vindmøllevinger, som alene opererer lokalt eller nationalt. De leverer ikke til nogen af de større vindmølleproducenter, ligesom de primært producerer vinger til mindre vindmøller, hvorfor de ikke vurderes at udgøre reel konkurrence til LM Glasfiber.

Der er ikke altid en fordel for LM Glasfiber at være eneste vinge-leverandør, da flere kunder ikke tør at koncentrere så meget viden hos én leverandør, som bliver benyttet af hele branchen.<sup>70</sup>

---

<sup>67</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

<sup>68</sup> Underleverandører skal med til Asien, Berlingske Tidende, den 6. februar 2006, 3. sektion side 11

<sup>69</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), factsheet

<sup>70</sup> Vinden løjet: Vingefabrik ramt af gør-det-selv, Berlingske Tidende, den 31. juli 2003, 3. sektion side 9

LM Glasfiber er grundet sin position som ene udbyder et alternativ til in-house produktion, hvorfor LM's "konkurrenter" primært er vindmølleproducenter, der vælger selv at producere deres vinger selv.

I starten af årtiet var der en tendens til en øget in-house produktion, hvor LM Glasfibers kunder Bonus Energy og NEG Micon begge etablerede vingefabrikker. Årsagen var ifølge daværende administrerende direktør Torben Bjerre Madsen fra NEG Micon: "Når du skal designe nye vindmøller, er vingerne så centrale, at det er vigtigt, at man kender detaljerne. Den viden får vi bedst ved at have egenproduktion."<sup>71</sup> Der er i de senere år sket en væsentlig konsolidering i vindmøllebranchen, hvor der har været flere fusioner og opkøb blandt de større producenter på markedet, hvilket for LM Glasfiber blandt andet betød, at nogle kunder blev opkøbt eller fusioneret med ikke-kunder.<sup>72</sup> Som det ses af figuren nedenfor, har de 10 største producenter på vindmøllemarkedet 95 % af markedet i år 2007. Kun tyske Enercon og japanske Mitsubishi blandt de store udbydere er ikke kunder hos LM Glasfiber. Enercon og Mitsubishi udvikler og producerer selv deres vinger.<sup>73</sup> Verdens største producent af vindmøller danske Vestas har altid produceret sine vinger selv og betragter det som et kerneområde, som de ikke ønsker at "overlade" til underleverandører.<sup>74</sup> Til trods herfor indgik Vestas og LM Glasfiber i år 2006 en aftale om levering af vinger svarende til 1500 MW til det indiske marked. Vestas ønsker at nedbringe transportomkostninger ved at benytte en leverandør med lokal tilstedeværelse; samtidig mindskes deres finansielle risiko overfor US dollar, da den kinesiske Yuan følger dollaren.<sup>75</sup>

---

<sup>71</sup> Vinden Løjet: Vingefabrik ramt af gør-det-selv, op.cit.

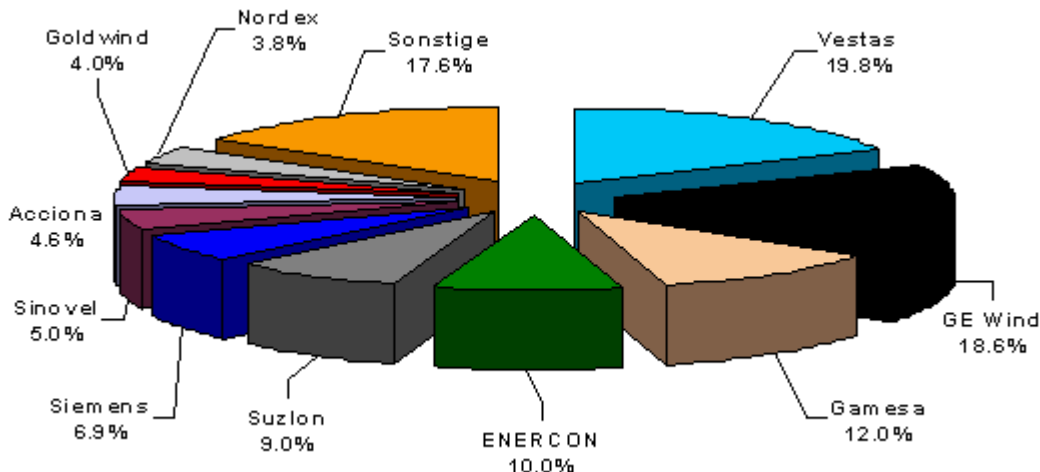
<sup>72</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

<sup>73</sup> [www.enercon.de](http://www.enercon.de) og [www.mhi.co.jp](http://www.mhi.co.jp)

<sup>74</sup> Vindenergi: Vestas producerer fortsat selv vinger: Aftale kun i Indien, Jyllandsposten, den 17. oktober 2006, 2. sektion side 2

<sup>75</sup> LM Glasfiber indgår en ny langsigtet leveringsaftale med Vestas i Indien, Pressemeldelse fra LM Glasfiber, den 16.10.2006, [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

Worldwide 2008 **based on installed capacity**



Figur 10 Vindmølleproducenternes markedsandele på verdensplan, kilde: [www.enercon.de](http://www.enercon.de)

GE Wind indgik i 2005 en leveringsaftale på ca. 2.400 MW. Udover leverance af 1.400 MW vinger til det nordamerikanske marked frem til år 2015 skal LM Glasfiber levere vingerne til 8 projekter i Canada på i alt 990 MW i perioden fra år 2008 til 2012.<sup>76</sup> Tidligere har GE Wind selv produceret alle vinger til det nordamerikanske marked, mens LM Glasfiber leverer vingerne til deres møller i både Europa og Asien, hvilket tyder på, at GE Wind er ramt af kapacitetsbegrænsninger på det nordamerikanske marked.<sup>77</sup> Tidligere producerede Gamesa alle sine vinger selv<sup>78</sup>. De har i flere år haft et samarbejde med LM om design og produktion, men i 2006 indgik de endvidere en langsigtet strategisk leveringsaftale med LM Glasfiber. LM skal levere svarende til 1.000 MW af en specialudviklet vinge fra deres produktionsanlæg i Spanien og USA. Gamesa får ved aftalen mulighed for at udvide deres globale tilstedeværelse samtidig med, at de reducerer kapitalbehovet og skaber mere fleksibilitet i forsyningskæden.<sup>79</sup>

Ved et generelt fald i efterspørgslen efter vindmøller må det forventes, at vindmølleproducenterne først og fremmest forsøger at udnytte deres egen kapacitet, hvilket derfor vil ramme LM Glasfiber meget hårdt, fordi salget vil falde drastisk som en konsekvens af branchens overskudskapacitet.

---

<sup>76</sup> LM Glasfiber underskriver kontrakt på 2.400 MW vinger til GE Energy i Canada, Pressemeddelelse fra LM Glasfiber, den 10.3.2005, [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

<sup>77</sup> Katastroferegnskab fra LM Glasfiber, Jyllandsposten, den 27. august 2003, 3. sektion side 6

<sup>78</sup> Katastroferegnskab fra LM Glasfiber, op.cit.

<sup>79</sup> LM Glasfiber offentliggør stor vingekontrakt med Gamesa Eolica S.A., Pressemeddelelse fra LM Glasfiber, den 22.6.2006, [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

Konkurrencen i branchen er ikke intens, da LM Glasfiber er den eneste producent af vindmøllevinger. LM konkurrerer mod virksomheders in-house produktion af vinger, men der ses en tendens til, at flere vindmølleproducenter vælger LM Glasfiber som leverandør på enkelte markeder eller til enkelte produkter, fordi det for kunden skaber fleksibilitet, at de ikke er tvunget til at etablere egenproduktion globalt for at kunne levere globalt. Det må dog forventes, at en generel nedgang i efterspørgslen vil ramme LM Glasfiber hårdt, da vindmølleproducenterne alt andet lige i videst muligt omfang vil forsøge at udnytte deres egen kapacitet.

### 3.3.5 Kundernes forhandlingsstyrke

LM Glasfiber har 8 ud af de 10 førende producenter indenfor vindmølleindustrien som deres kunder. I 2007 fik LM Glasfiber 6 nye vindmøllefabrikanter som kunder, hvilket betyder, at de samlet har 20 vindmøllefabrikanter som kunder.<sup>80</sup> Det betyder, at LM har et kundeforhold til langt de fleste producenter i vindmøllebranchen.

Som tidligere beskrevet ønsker vindmølleproducenterne ikke at overgive produktionen fuldstændig til en underleverandør, da det vurderes at være en meget væsentlig del af møllen, som kræver meget knowhow, så det er vigtigt at bevare en del af den specialiseret viden i virksomheden. Det vurderes derfor, at langt de fleste vindmølleproducenterne fastholder en vis egenproduktion af vinger, imens de bruger LM Glasfiber som underleverandør til enkelte vingetyper, som f.eks. til bestemte modeller eller vinger til off shore-møller. Som eksempel på det kan nævnes en strategisk samarbejdsaftale, som LM Glasfiber har indgået med Xinjiang Goldwind Science & Technology Co. Ltd. i 2007, hvor LM fast skal levere vingerne til to 1500 kw møller i en periode på 6 år. Samtidig skal LM udvikle vinger til Goldwinds møller på 2 MW og derover.<sup>81</sup> Andre benytter LM Glasfiber i visse geografiske regioner af verden, hvilket ovenstående omtaler af Vestas og GE Wind er eksempler på. LM Glasfiber skaber med sine globale produktionsfaciliteter mulighed for, at kunderne kan levere globalt, uden de nødvendigvis skal etablere lokale fabrikker. De øvrige dele af møllen er nemmere at transportere samt knap så specialiseret. På baggrund af de seneste indgåede aftaler vurderes det, at det bliver mere udbredt, at

---

<sup>80</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

<sup>81</sup> LM Glasfiber indgår strategisk samarbejdsaftale med Goldwind, Pressemeldelse fra LM Glasfiber, den 14.2.2007, [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

vindmølleproducenterne benytter LM Glasfiber som underleverandør på en del af deres produkter eller markeder, da det giver dem mere fleksibilitet i forsyningskæden, mindre krav til kapital samt mulighed for at udbygge deres globale platform hurtigere og med mindre risiko.

LM Glasfiber har siden 2005 haft fokus på at forbedre effektiviteten i hele forsyningskæden. LM har forlænget kontrakterne med en del af deres nøglekunder. LM mener, at en øget "binding" af kunderne vil give gensidige fordele vedr. indkøb, produktudvikling og kapacitetsplanlægning. LM Glasfiber udviklede to nye vingetyper i 2005, som kan tilpasses kundernes eksisterende vindmøller og give en større energiproduktion, hvorved LM har hjulpet til at skabe værdi for både dem selv og deres kunde.<sup>82</sup>

LM Glasfiber har på trods af en konsolidering af vindmøllebranchen beholdt en bred kundeportefølje set i forhold til det samlede antal udbydere. Derudover har LM Glasfiber i højere grad end deres kunder formået at etablere global produktion og skabt tætte samarbejdsrelationer til deres kunder, hvorfor det ikke vurderes, at den enkelte kundes forhandlingsstyrke er stor.

### 3.4 Segmentering og PLC

Af figur 11 ses det, at den geografiske spredning af LM's omsætning er blevet større, hvilket vurderes som en fordel, da det betyder mindre afhængighed af enkelte markeder. Ligesom påvirkning af de nationale eller regionale forandrings drivere jf. makroanalysen ikke vil ramme LM ligeså hårdt. Det ses endvidere, at salget fordelt på produkter har koncentreret en større del af salget på de store vinger til montering på land (1.350 kW til 2.500 kW), hvilket er forventeligt, da tendensen generelt bevæger sig mod større og mere energieffektive vindmøller. Grunden til, at der ikke afsættes store dele af de største vinger (over 2.500 kW) er, at disse vinger hovedsagligt er beregnet til montering på off shore-vindmøller, og off shore markedet har været lille i de senere år.

---

<sup>82</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

| Omsætning   | 2007      | 2006      |
|-------------|-----------|-----------|
| Nordeuropa  | 1.074.113 | 1.544.438 |
| Sydeuropa   | 1.427.236 | 934.723   |
| Nordamerika | 1.059.624 | 493.105   |
| Asien       | 608.343   | 496.068   |
| Andre       | 141.044   | 71.105    |
|             | 4.310.360 | 3.539.439 |

**Figur 11 Segmentering af LM Glasfibers omsætning og salg i årene 2006 til 2007, kilde: Årsrapport 2007 for LM Glasfiber Holding A/S**

I år 2005 fik LM Glasfiber 6 nye kunder, som er fordelt ligeligt mellem det europæiske og det asiatiske marked<sup>83</sup>, mens LM i år 2004 fik 3 nye kunder. Udvidelsen af kundegrundlaget er sket til trods for den konsolidering, der er sket i branchen siden år 2003. Set i forhold til den begrænsede antal spillere i vindindustrien har LM Glasfiber med et kundegrundlag i 2007 på over 20 vindmølleproducenter et solidt grundlag. Men en nedgang hos nøglekunder vil selvfølgelig have en effekt på virksomhedens resultat.

LM Glasfibers markedsandel steg i 2007 med 22 %. Vindmøllemarkedet oplevede en væsentlig vækst fra et salg på ca. 8.200 MW i 2004 til et salg på ca. 11.500 MW, og LM realiserede også en stigning i salget fra 2.599 MW i 2004 til 3.000 MW i 2005, mens salget i 2007 steg til hele 19.865 MW. Kapaciteten er som følge af dette i 2007 øget med 3 nye vindmøllefabrikker samt 2.222 nye job på verdensplan.

Både markeds- og produktmæssigt er der forskellige livscyklusfaser på vindmøllemarkedet jf. PLC-kurven.<sup>84</sup> Produktmæssigt er det tidligere nævnt, at salget af de små vinger på mindre end 1.350 kW er faldende, hvilket vurderes at skyldes en generel trend i markedet, hvor man efterspørger større vinger, hvorfor de små vinger vurderes at være i den sene modningsfase eller afviklingsfasen. Vinger med en kapacitet på mere end 1.350 kW vurderes at være i den sene vækstfase, hvor det må forventes, at de overgår til modningsfasen i løbet af de næste 5 år. De største vinger over 2.500 kW har endnu ikke vundet rigtig indpas på markedet, da de primært er beregnet til off shore-segmentet, hvor der er konstateret væsentlige dyrere omkostninger ved opsætning end oprindeligt forventet, hvorfor salgets af disse er meget lille, og det må vurderes, at produktet er i introduktionsfasen, og der vil gå flere år, før det overgår til vækstfasen.

<sup>83</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetning

<sup>84</sup> Global Marketing – A market-responsive approach, op.cit., side 401

Markedsmæssigt har det nordeuropæiske marked oplevet en faldende vækst de seneste år, da markedet har svært ved at finde nye opstillingssteder, og i både Danmark og Tyskland ved at nå sit "mætningspunkt". Det forventes dog, at der indenfor 5 år vil ske en ny vækst på markedet, når gamle møller skal udskiftes med nyere, mere effektive mølle. Når udskiftningen begynder forventes en kortere vækstperiode, hvorefter markedet vil overgå til modningsfasen med et højere salg end på nuværende tidspunkt. Det sydeuropæiske marked har siden midten af 1990'erne haft en meget kraftig vækst, hvilket blandt andet skyldes den spanske regerings satsning på vindenergi. I løbet af de sidste par år har salget stabiliseret sig, og det vurderes, at markedet er overgået til modningsfasen. Global Wind Energy Councils mest konservative vurdering af den fremtidige vækst på det europæiske marked er, at der i år 2010 vil være en samlet kapacitet på 77.000 MW svarende til en vækst på 89 % i forhold til år 2005. Det nordamerikanske marked inde i en vækstfase, som er godt hjulpet på vej af den politiske støtte ved PTC-ordningen, og der vurderes, at væksten på betingelse af forlængelse af PTC-ordningen vil fortsætte de næste 3 år, hvorefter markedet vil overgå til modningsfasen. Den samlede kapacitet på det nordamerikanske vil jf. GWEC mest konservative vurdering være 16.804 MW i år 2010 svarende til en stigning på 71 % sammenlignet med år 2005. Det sydamerikanske marked er i introduktionsfasen, hvilket bekræftes af, at flere lande er ved at vedtage offentlige støtteordninger til etablering af vedvarende energi, men på nuværende tidspunkt er den installerede kapacitet beskeden. Der forventes af GWEC (det mest konservative scenarie) en næsten eksplosiv vækst frem til år 2010 på det sydamerikanske marked, hvor den samlede kapacitet vil stige med 140 % til 3.200 MW. Det asiatiske marked er i en rivende vækst, hvilket grundet dels det akutte energibehov og dels vedtagelse af lovgivning til støtte for vedvarende energi forventes at fortsætte i mange år. GWEC's mest konservative bud på væksten frem til år 2010 er en stigning på 98 % svarende til en samlet installation på 11.515 ultimo år 2010.<sup>85</sup> Markedet vil formentlig først overgå til modningsfasen efter mere end 5 år. Den geografiske spredning af salget, som hele tiden ændres, kan til dels også ses af figur 11, hvor LM Glasfibers salg på de europæiske markeder er faldende, samtidig med at salget i Asien og Nordamerika stiger. Det australske og afrikanske marked er i introduktionsfasen.

---

<sup>85</sup> Global Wind Energy Outlook 2008, op.cit.

### 3.5 Analyse af ressourcer

Vurdering af LM Glasfibers ressourcebase sker i forhold til de behov og krav, som markedet stiller jf. makro- og brancheanalyse.

#### 3.5.1 Materielle anlægsressourcer

LM Glasfiber har produktionsfaciliteter placeret i Danmark, Spanien, Indien, Kina, Canada og USA, hvorfra de vurderes at kunne levere til hele verden under hensyntagen til, hvilke dele af verden der primært afsættes til. LM Glasfiber har i de senere år været gode til at tilpasse deres produktionsfaciliteter til, hvor og hvad der efterspørges, hvorfor der er oprettet produktion i både Indien og Nordamerika, som er de store vækstmarkeder, mens der er sket en tilpasning af kapaciteten i Europa med flere fabrikslukninger. Som nævnt tidligere har LM glasfiber samtidig udviklet produktionsudstyr, som kan afmonteres og genanvendes på andre fabrikker, hvorved omkostningerne i forbindelse med lukning og åbning af produktionsfaciliteter mindskes. Til trods for at størstedelen af vindmølleproducenterne er globale, er der ingen af virksomhederne, der har global vingeproduktion, hvilket giver LM Glasfiber en varig konkurrencefordel.

Vindmølleproducenterne indgår samarbejder på de markeder, hvor de ikke selv har produktion, og det er for dyrt at transportere vinger fra andre verdensdele.

Vindmølleproducenterne har selvfølgelig mulighed for selv at etablere vingeproduktion på de markeder, hvor de i forvejen ikke har produktion, men det vil trods alt kræve, at de forventer en jævn omsætning af et vist omfang for, at investeringen kan blive lønsom, samtidig øges de faste omkostninger og dermed den driftsmæssige risiko.

LM Glasfiber har etableret en global forsyningskæde som en del af deres matrix-organisation, hvilket blandt andet skal sikre, at der løbende sker den fornødne tilpasning af kapaciteten. De har flere gange indenfor de 3 seneste år åbnet nye fabrikker, hvilket dog i år 2005 på det nordamerikanske marked skete for sent, hvorfor LM Glasfibers omsætning blev begrænset af kapaciteten, hvilket man har indhentet efterfølgende. LM Glasfiber havde i forbindelse med udgangen af år 2007 den største ordrebeholdning nogensinde, hvorfor der forventes en vækst på 25 % i omsætningen. Kapacitetsbegrænsninger

forventes ikke at kunne bremse væksten fremover på grund af generelle kapacitetsudvidelser samt den løbende globale tilpasning.

Som tidligere nævnt udgør distributionsomkostninger en stadig større andel af de samlede omkostninger: LM Glasfiber har som de eneste i branchen udviklet nogle transportstativer, som gør det nemmere at transportere vingerne, ligesom stativerne kan pakkes sammen til hjemturen.<sup>86</sup>

LM Glasfiber udvikler og forsker hele tiden i materialernes egenskaber for at forbedre produkternes kvalitet og skabe kendskab til, hvordan for eksempel glasfiber fungerer sammen med andre materialer. LM har arbejdet med glasfiber i mere end 50 år, hvorfor de har et meget indgående kendskab til glasfibers styrker og svagheder. De øvrige vindmølleproducenterne har også store udgifter til forskning og udvikling og forsøger uden tvivl også at få kendskab til materialernes egenskaber. Vindmølleproducenterne har i højere grad flere processer, materialer og teknologier, da de i nogen tilfælde producerer alle delene til vindmøllen selv, må det forventes, at de ikke bruger de samme forholdsvise ressourcer på at forske i præcis materialer til vinger.

LM Glasfiber producerer vinger ved hjælp af vakuum-infusion, som er en teknik, hvor resin trækkes ind i formen ved hjælp af undertryk. Teknikken sikrer en mere ensartet kvalitet og en kortere gennemløbstid. Teknikken kræver ikke opvarmning af formene, hvilket gør det nemmere og billigere at omstille produktionen til en anden vingetype og altså sikrer bedre kapacitetsudnyttelse. Infusionsmaskinerne er blevet automatiseret, hvilket har sparet 15-20 % alene i procestid.

I år 2006 indviede LM Glasfiber verdens mest avancerede vindtunnel til 25 mio. kr. til at teste vinger i.<sup>87</sup> Tidligere har LM måttet booke sig ind hos andre vindtunneler i Europa i konkurrence med vindmølleproducenterne og andre for at få testet sine vinger. Ingen af vindmølleproducenterne har deres egen vindtunnel, hvorfor det giver LM en konkurrencefordel, om end det er muligt at kopiere for 25 millioner kroner.

---

<sup>86</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, op.cit., ledelsesberetning

<sup>87</sup> LM vil tiltrække ingeniører, Jydske Vestkysten, Kolding den 30. juni 2005, 2. sektion, side 13

### 3.5.2 Immaterielle ressourcer

LM Glasfibers omdømme i branchen må antages at være godt, da de er i stand til at have så stor en andel af branchens aktører som kunder. De har kun få nøglekunder, hvorfor det er meget væsentligt at have et godt forhold til dem, hvilket blandt andet forstærkes ved udvidede samarbejde omkring udvikling af vingerne. Det gode forhold til branchen i øvrigt bekræftes også af, at Søren F. Knudsen, som er salgs- og marketingdirektør hos LM Glasfiber, er valgt som formand for brancheforeningen Vindmølleindustrien. LM Glasfiber har flere gange forsøgt en børsnotering, hvor de i det ene tilfælde nåede at blive sat til salg, men manglede interesserede investorer. At være ejet af en kapitalfond kan godt skade omdømmet, da der generelt er en opfattelse af, at kapitalfondene udpiner alle aktiver og finansieringsmæssige muligheder for at sikre optimal profit i den ofte korte periode, de ejer selskaberne.

Som tidligere nævnt har LM Glasfiber beskyttet flere af deres produkter, materialer og udviklede special-processer med patenter, hvilket sikrer, at LM Glasfiber får fuldt udbytte af deres forsknings- og udviklingsomkostninger og beskytter deres investering mod kopiering. LM har pt. 29 aktive patenter og er nogen af de mest patentaktive i vindmøllebranchen.<sup>88</sup> Patenter gælder jo kun i begrænsede perioder, hvorefter teknikken eller produktet frit kan benyttes eller produceres, men da patentperioder som regel er minimum 10 år, er det ikke afgørende i vindmøllebranchen, som er i en rivende udvikling, og teknikkerne vil derfor som regel være forældede, når patentet udløber.

LM Glasfiber deltager i flere forskningssamarbejder blandt andet med Risø forskningscenter og Vestas. Ligesom de flere gange har bedt ingeniørstuderende om at hjælpe sig, dels på grund af generel mangel på ingeniører og for at få kendskab til de studerende, som eventuelt senere ønsker ansættelse. I de senere år har LM Glasfiber udvidet deres aktiviteter inden for forskning og udvikling betydeligt, hvilket vurderes at følge den generelle udvikling i branchen. I flere af de ordrer, som LM Glasfiber de seneste år har offentliggjort, har samarbejde om udvikling af vinger til kunden været en del af den samlede aftale. Ved at skabe samarbejder med kunderne etableres der en tilknytning, samtidig giver det LM Glasfiber et godt indblik i, hvad kunderne ønsker.

---

<sup>88</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), patenter sikrer vores fremtidige position

### 3.5.3 Menneskelige ressourcer

LM Glasfiber har i forbindelse med deres øgede fokus på forskning også fået større fokus på deres medarbejdere og deres kompetencer. På 10 år er deres udviklingsafdeling gået fra 8 personer til mere end 100. I forbindelse med udvikling er medarbejderne den store ressource, og LM Glasfiber har haft svært ved at få besat alle deres stillinger.

LM Glasfiber har satset på at udnytte hele organisationens evner og gode idéer, hvorfor de har et system, hvor gode idéer hurtigt kan indrapporteres, hvorefter udviklingsafdelingen vurderer dem. Derefter bliver alle idéer, som de umiddelbart ser potentiale i, sendt videre til Idea og Patent Committee.<sup>89</sup>

Ledelsesmæssigt har LM Glasfiber haft en turbulent periode med 3 forskellige administrerende direktører siden år 2005. I samme periode har organisationen overgået mange ændringer. En stabil, kompetent ledelse kan være med til at sikre, at virksomhedens mål og værdier bliver forankret i organisationen. Det ses dog, at der er sket få ændringer i den øvrige øverste ledelse.

Med global produktion er det vigtigt at sikre, at der leveres vinger af samme kvalitet lige meget, hvilken fabrik vingen kommer fra. De menneskelige ressourcer er en stor del af kvalitetssikringen. Ved etablering af en global forsyningskæde øges fokus på implementering af proces- og produktionsforbedringer. Ligesom der er fælles rapporteringssystemer, som sikrer en global vidensdeling.<sup>90</sup>

## 3.6 SWOT analyse

Vores SWOT-analyse vil opsamle de resultater, vi har fået fra vores mikro- og makro analyser, således vi får dannet os en bedre forståelse for den strategisk analyse. SWOT-modellen indeholder fire elementer: styrker, svagheder, muligheder og trusler. De to første

---

<sup>89</sup> [www.lm.dk](http://www.lm.dk), Idé-generering

<sup>90</sup> Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S, ledelsesberetningen

elementer (styrker og svagheder) kan kontrolleres af LM Glasfiber, mens de to sidste (muligheder, trusler) ikke kan påvirkes af LM Glasfiber.

| <b>Styrker</b>                                                   | <b>Svagheder</b>                                         |
|------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| Markedsledende (25% i 2007)                                      | Stor kapitalbinding i produktionen                       |
| Gode samarbejdspartner (eks. Offentlige forskningsinstitutioner) | Ikke stærkt repræsenteret på det spanske marked          |
| Producere selv                                                   | Kapacitet i produktionen                                 |
| Anerkendt virksomhed                                             |                                                          |
| Er godt repræsenteret globalt                                    |                                                          |
| Internt uddannelses system                                       |                                                          |
| Vindenergi den billigste vedvarende energi                       |                                                          |
|                                                                  |                                                          |
| <b>Muligheder</b>                                                | <b>Trusler</b>                                           |
| lav rente                                                        | Nye energityper som er bedre og billigere end vindenergi |
| Opkøbe eller fusionere med strategiske producenter af vinger     | PTC-ordningen i USA                                      |
| Voksende elektricitets forbrug                                   |                                                          |
| PTC-ordningen i USA                                              |                                                          |
|                                                                  |                                                          |

Figur 12 SWOT-analyse

### 3.6.1 Styrker

LM Glasfiber er en stor koncern, som er stærkt repræsenteret internationalt. Virksomheden råder over produktionsfabrikker og servicecentre i mange forskellige lande. Disse styrker medfører, at LM Glasfiber bl.a. kan opnå stordriftsfordele og dermed reducere deres produktionsomkostninger.

LM Glasfibers egenproduktion af de specialbyggede vinger, der benyttes i vindmølleproduktionen gør, at de ikke er så afhængige af underleverandører og at de kan beholde deres know-how internt i virksomheden.

LM Glasfiber er en anerkendt virksomhed og deres image som producenter af kvalitetsvinger styrker deres forhold til omverden i endnu højere grad. Ydermere har deres

positive image den fordel, at mange offentlige institutioner vil samarbejde med LM Glasfiber og Vestas.

For LM Glasfiber er det vigtigt, at de har de rigtige medarbejdere, og derfor lægger virksomheden meget vægt på, at alle medarbejdere får den nødvendige viden og uddannelse. LM Glasfiber har af samme grund oprettet et internt uddannelses system for at vedligeholde og effektivisere deres ansatte.

For LM Glasfiber er det meget positivt, at vindenergi er den bedste og mest foretrukne form for vedvarende energi. Der bliver forsket en del i vindenergi og substituerende produkter har vanskeligt ved at konkurrere med vindenergi som den vedvarende og rene energi.

### **3.6.2 Svagheder**

En af LM Glasfibers største svagheder har indtil videre været kapaciteten i produktionen. Det har været nødvendigt at transportere vinger over store afstande for at opfylde kundernes efterspørgsler. Der har været arbejdet i 3 holdsskift og weekender for at opfylde kunders behov. LM Glasfiber anfører i ledelsesberetningen 2007 dette forhold som det væsentligste i forhold til et negativt driftsresultat i 2007.

Set udefra har virksomheden også en udfordring i likviditeten. En virksomhed i ekspansion kræver som udgangspunkt at der er likviditet til rådighed. Likviditeten i LM Glasfiber er faldende i 2007.

### **3.6.3 Muligheder**

Vindmøllepriserne er meget høje, og kunderne køber dem oftest gennem et finansieret lån. Idet renteniveauet i øjeblikket er meget lavt, kan kunderne tillade sig at investere mere, da de tilsvarende kan spare en masse penge. For LM Glasfiber betyder dette, at de kan afsætte flere vinger til møllerne og derved øge deres omsætning.

En anden mulighed for LM Glasfiber er, at de kan opkøbe eller fusionere med andre strategiske konkurrenter. Dette vil medføre, at LM Glasfiber kan stedfæste sig på markedet og øge deres markedsandel. En anden mulighed er, at fusionen medfører, at Virksomheden vil få tilført en ny, vigtig viden som følge af en eventuel fusion.

En stigning i verdens forbrug af elektricitet vil muligvis have en positiv betydning for Vindmøllebranchen generelt. Eftersom LM Glasfiber har et godt image og er kendt for at producere kvalitets vinger, vil de højst sandsynlig vinde indpas hos mange mulige købere. Køberne ved, at LM Glasfiber kan levere det, der kræves af dem og derved kan de imødekomme den mulige efterspørgsel.

PTC-ordningen i USA er blevet forlænget med yderligere, hvorfor vi ser det som oplagt mulighed for LM Glasfibers fremtidige vækst. Denne mulighed vil medføre, at der sandsynligvis vil komme nye ordrer i fremtiden. LM Glasfiber skal derfor være klar og i stand til at levere store mængder vinger til USA.

### **3.6.4 Trusler**

En stor og vedvarende trussel for LM Glasfiber er, at der bliver forsket i en ny form for energitype, som måtte være mere miljøvenlig, effektiv og billigere end vindenergi. Dette vil selvfølgelig medføre, at branchen generelt kan miste markedsandele.

En anden trussel for LM Glasfiber og branchen er deres påvirkning/afhængighed fra tilskudsordninger samt politiske tiltag. Det kan siges, at truslen kan virke minimerende, når man ser på den voksende globale fokus på miljø.

En tredje og mere direkte trussel, er LM Glasfibers' konkurrenter. Nye og gamle kapitalstærke producenter af vinger kunne overhale LM Glasfiber på viden og konkurrenceevne. Herudover er der den mulighed at vindmølleproducenterne selv påbegynder produktion af vinger for at frigøre sig fra LM Glasfiber. Hermed kunne virksomheden tabe kunder og omsætning som følge heraf.

### 3.7 Delkonklusion

Den stadigt stigende globale opvarmning samt de usikkerheder, der i forbindelse med adgangen til og prisen på fossile brændstoffer øger presset på hele verdens politikere for at finde et alternativ til energiproduktion fra fossile brændstoffer, hvilket alt andet lige vil medføre en stigning i salgets vækstrate. Vindenergi er endnu ikke fuldt ud konkurrencedygtig med energiproduktion baseret på fossile brændstoffer, hvorfor branchen fortsat er afhængig af, at der politisk vedtages forskellige former for støtteordninger, hvilket typisk er i form af fordelagtige afregningspriser eller skattefordele ved investering i vindenergi. Flere og flere lande har allerede eller er ved at vedtage love til fordel for vedvarende energi, hvorfor det alt andet lige vurderes at forlænge konkurrencefordelsperioden, men samtidig medfører det en risiko for, at markedet bliver betydeligt mindre, når ordningerne udfases.

Generelt vurderes konkurrencesituationen i branchen ikke at være intens, da LM Glasfiber er eneste globale leverandør af vinger og udgør et alternativ til vindmølleproducenternes in-house produktion af vinger. Dog udgør andre former for vedvarende energi en væsentlig trussel mod vindmøllebranchen generelt, da flere af alternativerne har samme fordele som vindenergi, kan bruges til mere end bare el-produktion, og i nogle tilfælde er billigere.

LM Glasfiber har specialiseret sig indenfor vindmøllevinger og har med årene solgt alle andre aktiviteter fra. I sig selv udgør det en risiko at være koncentreret om ét produkt med én branche som aftagere, men LM Glasfiber har formået at sprede salget både produkt- og markedsmæssigt på en måde, så man har produkter og markeder placeret jævnt på PLC kurven. På samtlige markeder forventes en betydelig vækst de kommende 5 år jf. Global Wind Energy Councils mest konservative scenarie. Der forventes især stor vækst i Nordamerika og Asien, hvor LM Glasfiber allerede har udvidet produktionskapaciteten. LM Glasfiber ressourcer imødekommer en stor del af de behov og krav, der stilles for at agere i branchen. Især er LM Glasfibers globale produktionsfaciliteter en stor konkurrencefordel. LM Glasfibers satsning på forskning og produktudvikling er nødvendig for at gøre vindenergi mere konkurrencedygtig, som er branchens fælles mål.

## 4 Nøgletalsanalyse

Nøgletalsanalysen foretages ud fra regnskaberne for år 2003 til 2007. LM Glasfiber har i hele perioden aflagt koncernregnskab, og det er derfor dette, der tages udgangspunkt i ved nøgletalsanalysen.

Det primære formål med nøgletalsanalysen, i relation til værdiansættelsen af LM Glasfiber, er, at få et indtryk af virksomhedens historiske performance. På baggrund af den historiske performance er det muligt, sammenholdt med den strategiske analyse, at udarbejde forventninger til selskabets fremtidige indtjeningspotentiale og pengestrømme.

Forventningerne til den fremtidige indtjening og de fremtidige pengestrømme anvendes ved budgetudarbejdelsen, der ligger til grund for den teoretiske værdiansættelse.

Nøgletalsanalysen alene kan ikke anvendes til estimering af den fremtidige indtjening og betalingsstrømme i budgetterne, da dette primært fastlægges i den strategiske analyse. Budgetudarbejdelsen kræver dog, at der er foretaget analyse af de historiske handlinger og resultater, da selskabets fremtid i høj grad er afhængig af de handlinger, der er foretaget i tidligere perioder.<sup>91</sup>

Nøgletalsanalysen af LM Glasfiber skal således ses som et værktøj til at identificere udviklingstendenser samt give et økonomisk overblik over selskabet. Konklusionerne fra nøgletalsanalysen kan derefter anvendes videre i værdiansættelsesforløbet.

Det centrale element til bedømmelse af LM Glasfiber's indtjeningsevne er rentabilitetsanalysen, hvor det analyseres i hvilket omfang, selskabet tjener penge set i forhold til de indsatte ressourcer.

---

<sup>91</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 183

Vurderingen af LM Glasfiber's indtjeningsevne vil tage udgangspunkt i Dupont-pyramiden. Dupont-pyramiden skal anvendes til at belyse de årsagssammenhænge, der ligger bag udviklingen i selskabets rentabilitet.

LM Glasfiber's evne til at skabe betalingsstrømme vil indgå som et element i bedømmelsen af LM Glasfiber. Dette begrundes med, at vi vil anvende DCF-modellen til værdiansættelsen, og det er derfor vigtigt at opnå forståelse af, hvordan cash-flow mønstret ser ud hos LM Glasfiber, og hvordan dette forventes at udvikle sig fremover. Ved gennemførelse af en risikoanalyse for en virksomhed, der er at betragte som going concern, er formålet at vurdere sandsynligheden for, at virksomhedens indtjening ikke bliver som forventet, hvilket vil sige variabilitetsrisiko.<sup>92</sup> I relation til ejerne, har analysen stor betydning, da deres afkast forøges i takt med øget risiko under forudsætning af, at investorerne er risikoaverse. Vi vil afslutningsvis kortlægge de væsentlige risikofaktorer, som kan påvirke LM Glasfiber's fremtidige indtjening og pengestrømme.

## Revisionspåtegning

Indledende skal det nævnes, at regnskaberne i perioden er påtegnet uden forbehold af statsautoriseret revisionsfirma. I Årsrapporten for år 2004 er der afgivet supplerende oplysninger i forbindelse med påtegningen, som vedrører de indregnede værdier for koncern goodwill og udskudt skatteaktiv. Revisionen angiver dog, at de er enige i regnskabspraksis og ledelsens beskrivelse af de usikkerheder, der er forbundet hermed, hvorfor det ikke vurderes at have indvirkning på reformuleringen og de beregnede nøgletal. I vurderingen er der lagt vægt på, at revisionen ikke har fundet anledning til forbehold eller supplerende oplysninger i Årsrapporten for år 2005-2007.

## 4.1 Reformulering

De økonomiske værdiskabende aktiviteter i en virksomhed, kan inddeles i driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter.

---

<sup>92</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 126

Da årsregnskabet i den nuværende regnskabspraksis efter årsregnskabslovens rammekrav kun delvis klassificerer posterne i disse to aktiviteter til værdiskabelse, har vi foretaget en reformulering af egenkapitalopgørelsen, resultatopgørelsen samt balancen, for at få et mere retvisende billede ved beregningen af nøgletallene jf. vedlagte bilag.

#### 4.1.1 Reformulering af egenkapitalopgørelse

Egenkapitalopgørelsen reformuleres som det første. Der er en del poster, som indregnes direkte på egenkapitalen og altså ikke fremgår af resultatopgørelsen til trods for, at der kan være tale om væsentlige ændringer i virksomhedens værdier. Formålet med at reformulere er at altså at beregne totalindkomsten for regnskabsåret. Efterfølgende analyser tager udgangspunkt i totalindkomsten frem for nettoresultatet.

Egenkapitalposter giver blandt andet mulighed for at resultatudligne, da man ved at realisere evt. gevinster eller tab kan ændre årets nettoresultat. Ligesom man i modsat fald kan vælge ikke at realisere gevinster eller tab, hvorved der vil ske direkte postering på egenkapitalen og den urealiserede værdi vil blive "overført" til efterfølgende år, hvor der er mulighed for realisering. Til trods for, at posterne ikke er permanente, da de ikke er realiseret, er de et udtryk for den værditilgang, der er sket i regnskabsperioden.

Derudover er det ligeledes af egenkapitalopgørelsen, at alle poster og transaktioner med ejerne fremgår, hvorfor der er mulighed for at adskille virksomhedens værdiskabelse fra værditilførslen til ejerne.

Reformuleringen af egenkapitalopgørelsen bygger på nedenstående ligning:

$$\text{Egenkapital}_{ultimo} = \text{egenkapital}_{primo} + \text{totalindkomst} + \text{transaktioner med ejerne}^{93}$$

#### 4.1.2 Reformulering af balance

Når balancen reformuleres, sker der en reklassificering mellem poster, der kan henføres til henholdsvis drifts- og finansiell aktivitet. Grunden til denne opdeling, at den fremtidige og varige værdiskabelse bygger på driftsaktiviteten. Reformuleringen er nødvendig for den

---

<sup>93</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit. side 107-120

efterfølgende analyse af nøgletal, ligesom reformulering viser, hvor virksomhedens overskud "skabes".<sup>94</sup>

Det fremgår af noterne til periodens balancer, at anden gæld vedrører blandt andet skyldig merværdiafgift, kildeskat og ATP samt skyldig løn og gage, hvorfor det må klassificeres som driftsrelateret.

I posten "prioritetsgæld – langfristet" har Vi sammenlagt langfristet gæld vedrørende lånebeviser (selskabsdeltagere), Equity Bridge lån, Senior lån, Mezzanin lån og anden langfristet gæld, da vi mener, at det alene vedrører finansielle forpligtelser, som ikke kan relateres til driften.

Vi har valgt at klassificere hele den likvide beholdning som finansielt aktiv, hvilket ikke er fuldstændig korrekt, da der i alle virksomheder er behov for en vis driftslikviditet til løbende at betale regninger mv., men der foreligger ikke oplysninger, der giver mulighed for at skille driftslikviditeten fra den rentebærende "overskudslikviditet". Der er mulighed for at skønne driftslikviditeten til 1-2 % af nettoomsætningen, men det vurderes ikke at give et retvisende billede, da indregningskriteriet for salget ikke kendes, og da der er stor tidsmæssig forskel fra ordre, produktion og levering i vindmøllebranchen.

#### **4.1.3 Reformulering af resultatopgørelse**

Når resultatopgørelsen reformuleres sker der ligeledes en opdeling i drifts- og finansiell aktivitet. Som tidligere nævnt medtages dirty surplus identificeret i forbindelse med reformuleringen af egenkapitalopgørelsen i den reformulerede resultatopgørelse.<sup>95</sup>

### **4.2 Rentabilitetsanalyse**

I vores rentabilitetsanalyse vil LM Glasfiber's nøgletal blive gennemgået og vurderet for at se på virksomhedens evne til at forrente den investerede kapital. Til denne analyse vil vi

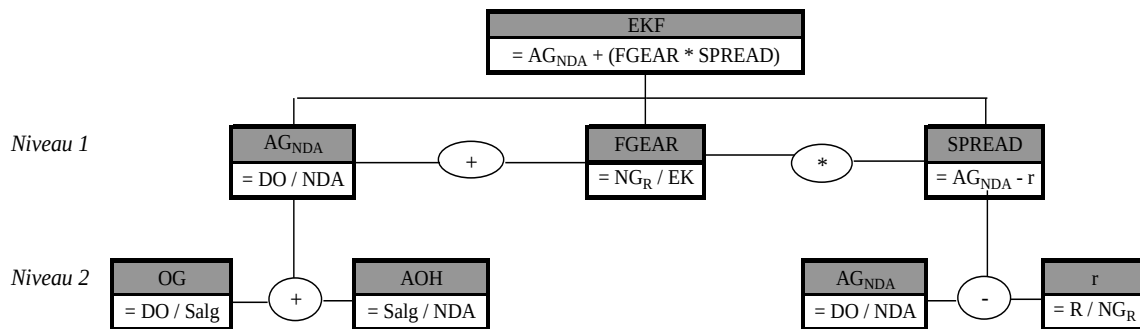
---

<sup>94</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 121-128

<sup>95</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 134-140

med udgangspunkt i dupontmodellen<sup>96</sup> jf. efterfølgende figur, systematisk koncentrere os om udvikling og niveau i afkastningsgraden, overskudsgraden, omsætningshastighederne, egenkapitalens forretning, samt til sidste vurdere LM Glasfiber's soliditetsgrad.

### Dupont Pyramiden



Figur 13 Dupont Pyramiden Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 100 af Jens O. Elling og Ole Sørensen.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i egenkapitalens forrentning (ROE) og de underliggende drivere.

### Egenkapitalens forrentning

Egenkapitalens forrentning viser, hvor god virksomheden er til at forrente investeret kapital. Egenkapitalens forretning kan beregnes ved at følge to formler:

$$ROE = \text{Totalindkomst} / \text{gennemsnitlig egenkapital}$$

eller

$ROE = ROIC + (FGEAR \times (ROIC - r))$ , hvor ROIC er afkastningsgraden, som beregnes ved driftsoverskud divideret med gennemsnitlig netto driftsaktiver, og FGEAR er netto finansielle forpligtelser / gennemsnitlig egenkapital.

<sup>96</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 100

Egenkapitalens forrentning har i perioden været meget svingende, hvor især år 2003 afveg med -166,5%, hvilket især skyldes en høj negativ totalindkomst på -272.385 t.kr. I år 2004 blev det væsentligt forbedret til 16,8%, hvilket jf. ledelsens beretning er tilfredsstillende. Egenkapitalens forrentning faldt igen i 2005 til -2,2%, hvilket ifølge ledelsens beretning skyldes omkostninger i forbindelse med lukning af datterselskab Covia samt omkostninger til kraftig kapacitetsudvidelse. 2006 har været rekordår for LM Glasfiber jf. ledelsens beretning, hvor forrentningen også var oppe på hele 11,9%, mens der i 2007 igen var et dyk, der skyldes væsentlige kapacitetsudvidelser med fabrikker i Kina, USA og Spanien samt vanskeligheder med rekruttering og uddannelse af næsten en fordobling af medarbejdere i virksomheden.

|                                   | 2003     | 2004    | 2005    | 2006      | 2007      |
|-----------------------------------|----------|---------|---------|-----------|-----------|
| Totalindkomst i t.kr.             | -272.385 | 71.200  | -17.604 | 147.945   | -311.070  |
| Gennemsnitlig egenkapital i t.kr. | 163.632  | 423.283 | 809.605 | 1.245.645 | 1.535.373 |
| Egenkapitalens forrentning        | -166,5%  | 16,8%   | -2,2%   | 11,9%     | -19,9%    |

**Figur 14 Egenkapitalens forrentning Kilde: egen tilvirkning**

#### 4.2.1 Niveau 1

##### Afkastgrad

Afkastgraden (ROIC) viser, hvor god virksomheden er til at udnytte deres ressourcer (nettodriftsaktiver).

|      | 2003  | 2004 | 2005 | 2006  | 2007  |
|------|-------|------|------|-------|-------|
| ROIC | -4,3% | 7,6% | 7,3% | 11,5% | -6,1% |

**Figur 15 ROIC Kilde: Egen tilvirkning**

LM Glasfiber har i år 2003 og især i 2007 haft en negativ afkastgrad. I 2004 til 2006 har de en positiv afkastgrad, men alt andet lige er de beregnede afkastgrader langt fra tilfredsstillende, da der ikke genereres et fornuftigt overskud set i forhold til den investerede kapital.

##### Finansiell gearing

Den finansielle gearing (FGEAR) viser forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital. Jo større andel af fremmedkapital, desto højere FGEAR.

|              | 2003  | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--------------|-------|------|------|------|------|
| <b>FGEAR</b> | 16,00 | 5,45 | 2,38 | 1,19 | 0,83 |

**Figur 16 FGEAR Kilde: Egen tilvirkning**

Der er i perioden oplevet et betydeligt fald i den finansielle gearing fra 16 i 2003 til 0,83 i 2007. De to drivere for finansiell gearing har begge en udvikling, som peger på en lavere FGEAR, da den samlede gæld (NFF) er faldende, samtidig med at egenkapitalen er steget kraftigt sammenlignet med år 2003.

I forbindelse med, at LM Glasfiber blev overtaget af en kapitalfond, øgedes den finansielle gearing næsten eksplosivt. I de senere år er der dog fokuseret på at afvikle en stor del af gælden, hvilket formentlig skyldes, at børsintroduktionen blev droppet foreløbigt, hvorfor der ikke ville ske den forventede kapitaltilførsel.

## **SPREAD**

SPREAD er forskellen mellem afkastgraden og  $r$ , som er netto finansielle omkostninger divideret med netto finansielle forpligtelser. Hvis SPREAD'et er positivt, betyder det, at egenkapitalens forrentning bliver højere end afkastningsgraden – virksomheden tjener således mere på sine driftsaktiver, end det er muligt at låne til.

|               | 2003   | 2004 | 2005  | 2006 | 2007   |
|---------------|--------|------|-------|------|--------|
| <b>SPREAD</b> | -10,1% | 2,5% | -0,5% | 3,6% | -12,8% |

**Figur 17 SPREAD Kilde: Egen tilvirkning**

SPRED var i år 2003 på -10,1% og igen i 2007 -12,8, hvilket sammen med den høje finansielle gearing var årsag til en negativ ROE på henholdsvis 166,5% og 19,9%. I 2004 og 2006 var SPREAD'et positivt på henholdsvis 2,5% og 3,6%, hvilket også også medvirkede til, at egenkapitalens forrentning blev henholdsvis 16,8% og 11,9%. I 2005 og 2007 var SPREAD'et igen negativt. Det er langt fra tilfredsstillende, at der ikke ses en klar tendens i LM Glasfiber's SPREAD, til trods for, at der har været en mindre fremgang de seneste år. Fremover skal LM Glasfiber som minimum sikre, at SPREAD er positiv, således at egenkapitalens forrentning er mindst ligeså høj, som det afkast, der genereres af den investerede kapital.

Forudsat et positivt SPREAD vil en øget finansiell gearing medføre et højere afkast til ejerne, altså en stigende ROE. Når SPREAD er negativt, vil der ske det modsatte, for jo højere FGEAR, desto lavere ROE, hvorfor det vurderes at være et stort problem, når LM Glasfiber ikke har sikret et positivt SPREAD.

### Gearing fra driftsforpligtelser

DGEAR, gearing fra driftsforpligtelser, viser, i hvilken grad driftsforpligtelser har reduceret investering i netto driftsaktiver. En øgning af gearingen fra driftsforpligtelser vil alt andet lige øge afkastgraden. DGEAR er driftsforpligtelser relativt til netto driftsaktiver, og opdeles i rentebærende og ikke rentebærende driftsforpligtelser. Rentebærende driftsforpligtelser er vareleverandører og modtagne forudbetalinger fra kunder, om end renten er implicit.

|                                | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROOA (afkast på driftsaktiver) | -3,8%  | 3,0%   | -0,5%  | 7,0%   | -6,8%  |
| rrb                            | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   |
| ROOA-rrb                       | -6,8%  | 0,0%   | -3,5%  | 4,0%   | -9,8%  |
| DGEAR rentebærende DF          | 0,0918 | 0,1012 | 0,1485 | 0,2080 | 0,3213 |
| rirb                           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| ROOA-rirb                      | -3,8%  | 3,0%   | -0,5%  | 7,0%   | -6,8%  |
| DGEAR ikke-rentebærende DF     | 0,1420 | 0,1345 | 0,1525 | 0,2511 | 0,3624 |

**Figur 18 Gearing for driftsforpligtelser Kilde: Egen tilvirkning**

Den implicitte rente på de rentebærende driftsforpligtelser er antaget til 3% efter skat. I figuren ses beregningen af driverne for gearingen fra driftsforpligtelser, hvoraf det ses, at DGEAR for rentebærende driftsforpligtelser er steget, hvilket især skal ses i sammenhæng med stigningen i modtagne forudbetalinger fra kunder. Det vil typisk have positiv konsekvens, når gearingen af driftsforpligtelser øges, hvilket dog er forudsat, at driftsoverskuddet er positivt. LM Glasfiber har både i år 2003, 2005 og 2007 et negativt driftsoverskud, hvorfor den øgede gearing tilsvarende har forværret afkastningsgraden. Beregnet afkast på driftsaktiver (ROOA) har i perioden været meget svingende, hvor det i år 2003, 2005 og 2007 har været negativt.

Forklaringen for år 2007 kan være LM Glasfiber's store bindinger i produktion til nye markeder. Der er således i 2007 blevet betydelige forsinkelser i planlagte kapacitetsforøgelser i Spanien og USA, samtidigt med de øvrige fabrikker har været

nødsaget til at kompensere for dette for at leve op til indgåede kundeleverancer jf. ledelsesberetningen for 2007.

## 4.2.2 Niveau 2

### Overskudsgrad

Overskudsgraden (OG) viser driftsoverskuddet relativt til årets omsætning og har i perioden ikke været tilfredsstillende.

For yderligere at give et overblik over overskudsgraden, har vi valgt at sætte den op mod nettoomsætningen. Figuren viser, hvorledes omsætningen og overskudsgraden har udviklet sig, og den giver et tydeligt billede af en virksomhed, hvor der er noget, som ikke anvendes på bedste vis.

|                | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007      |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Nettoomsætning | 1.709.792 | 2.253.659 | 2.469.210 | 3.539.439 | 4.310.360 |
| Overskudsgrad  | -7,0%     | 3,6%      | -1,0%     | 5,9%      | -6,1%     |

**Figur 19 Overskudsgrad Kilde: Egen tilvirkning**

Som det ses, er det ikke nogen positiv udvikling, LM Glasfiber har oplevet det sidste år, for selv om nettoomsætningen er steget, har overskudsgraden lidt et alvorligt knæk.

### Aktivernes omsætningshastighed

Den anden driver for afkastningsgraden er aktivernes omsætningshastighed, som viser salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver.

Aktivernes omsætningshastighed udtrykker således forholdet mellem virksomhedens aktivitet og de netto driftsaktiver, man har måttet indsætte for at skabe omsætningen – altså hvor mange "gange" driftsaktiverne omsættes i løbet af en periode.

|                     | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| Omsætningshastighed | 0,61 | 0,82 | 0,90 | 1,29 | 1,53 |

**Figur 20 Omsætningshastighed Kilde: Egen tilvirkning**

Som det ses af ovenstående figur, har LM Glasfiber's AOH været jævnt stigende fra 0,61g i 2003 til 1,53g i 2007. Stigningen i AOH skyldes, at omsætningen er steget forholdsmæssigt mere end investeringerne. Omsætningen er steget med 152% i forhold til netto driftsaktiverne, som kun steg med 8%.

### 4.2.3 Niveau 3

#### Overskudsgradsdrivere

De underliggende overskudsdrivere er enkeltposternes relative andel af omsætningen. Udgifter til råvarer og hjælpematerialers relative andel af omsætningen er steget fra 35,7% i år 2003 til 43,7 % i år 2007. En stigning i råvarepriser, som grundet for eksempel konkurrencesituationen eller kontraktforhold ikke kan kompenseres ved en stigning i salgsprisen, vil betyde et fald i overskudsgraden. Det fremgår af ledelsesberetningen for år 2007, at stigninger i råvarepriser var større end forventet, hvorfor forventningerne til resultat af primær drift ikke har kunnet indfries. LM Glasfiber er ordreproducerende, og ordren går tit flere år forud for leveringen, men prisen og øvrige handelsbetingelser aftales i forbindelse med ordren. Det antages, at der i fremtidige kontrakter kan tages hensyn til stigningen i råvarer, således at salgsprisen kan tilpasses herefter, da der må være tale om en generel prisstigning, der vil ramme hele branchen.

Andre eksterne udgifter er også steget relativt mere end omsætningen, hvorfor det i år 2007 udgør 22,7 % af omsætningen mod 8,8 % i år 2003. Stigningen ses ikke forklaret i årsrapporterne.

|                                          | 2003      | 2004      | 2005    | 2006      | 2007      |
|------------------------------------------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|
| Nettoomsætning (efter rabat)             | 1.709.792 | 2.253.659 | 246.926 | 3.539.439 | 4.310.360 |
| Ændring i lagre af færdigvarer og v.u.f. | -2,4%     | 3,2%      | -0,8%   | 1,1%      | 1,8%      |
| Udgifter til råvarer og hjælpematerialer | -35,7%    | -4,2%     | -44,1%  | -41,5%    | -43,6%    |
| Andre eksterne udgifter                  | -8,8%     | -11,0%    | -13,0%  | -14,6%    | -22,7%    |
| Personaleudgifter                        | -33,2%    | -27,4%    | -25,1%  | -22,0%    | -22,9%    |
| Afskrivninger inkl. goodwill             | -15,9%    | -8,1%     | -6,9%   | -5,6%     | -5,3%     |

Figur 21 Overskudsgradsdrivere Kilde: Egen tilvirkning

Personaleomkostningernes relative andel af omsætningen er stort set faldet i hele perioden, hvilket formentlig skal ses i lyset af, at en større del af produktionen foregår i udlandet, hvor udgifter til lønninger og social sikring er mindre.

Det ses, at afskrivningernes andel set i forhold til omsætningen er faldet fra 15,9 % i år 2003 til 5,3 % i år 2007, hvilket skyldes, at der jf. regnskabspraksis ikke længere afskrives på goodwill. I 2003 blev der afskrevet 106 mio.kr. I ny regnskabspraksis amortiseres goodwill ikke, men testes i forbindelse med regnskabsafslutningen for værdiforringelse, hvorefter eventuelle afskrivninger foretages. Gennemgangen af overskudsgrader fordelt på permanente og transitoriske poster er foretaget i forbindelse med vækstanalysen efterfølgende.

### **AOH-drivere**

Driverne for aktivernes omsætningshastighed udtrykkes som den inverse værdi, hvilket fortæller, hvor meget der er bundet i aktiver (poster i nettodriftsaktiver) for at genere en krones salg.

Da driftsforpligtigelserne er en del af netto driftsaktiverne, som den ene komponent af omsætningshastigheden, hænger omsætningshastighederne selvfølgelig også sammen med gearingen fra driftsforpligtigelser.

Gearingen fra driftsforpligtigelser var øget i perioden, hvilket medfører en forøgelse af AOH og ROIC, hvilket ses at være tilfældet hos LM Glasfiber, hvor aktivernes omsætningshastighed er øget i perioden.<sup>97</sup>

---

<sup>97</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit. side 192-193

| AOH-drivere (1/AOH)                      | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Immaterielle anlægsaktiver               | 1,1331  | 0,8362  | 0,7611  | 0,5307  | 0,4356  |
| Materielle anlægsaktiver                 | 0,4017  | 0,2746  | 0,2721  | 0,2203  | 0,2062  |
| Finansielle anlægsaktiver                | 0,0607  | 0,0995  | 0,1091  | 0,0864  | 0,0913  |
| Varebeholdninger                         | 0,1085  | 0,0991  | 0,1093  | 0,0900  | 0,1074  |
| Tilgodehavender fra salg                 | 0,2184  | 0,1646  | 0,1487  | 0,1389  | 0,1860  |
| Andre driftsaktiver                      | 0,0507  | 0,0300  | 0,0322  | 0,0237  | 0,0370  |
| DA                                       | 1,9731  | 1,5040  | 1,4323  | 1,0899  | 1,0635  |
| Hensættelser                             | -0,0855 | -0,0568 | -0,0538 | -0,0867 | -0,1273 |
| Leverandører af varer og tjenesteydelser | -0,1229 | -0,1038 | -0,1235 | -0,1159 | -0,1657 |
| Modtagne forudbetalinger fra kunder      | -0,0177 | -0,0188 | -0,0411 | -0,0449 | -0,0447 |
| Andre driftsforpligtelser                | -0,1451 | -0,1124 | -0,1051 | -0,0694 | -0,0711 |
| (1/AOH)                                  | 1,6020  | 1,2122  | 1,1088  | 0,7731  | 0,6548  |
| (1/AOH) arbejdskapital                   | 0,1864  | 0,1411  | 0,0933  | 0,0682  | 0,0831  |
| (1/AOH) anlægsaktiver                    | 1,4156  | 1,0711  | 1,0154  | 0,7050  | 0,5717  |

**Figur 22 AOH-drivere Kilde: Egen tilvirkning**

Der ses et generelt fald i omsætningshastighederne for arbejdskapital i perioden. I 2003 var den på 0,1864 og i 2007 var den på 0,0831, mens den i år 2006 var helt nede på 0,0682 (oplyst i inverse værdier). Kreditorerne og varebeholdninger er stort set uændret for perioden. Tilgodehavender fra salg er faldet fra 0,2184 i år 2003 til 0,1860 i år 2007, hvilket formentlig også hænger sammen med stigningen i modtagne forudbetalinger fra kunder, da der bør være færre debitorer, når en del af betalingen sker i forbindelse med ordregivningen.

Der ses et fald i omsætningshastigheden for finansielle anlægsaktiver, hvilket skyldes en stor vækst i udskudt skatteaktiv, hvilket blandt andet må skyldes, at LM Glasfiber med sine svingende resultater ikke har kunnet udnytte fradragsmulighederne for tidligere års underskud m.v.

Den ændrede indregning af goodwill betyder også, at der er en væsentlig stigning i omsætningshastigheden for immaterielle anlægsaktiver.

### 4.3 Vækstanalyse

Vækstanalysen tager udgangspunkt i residualindkomstmodellen. Analysen af evnen til at skabe vækst viser, hvordan virksomheden har været i stand til at skabe vækst i

egenkapitalen i den valgte periode. Samtidig er analysen en vigtig faktor, når den fremtidige vækst skal budgetteres.

Ved konstante egenkapitalomkostninger  $K_e$  kan ændring i residualindkomsten bestemmes ved nedenstående formel:

$$\Delta RI = (ROE - K_e) \times \text{gennemsnitlig egenkapital}$$

|                        | 2003     | 2004    | 2005    | 2006    | 2007     |
|------------------------|----------|---------|---------|---------|----------|
| Vækst i nettoomsætning | -39,6%   | 31,8%   | 9,6%    | 43,3%   | 21,8%    |
| Vækst i EK             | -90,8%   | 158,7%  | 91,3%   | 53,9%   | 23,3%    |
| Vækst i totalindkomst  | -272.068 | 343.585 | -88.804 | 165.549 | -454.192 |
| RI ( $K_e$ 8%)         | -285.476 | 37.337  | -82.372 | 48.293  | -429.077 |

**Figur 23 RI Kilde: Egen tilvirkning**

Som det ses i ovenstående figur, var der i årene 2004 og 2006 en positiv vækst i residualindkomsten, som drives af en stigning i den gennemsnitlige egenkapital. I 2004 og 2006 var ROE større end egenkapitalomkostningerne, hvorfor vi vurderer, at der har været tale om reel vækst. I 2005 og 2007 var der en negativ udvikling i residualindkomsten, hvilket skyldes en negativ ROE og yderligere forstærket af en højere egenkapital. Vækst i kraft af øget aktivitet medfører et øget behov for at finansiere driften. Det kan eventuelt ske ved at øge leverandørgælden eller øge modtagne forudbetalinger fra kunder, hvilket typisk vil ske automatisk for LM Glasfiber, da vi antager, at der altid modtages en vis andel af salget i forudbetalinger. Dog kan der herudover være behov for at øge andelen af fremmedkapital i virksomheden, hvilket typisk ikke ønskes, da en øget finansiell gearing vil medføre en stigning i den finansielle risiko, som samtidig vil øge investorernes afkastkrav – og alt andet lige give långivere mere magt i takt med stigningen i andelen af fremmedkapital. Der er selvfølgelig virksomheder, som alene skaber selvfinansieret vækst, hvor årenes overskud overføres til egenkapitalen og investeres i aktiver, som skaber yderligere vækst. Vi mener dog, at det vil være tilfældet i de færreste brancher, hvor store forsknings- og udviklingsomkostninger kan nå at skabe det finansieringsmæssige råderum ved organisk vækst, da fremtidens vækst typisk kræver store investeringer i udvikling og forskning flere år i forvejen. Da LM Glasfiber ikke ses at

have udbetalt udbytte i perioden, sættes den finansierede vækstrate lig med ROE. I og med den selvfinansierede vækst i hele perioden er lavere end væksten i omsætningen, har LM Glasfiber ikke været i stand til at selvfinansiere det kapitalbehov, der er fremkommet ved den øgede aktivitet, hvorfor det dækkes af fremmed- eller arbejdskapital.

#### 4.3.1 Analyse af ændringer i rentabilitet og permanente overskud

I den foregående analyse af rentabiliteten fokuserede vi på niveauet for ROE, mens vi nu fokuserer på at analysere ændringerne i ROE. En del af ændringerne i egenkapitalens forrentning skyldes transitoriske poster, som er usædvanlige poster, der ikke forventes at være tilbagevendende, eller som ikke kan forudsiges. De permanente poster, som er en følge af virksomhedens sædvanlige drift og formål, danner grundlag for vurderingen af den fremtidige rentabilitet.<sup>98</sup>

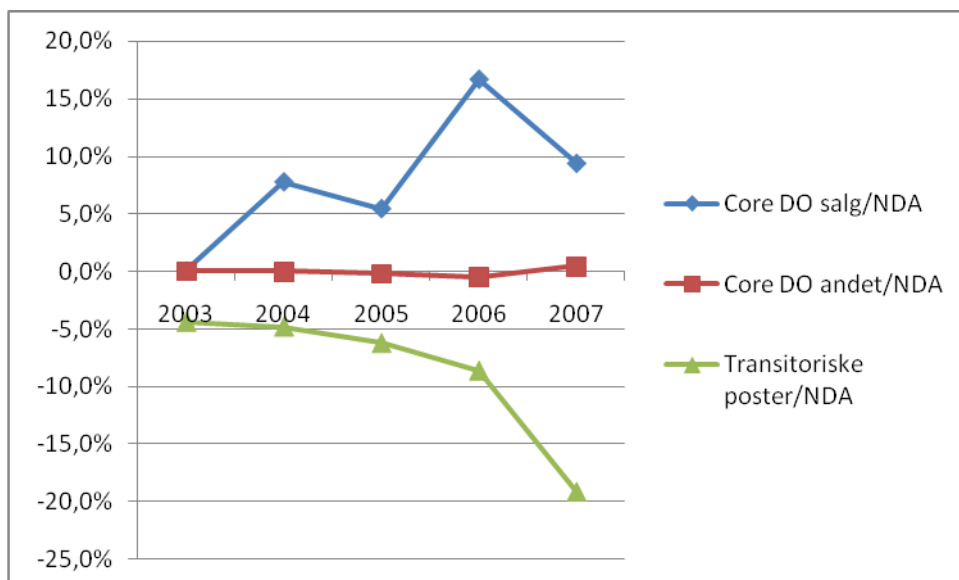
Vi har vurderet andre driftsindtægter og – omkostninger som en permanent post, da det ses, at de har været der hele perioden, hvorfor det er en del af virksomhedens daglige drift og formål. I år 2005 fremgår det, at en del af andre omkostninger er resultatførte forskningsudgifter, hvilket bekræfter os i, at der er tale om permanente poster. De øvrige år fremgår der ingen specifikation eller oplysninger i øvrigt af noterne til andre driftsindtægter og –omkostninger. Renteindtægter og –udgifter vurderer vi til at være permanente og forudsigelige.

Afkastningsgraden (ROIC) kan forklares ved nedenstående formel:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{core DO salg}}{\text{NDA}} + \frac{\text{core DO andet}}{\text{NDA}} + \frac{\text{Transitoriske poster}}{\text{NDA}}$$

---

<sup>98</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 208

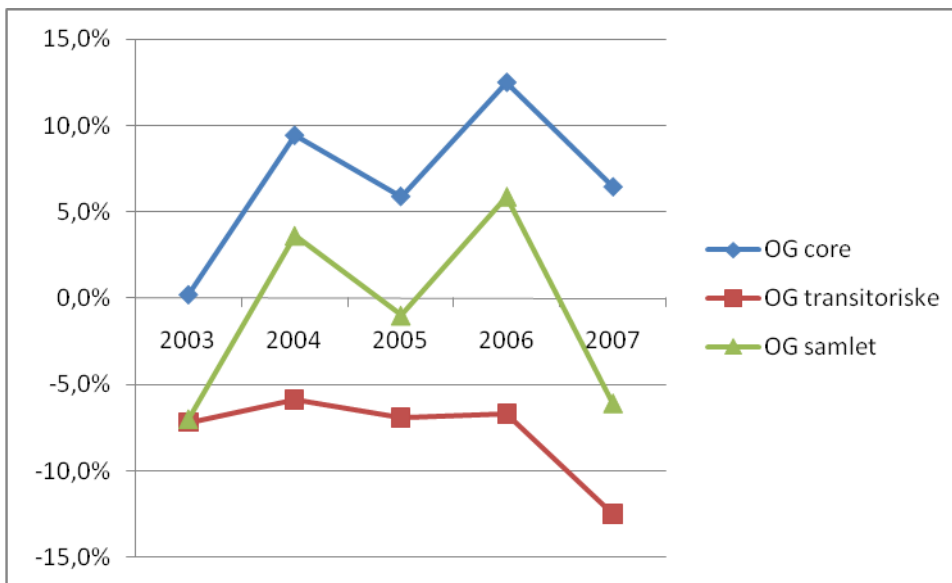


**Figur 24** Komponenter af ROIC vist for årene 2003-2007, Kilde: egen tilvirkning på baggrund af nøgletalsberegninger jf. bilag

I ovenstående figur er der vist udviklingen i de enkelte komponenter af ROIC, hvoraf vi vurderer, at der er tale om en ROIC i dårlig kvalitet, da der har været en væsentlig påvirkning af transitoriske poster. Denne indvirkning har i perioden være negativ. Påvirkningen fra DO andet har i hele perioden været ubetydelig, mens påvirkningen fra salg har været positiv, og da det er disse poster, der er varige og kan forventes i fremtiden, vurderer vi, at der fremover vil være en tilfredsstillende evne til at skabe overskud på baggrund af nettodriftsaktiverne.

Overskudsgraden fordelt på permanente og transitoriske komponenter fremgår af den efterfølgende figur. Kurverne viser tydeligt, at den samlede overskudsgrad følger overskudsgraden for de permanente poster. Overskudsgraden fra de permanente poster har i hele perioden været positiv, mens det fremgår, at negative transitoriske poster har trukket i den anden retning. De transitoriske poster vedrører i det væsentligste netto valutakursreguleringer og særlige poster. Ifølge noterne vedrører de særlige poster i 2003 primært nedlukning af fabrikker, hvor der er sket nedskrivning af anlægsaktiver og afholdt personaleomkostninger i forbindelse med tilpasning af aktiviteten. De særlige poster i regnskab 2005 vedrører omkostninger relateret til råvarer leveret i dårlig kvalitet, kapacitetsudvidelse i Nordamerika, afvikling af datterselskabet Covia A/S samt omkostninger i forbindelse med direktørers fratrædelse. Til trods for, at der kan

argumenteres for, at fratrædelsesordninger for direktører og dårlige råvarer er en del af den almindelige drift, men eftersom der er brugt klassificeringen særlige poster vurderer vi, at der er tale om noget usædvanligt, som ikke er tilbagevendende. I år 2007 var der ligeledes væsentlige omkostninger og hensættelser til råvarer leveret i dårlig kvalitet samt udbedringer på tidligere leverede vinger. Endvidere var der væsentlige logistikomkostninger forbundet med transport mellem produktionsenheder.



**Figur 25 Overskudsgrader for permanente og transitoriske poster, Kilde: egen tilvirkning på baggrund af nøgletalsberegninger jf. bilag**

Væksten i egenkapitalen kan forklares ved tre faktorer, nemlig ændring i nettodriftsaktiver, ændring i netto finansielle forpligtelser og vækst i salget, hvoraf væksten i salget bør være den primære driver.

Nedenfor ses, at væksten i salget i årene modsvares af en stigning i omsætningshastigheden, mens der også i årene sker et fald i netto finansielle forpligtelser.

|                                                 | 2004     | 2005     | 2006       | 2007     |
|-------------------------------------------------|----------|----------|------------|----------|
| $(\Delta \text{ salg} \times \text{AOH}_{t-1})$ | 885.191  | 261.295  | 1.186.638  | 596.015  |
| + $(\Delta 1/\text{AOH} \times \text{salg})$    | -936.098 | -255.436 | -1.188.010 | -509.977 |
| - $\Delta \text{ NFF}$                          | 310.559  | 380.464  | 437.411    | 203.691  |
| = $\Delta \text{ EK}$                           | 259.652  | 386.322  | 436.040    | 289.729  |

Figur 26 Væksten i egenkapitalen dekomponeret for år 2004-2007, kilde: egen tilvirkning

## 4.4 Risikoanalyse

Den vurderede risiko for en virksomhed er bestemmende for ejernes afkastkrav. Den fundamentale risiko, som en investor løber, er et resultat af virksomhedens drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteter. Risikoen fra drifts- og investeringsaktiviteter kaldes driftsmæssig risiko, mens risikoen som følge af finansieringsaktiviteter kaldes finansiell risiko. Den driftsmæssige og finansielle risiko er afgørende for, hvorvidt aktionærernes forventninger realiseres, og da aktionærværdien er baseret på forventningerne til den fremtidige indtjening, er det meget væsentligt at vurdere de risici, virksomheden opererer under. De faktorer, der er bestemmende for cash-flowet, er ligeledes de værdidrivere, der kan ændre sig på en anden måde end forventet, hvorved det fremtidige cash-flow ikke når investorernes forventninger.<sup>99</sup>

### 4.4.1 Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko relaterer sig til spredning i aktivernes omsætningshastighed, overskudsgraden eller gearing fra driftsforpligtelser.

Risikoen forbundet med aktivernes omsætningshastighed vil vi mene er stor, da LM Glasfiber har investeret mange penge i produktionsanlæg og fabrikker, hvorfor der ikke umiddelbart vil være muligt at tilpasse kapaciteten til et eventuelt fald i aktiviteten. LM Glasfiber er endvidere afhængig af et lille antal nøglekunder, hvorfor der i tilfælde, hvor en

---

<sup>99</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 197-199

kunde ændrer strategi og etablerer en egenproduktion af vinger, vil være en væsentlig risiko for af aktiviteten vil falde.

Spredningen i overskudsgraden drives af en risiko for stigende omkostninger. Derudover har omkostningsstrukturen indvirkning på risikoen for selve overskudsgraden, da overskudsgraden vil falde mere i tilfælde, hvor de fleste omkostninger er faste. Som angivet ovenfor har LM Glasfiber væsentlige faste omkostninger forbundet med deres produktion, da de har avancerede og udbyggede produktionsanlæg, som ikke umiddelbart vil kunne afhændes uden tab ved et eventuelt fald i aktivitetsniveauet. Risikoen for dette vurderer vi dog er formindsket i forbindelse med, at der er skabt modulære produktionsanlæg, der kan nedtages og genanvendes på andre fabrikker, hvilket må give LM Glasfiber bedre mulighed for at tilpasse kapaciteten til den aktuelle aktivitet. De omfattende aktiviteter indenfor forskning og udvikling, som i høj grad kræver veluddannet og specialiseret personale, er heller ikke muligt at tilpasse på kort sigt, hvorfor vi antager, at LM Glasfibers overskudsgrad vil falde forholdsmeæssigt meget i forbindelse med mindre aktivitet end forventet. I år 2005 og 2007 oplevede LM Glasfiber stigninger i råvarepriser, hvilket var medvirkende årsager til, at resultatet ikke levede op til forventningerne i de respektive år. Vi vurderes således, at LM Glasfiber er udsatte for en væsentlig OG-risiko, da prisen aftales på tidspunktet for ordreafgivelsen, hvorfor vi kan sige, at LM Glasfiber alene bærer risikoen for eventuelle prisstigninger på råvarer m.v. på de enkelte ordrer. Det fremgår af LM Glasfibers årsrapporter, at de afdækker valutarisici, når de forpligtende aftaler indgås, hvorfor det ikke vurderes at være et væsentligt element.

Risikoen forbundet med gearingen af driftsforpligtelser vurderer vi ikke at være så stor, da mindre forudbetalinger fra kunder på grund af faldende aktivitet umiddelbart vil blive opvejet af en mindre debitor masse. Tendensen i årene har været en konstant debitor masse trods stigende aktivitet samt flere forudbetalinger fra kunder.

Generelt vurderer vi den driftsmæssige risiko for høj, da der er tale om en kapitalintensiv virksomhed med en omkostningsstruktur med mange faste omkostninger, men som samtidig er sårbare overfor udsving i de variable omkostninger som f.eks. Stigninger i råvarepriser. Vi kan dog se, at LM Glasfiber har forsøgt at imødegå den driftsmæssige risiko ved at skabe produktionsanlæg, der forholdsvis nemt kan nedtages og genanvendes på andre fabrikker. På samme måde kan vi ved den foretagne rentabilitetsanalyse se, at

omsætningshastighederne på arbejdskapital er væsentlig forbedret og viser en positiv tendens.

#### **4.4.2 Finansiell risiko**

Den finansielle risiko bestemmes af ændringer i driverne for FGEAR, altså afkastningsgrad og SPREAD.

SPREAD har flere gange i analyseperioden 2003-2007 været negativ, og vi ser ikke tydelige tendenser på, at SPREAD fremover vil være positivt, og dermed en positiv finansiell gearing. Renterisikoen for LM Glasfiber ses at være faldet betydeligt efter indfrielsen af Equity Bridge lånet i år 2004. Det fremgår af årsrapporterne, at LM Glasfiber indgår renteswapaftaler på en væsentlig del af den langfristede bankgæld for at mindske renterisikoen. Afkastningsgraden har i vores rentabilitetsanalyse været negativ flere gange, hvilket skyldes driftsunderskud, hvorfor vi kan sige, at det er en forudsætning for en positiv afkastningsgrad, at der som minimum er driftsoverskud i virksomheden. LM Glasfiber har ikke tidligere vist økonomisk stabilitet, hvorfor vi vurderer, at der er en væsentlig risiko forbundet med afkastningsgraden, hvilket således også har indflydelse på SPREAD. I vores analyse ses FGEAR at være faldet betydelig i perioden, hvilket formentlig skyldes, at det er meget uhensigtsmæssigt med en høj finansiell gearing og samtidig have en høj driftsmæssig gearing.

Samlet set vurderer vi den finansielle risiko for høj, men vi forventer, at risikoen er nedadgående, da LM Glasfiber har mindsket renterisikoen, samtidig med at LM Glasfiber har fokus på mere stabil drift ved eksempelvis at indgå kontrakter med alle nøglekunder, som skal sikre et løbende samarbejde og salg.

#### **4.4.3 Vækstrisiko**

Vækstrisikoen relaterer sig til risikoen for, at virksomheden ikke når den forventede vækst. Vækstrisikoen har en tæt forbindelse til både den driftsmæssige og finansielle risiko, da de underliggende drivere, der er bestemmende for, om en virksomhed opnår vækst i

egenkapitalen er gennemgået ovenfor, hvor det er vurderet, at virksomheden både driftsmæssigt og finansielt er forbundet med en væsentlig risiko.

Derudover konstaterede vi flere forhold i den strategiske analyse, der kan få negativ indvirkning på branchens vækst generelt. I de tilfælde, hvor substituerende teknologier indenfor vedvarende energi bliver mere udbredt, vil vindmøllebranchens vækstrate blive betydeligt mindsket og måske vil der endda kunne opleves fald. Samtidig er der risiko for, at vindmølleproducenterne vælger at etablere egen vingeproduktion og mindske brugen af outsourcing, hvilket vil ramme LM Glasfiber meget hårdt, da de kun har det ene produktområde og et få antal nøglekunder. Vi kan se, at der siden årtusindeskiftet er sket en konsolidering i vindmøllebranchen. Sker der en yderligere konsolidering i branchen vil vi forvente, at det alt andet lige vil betyde et fald i omsætningen for LM Glasfiber, da det i højere grad vil gøre kunderne i stand til selv at producere vinger globalt og måske også selv producere flere typer af vinger.

## 4.5 Sammenhæng mellem strategi og nøgletal

Som vi skrev under virksomhedsbeskrivelse har LM Glasfiber et finansielt mål om en EBIT-margin på over 10 %. EBIT-margin er resultatet af primær drift relativt til nettoomsætningen.

|             | 2003  | 2004  | 2005 | 2006  | 2007  |
|-------------|-------|-------|------|-------|-------|
| EBIT-Margin | -4,0% | 14,7% | 6,5% | 11,3% | -6,9% |

Figur 27 EBIT-margin Kilde: Nøgletal Årsrapport 2007, [www.lm.dk](http://www.lm.dk)

Af ovenstående figur fremgår det, at LM Glasfiber kun i år 2004 levede op til deres eget finansielle mål.

Efter vores gennemgang af LM Glasfibers finansielle situation og økonomiske nøgletal må det vurderes, at der ikke er sammenhæng mellem LM Glasfibers strategier og deres økonomiske præstationer. LM Glasfibers mission er at levere et vedvarende højt afkast til sine aktionærer. Ud fra LM Glasfibers strategier og målsætninger kan vi ikke se, at virksomheden har haft svært ved at generere driftsoverskud og kæmpet med en høj gæld. Vi savner et overordnet mål om, at driftsresultat og årets resultat var positivt. Ligesom det

kunne være et mål at afbalancere kapitalstrukturen til den ændrede strategi om ikke at afhænde LM Glasfiber ved en børsintroduktion på kort sigt. Vi kan se af gennemgangen af den finansielle gearing, at denne er mindsket meget i perioden fra år 2003, hvilket kunne skyldes, at kapitalfonden som offentliggjort selv ønsker at høste de gevinster, der forventes i markedet for vindmøller.

Som forklaring på, at der mangler sammenhæng mellem nøgletal og målsætningerne, tænker vi kunne være, at LM Glasfiber har nogen operationelle mål, som de arbejder efter, men som offentligheden ikke har kendskab til.

## 4.6 Delkonklusion

De økonomiske resultater er forbedret i perioden, om end de endnu er langt fra tilfredsstillende, specielt rædselsåret 2007 trækker ned. Egenkapitalens forrentning har været meget svingende i perioden fra år 2003 til 2007, hvilket først og fremmest skyldes driftsunderskud i årene 2003, 2005 og 2007. Påvirkningen af egenkapitalen er blevet forstærket af et negativt SPREAD for de samme perioder samt en høj finansiell gearing, som vi dog kan se er faldet i perioden, hvilket vi vurderer at være fornuftigt sammenholdt med den høje driftsmæssige risiko. Omsætningshastigheden på arbejdskapitalen har været en væsentlig driver for en generel stigning i aktivernes omsætningshastighed, som alt andet lige har påvirket afkastningsgraden positivt. Endnu vigtigere vurderer vi, at der generelt ses en positiv tendens i nøgletallene, og den positive udvikling i arbejdskapitalens omsætning skaber luft til nye investeringer. Omvendt viser nøgletallene for 2007 et regnskabsmæssigt rædselsår for LM Glasfiber, hvilket skyldes de spanskliggende fabrikker, og det bliver interessant at se for de kommende år, hvordan den globale økonomiske krise vil influere på LM Glasfiber og hvilke tiltag der vil blive truffet organisatorisk.

Afkastningsgraden er af dårlig kvalitet, da den i omfattende grad er påvirket af transitoriske poster. Analysen af vækst og permanent overskud viser os, at den negative påvirkning af overskudsgraden kommer fra transitoriske poster. Overskuddet fra permanente poster har

været nogenlunde tilfredsstillende, hvorfor vi på baggrund af udviklingen antager, at der umiddelbart har været en god udnyttelse af nettodriftsaktiverne.

Vi vurderer at den driftsmæssige og finansielle risiko er høj, da der er tale om en kapitalintensiv virksomhed med en overvægt af faste omkostninger, som ikke på kort sigt kan tilpasse kapaciteten til aktiviteten, hvorfor LM Glasfiber er meget sårbare overfor udsving i aktiviteten. De variable risici samt forhold fremkommet ved vores strategiske analyse medfører, at vækstrisikoen ligeledes er høj, da forventet fremtidig vækst er forbundet med stor usikkerhed, og således nemt kan influeres af markedspåvirkninger eller ugunstige økonomiske forhold.

## 5 Budgettering

Budgetteringen forud for udarbejdelsen af proforma-opgørelser foretages ikke som et detaljeret budget, hvor der skønnes for hver enkelt regnskabspost, men sker i stedet ud fra de reformulerede opgørelser, hvilket bevirker, at der i stedet skal skønnes over et få antal forudsætninger.

### 5.1 Budgetperiode

Som angivet under metodevalg arbejdes der med en budgetperiode på 3 år.

Teoretisk set begynder terminalperioden, når fire betingelser er opfyldt, som alle sikrer, at posterne i proforma-opgørelserne vokser med samme vækstrate. De fire betingelser er:

1. Salgets vækstrate falder til et konstant og forventelig langsigtet niveau.
2. Overskudsgraden er konstant.
3. Omsætningshastigheden er konstant.
4. FGEAR er konstant.

I praksis er det ikke muligt, at alle betingelserne holder, men det essentielle er, at der ikke er systematiske afvigelser. Længden af budgetperioden bør være bestemt af, hvor lang tid man med en vis sikkerhed kan forudsige de enkelte variabler, hvilket vil være forskelligt for den enkelte branche og virksomhed.<sup>100</sup>

Vindmøllebranchen er som skitseret i vores strategiske analyse fortsat forbundet med flere usikkerheder, da det blandt andet er uvist, om vindenergi nogensinde bliver økonomisk konkurrencedygtige med de fossile brændstoffer. Samtidig vides det ikke, om vindmølleproducenterne fortsat vil benytte LM Glasfiber som underleverandør, eller om det blot er en midlertidig løsning til, at vindmølleproducenterne oplever en konstant efterspørgsel og på den baggrund etablere egenproduktion. Der er valgt en budgetperiode på 3 år, da vi ikke vurderer, at vi med rimelighed kan forudsættes udover denne periode.

---

<sup>100</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 234-235

## 5.2 Salgets vækstrate

Udgangspunktet for budgetteringen af den fremtidige driftsaktivitet er et salgsbudget. Transporten af vindmøller til opstillingssteder rundt omkring i verden bliver en stadig større del af omkostningerne, hvilket dog er en fordel for LM Glasfiber, da de er den eneste globale leverandør af denne størrelse vindmøllevinger, og derfor vil det i højere grad kunne betale sig for producenterne at købe vingerne hos LM Glasfiber, hvis de ikke selv har produktionsanlæg i den pågældende region.

I takt med den øgede miljømæssige fokus i hele verden og de stigende oliepriser har flere og flere lande fastsat eller er i gang med at fastlægge målsætningerne for anvendelsen af vedvarende energi, og som en del heraf vedtages en lovgivning i landene, der skal støtte etableringen og brugen af vedvarende energi – ikke mindst udviklingen i ét af de mest CO<sub>2</sub>-belastende lande som USA vurderes at være af stor betydning for vindmøllemarkedets vækst, da teknologien endnu ikke er fuldt ud økonomisk konkurrencedygtigt med de fossile brændstoffer. Ikke kun vindkraft, men alle former for vedvarende energi bliver ligeledes omfattet af det øgede fokus på vedvarende energi. Vandkraft og biomasse er således indenfor vedvarende energi nok de mest konkurrencedygtige alternativer til vindenergi p.t., hvor biomasse er CO<sub>2</sub>-positiv og endvidere kan anvendes til produktion af varme og til brændstof til transport. På kort sigt vurderer vi dog ikke de substituerende produkter at være en stor trussel, da der ikke tidligere har været særligt stort fokus på øvrige teknologier indenfor vedvarende energi, dog anser vi de er medvirkende til en afmatning i vækstraten i slutningen af budgetperioden og terminalperioden. Generelt mener vi, at udviklingen i de makroøkonomiske forandringsdrivere medfører, at der vil være en væsentlig stigning i markedsvæksten, dog mener vi de øvrige former for vedvarende energi vil få en tilsvarende positiv effekt fra den politiske interesse, hvorfor der i år 2008 og i terminalperioden sker en afmatning.

LM Glasfiber har ikke de seneste år levet op til sin målsætning om en vækst lig med eller højere end markedsvæksten, hvilket har skyldtes de regionale kapacitetsbegrænsninger.

LM Glasfiber har dog de senere år udvidet kapaciteten i både Nordamerika og Asien samt som en del af fokus på den globale forsyningskæde i større grad øget fleksibiliteten i kapaciteten ved at gøre produktionsudstyret genanvendeligt. I de seneste år har LM Glasfiber også indgået flere langsigtede leveringsaftaler og samarbejder om udviklingen med kunderne, hvilket er med til at sikre stabiliteten i afsætningen. Vi vurderer, at LM Glasfibers kapacitetsudvidelser samt fleksibilitet i kapaciteten vil gøre LM Glasfiber i stand til fremover, at realisere en vækst på niveau med markedsvæksten.

Generelt vurderer vi, at tendensen i branchen er, at de fleste vindmølleproducenter har kapacitet til at producere vinger, men ikke på alle markeder og ikke alle typer vinger, hvorfor størstedelen af LM Glasfibers kunder alene er kunder på et vist geografisk marked eller på et bestemt produkt. Som følge af producenters ønske om at nedbringe den driftsmæssige risiko og kapacitetsomkostninger vurderer vi, at tendensen fortsat vil være, at producenterne ikke har vingeproduktion på alle markeder.

LM Glasfiber har tidligere meldt sine forventninger til omsætningsvækst ud i %-vise stigninger, men dette er man gået bort fra ved aflæggelsen af årsrapporten fra 2007. Nu fremgår det, at der på baggrund af en meget stor ordrebeholdning for 2008 og de følgende år forventes en "stærk" vækst for 2008. Herudover er prognoserne for de kommende år meget positive for vindkraftindustrien, fremgår det af årsrapporten for 2007. Med baggrund af den gunstige udvikling på vindmøllemarkedet, herunder den i december 2008 vedtagne EU-direktiv, hvor der er juridisk bindende mål for vedvarende energi i de enkeltes medlemsland og de tidligere udmeldinger fra LM Glasfiber med en markedsvækst på 25 %, vurderer vi, at der kan forventes en vækst over denne og forsigtigt sat til 30 % for år 2008.

I år 2009 forventer vi den globale økonomikrise spiller ind og dermed reducerer den generelt forventede vækst i LM Glasfiber til at være mindre end de 25 %, og på grund af markedsudviklingen for vindmøllevinger og for alternative energikilder til 15 %.

I år 2010 forventer vi en vækst på 10 %, da de udfordringer LM Glasfiber står overfor ved sin generelle vækstplan med markedsandel på 1/3 del i 2012 ved organisatorisk og produktionsmæssig tilpasning vurderes at have væsentlig indflydelse med baggrund i

resultatet for 2007 samt en forventning om en stadig øget konkurrence fra andre former for vedvarende energi.

Selv om Copeland m.fl. anbefaler en budgetperiode på 10-15 år for de fleste virksomhedstyper, og for LM Glasfiber med en cyklisk vækstrate, kan være behov for en længere budgetperiode. Men vi vurderer, at alternativet med urealistiske vækstantagelser, opvejer risikoen for en betydelig undervurdering af værdien i virksomheden ved en kort budgetperiode. For private equity-fonde viste en undersøgelse, at budgetperioden lå på gennemsnitlig 4,2 år<sup>101</sup>.

Generelt er der en tendens til, at vækstrater henover tid udligner sig imod et gennemsnit, der typisk ligger omkring 6 til 9 % ud fra historiske data indenfor en periode på 3 til 10 år.<sup>102</sup> Da der i visse dele af verden ikke er installeret vindkraft samt det faktum at Kina og USA i større udstrækning begynder at efterspørge alternative energikilder, vurderer vi, at der er et væsentligt potentiale, som vil udvikle sig i takt med industriens og verdensbefolkningens øgede behov for elektricitet. Vi vurderer på baggrund af de uudnyttede markeder samt en forventning om større markedsandele til substituerende teknologier indenfor vedvarende energier, at væksten i terminalperioden vil være på 3 %. Med inflationsniveauet omkring 2 % p.a. og en forventet realvækst på omkring 1 % vurderer vi at være tæt på den gennemsnitlige realvækst i Danmark.

### 5.3 Aktivernes omsætningshastighed

Udviklingen i omsætningshastigheden for arbejdskapital hænger i en vis grad sammen med væksten i salget.

Nøgletalsanalysen viste dog, at LM Glasfibers binding i arbejdskapital ikke hang sammen med salgets vækst. Omsætningen var steget i hele analyseperioden, mens der var sket en stigning i omsætningshastigheden for nettoarbejdskapital, hvilket især skyldes en stigning i modtagne forudbetalinger fra kunder og et fald i debitorer.

---

<sup>101</sup> Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, af Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler, Ledelse & Erhvervsøkonomi 3/2006 side 157 - 172

<sup>102</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 227

Udviklingen i anlægskapital er som regel sværere at vurdere, da det hænger tæt sammen med kapaciteten. Som nævnt tidligere havde LM Glasfiber i flere af årene regionale kapacitetsbegrænsninger, hvilket de løbende har forsøgt at forbedre. Der må forventes kapacitetsudvidelser i takt med stigningen i salget, men det er ikke muligt at forudsige, hvornår der vil være behov for at udvide kapaciteten. Nøgletalsanalysen viser, at LM Glasfiber i analyseperioden generelt ligeledes havde en stigende omsætningshastighed for anlægsaktiver. I analyseperioden havde LM Glasfiber kapacitetsbegrænsninger på flere markeder, og der er i hele perioden sket store kapacitetsudvidelser, uden der samtidig er sket fald i omsætningshastigheden.

Der vurderes ikke at være en proportionalitet mellem salgets vækstrate og aktivernes omsætningshastighed. Der har været et konstant fald i perioden, men der vil altid være et minimum for, hvor mange driftsaktiver der er nødvendige i driften af virksomheden. Der foreligger ikke oplysninger om forventninger om yderligere fald, hvorfor der forventes en konstant invers værdi på 0,60 af omsætningshastigheden. Heraf vurderes 0,09 at vedrøre arbejdskapital, som er ca. samme niveau som i år 2007.

## 5.4 Overskudsgrad fra salg

Det kan være svært at skønne over udviklingen i overskudsgraden fra salg (core). Der foreligger ikke oplysninger, der gør det muligt at udarbejde et detaljeret budget for de enkelte omkostningstyper. Nøgletalsanalysen viste, at der var en overskudsgrad fra salg (core) på henholdsvis 13,8 % og 7,3 % i år 2006 og 2007. Nedgangen i overskudsgraden skyldtes blandt andet stigninger i råvarepriser, hvilket forventes justeret i salgsprisen fremover, såfremt der er tale om en varig effekt, hvorfor der vil ske en mindre stigning i overskudsgraden. Endvidere er der en global økonomisk nedgang, der ligeledes kan forventes justeret ind i salgsprisen. I år 2008 og 2009 forventes en overskudsgrad fra salg (core) på 7 %.

Forventninger for år 2009 samt terminalperioden er en overskudsgrad på 8 %, da der i denne periode sker en afmatning, hvorfor der ikke vil være behov for kapacitetsudvidelse,

og det modulære, genanvendelige produktionsudstyr gør, at nedjusteringer af kapacitet ikke er forbundet med samme omkostninger som tidligere.

## 5.5 Effektiv skatteprocent

Den effektive skatteprocent fastsættes som udgangspunkt som den gældende skatteprocent, medmindre der er forhold, der tyder på, at der permanent er forskelle i forhold til den gældende skatteprocent grundet særlige skattemæssige forhold. Gennemgang af skattenoterne viser, at LM Glasfiber generelt har haft en effektiv skatteprocent, der er højere end den gældende selskabsskatteprocent.

I år 2005 var der en stor engangseffekt af nedsættelsen af selskabsskatteprocenten, som betød, at alle udskudte skatteaktiver skulle nedskrives fra 30 % til 28 %. Da der er tale om en engangseffekt, samt nogen år tilbage, vurderes det ikke at påvirke de fremtidige forudsætninger.

Som en tidligere del af regeringens indgreb mod kapitalfonde omtalt i forbindelse med virksomhedsbeskrivelsen, foreslås der en nedsættelse af selskabsbeskatningen til 22 %. Regeringens forslag har givet mange overvejende negative høringssvar, da flere virksomheder har påpeget, at der i strid med Skatteministeriets opfattelse ikke er tale om en neutral effekt, hvoraf især A.P. Møller-Mærsk koncernens trussel om at flytte en del af deres aktiviteter til udlandet har skabt særlig opmærksomhed.<sup>103</sup>

I år 2007 viser skattenoterne ligeledes en stor engangseffekt af nedsættelsen af selskabsskatteprocenten, da alle skatteaktiver skulle nedskrives fra 28 % til 25 %. Igen er der tale om en engangseffekt, som efter vores vurdering ikke påvirker de fremtidige forudsætninger.

Skatteprocenten er lagt på 25 % og med de tidligere udmeldinger fra de interesseforbundne parter forventer vi ikke det er sandsynligt, at selskabsskatteprocenten ændres foreløbig.

---

<sup>103</sup> Høringssvar fra A.P. Møller Mærsk dateret den 23. februar 2007, underskrevet af Chief Financial Officer Søren Thorup Sørensen, [www.skm.dk](http://www.skm.dk)

Det er derfor valgt at budgettere med en uændret selskabsskatteprocent på 25 % i hele perioden.

## 5.6 Andet driftsoverskud

Andet driftsoverskud er i sagens natur svært at budgettere, da der for LM Glasfiber ikke i nøgletalsanalysen har kunnet konstateres klare tendenser eller sammenhænge for andet driftsoverskud. Der foreligger ingen oplysninger om, hvad andre driftsindtægter og – omkostninger består af. I år 2003 og 2004 var netto driftsoverskuddet fra andet en andel af nettoomsætningen mindre end 1 promille. I år 2005 var der tale om et driftsunderskud fra andet, som svarede til -1,6 promille. For år 2006 var det et større driftsunderskud svarende til -2,6 promille, mens det for år 2007 omvendt var tale om et større driftsoverskud svarende til 4,4 promille.

Da der ikke er yderligere specifikationer i noterne, må det antages, at der ikke er særlige, forbigående forhold, der er skyld i ændringen. Der budgetteres med et andet driftsoverskud før skat svarende til -1,6 promille af nettoomsætningen før skat, hvilket svarer til -1,2 promille efter skat.

## 5.7 Usædvanlige poster

Usædvanlige poster kan i sagens natur ikke budgetteres, da der er tale om transitoriske poster, der er uforudsete og i nogen tilfælde svær at vurdere omfanget af. I de tilfælde, hvor det er muligt at budgettere usædvanlige poster, er, når der er tale om en forestående fusion, børsintroduktion eller restrukturering.<sup>104</sup> Til trods for, at kapitalfonden har et langsigtet mål om en børsintroduktion, vurderer vi, at det ikke muligt at skønne over eventuelle udgifter forbundet hermed.

En børsintroduktion forventer vi ikke sker i budgetperioden, da kapitalfonden selv ønsker at høste overskuddet som følge af en høj vækst i markedet og den finansielle krise

---

<sup>104</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 230

på det globale marked taler ligeledes ikke for en børsintroduktion. Usædvanlige poster budgetteres derfor til 0 kr.

## 5.8 Finansielle forpligtelsers afkastkrav

Finansielle forpligtelsers afkastkrav skal baseres på den løbende markedsrente.

Afkastkravet kan estimeres på baggrund af nedenstående formel:

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

hvor

$r_f$  = risikofri rente

$r_s$  = selskabsspecifikt risikotillæg

$t$  = selskabsskatteprocent<sup>105</sup>

Den risikofri rente bestemmes typisk ved den effektive rente på 10-årige statsobligationer. Da værdien fra afhandlings teoretiske værdiansættelse sammenholdes med regnskabsværdien ultimo 2007, benyttes renten for 10-årige statsobligationer opgjort for december 2007 som risikofri rente, hvilken var på 4,46 %.<sup>106</sup> Det selskabsspecifikke risikotillæg bestemmes af selskabets risikoprofil. Det er mere og mere almindeligt at benytte standardiserede kredit ratings, hvor de enkelte virksomheders risikoprofil afbilledes. En mulighed for at bestemme det selskabsspecifikke risikotillæg er anerkendte kredit ratings, der udarbejdes efter standardiserede beregningsmetoder og risikovurderinger. Der foreligger ingen oplysninger om LM Glasfibers kredit rating. Når långivere fastlægger risikotillægget, sker det typisk ligeledes på baggrund af en strategisk analyse og regnskabsanalyse, om end i en tilpasset form.

---

<sup>105</sup> Formel mv. er gengivet fra "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", op.cit., side 56

<sup>106</sup> Effektiv obligationsrente, ultimo efter type og tid, Danmarks statistik, [www.dst.dk](http://www.dst.dk)

På baggrund af den tidligere foretagne risikovurdering vurderer vi risikotillægget til at være 3 %, da både den driftsmæssige og finansielle risiko er høj samt under hensyntagen til, at de begge vurderes at være for nedadgående.

Det beregnede afkastkrav for finansielle forpligtelser,  $k_g$  er 5,6 %.

## 5.9 Ejernes afkastkrav

CAPM-modellen anbefales til at finde ejernes afkastkrav, da den tager udgangspunkt i sammenhængen mellem den enkelte akties afkast og afkastet for hele aktiemarkedet. Det sker ud fra en grundforudsætning om, at investorer er risikoaverse og vil kræve kompensation i form af højere afkast i takt med, at risikoen stiger.

Jf. CAPM-modellen kan ejernes afkastkrav bestemmes ved nedenstående formel:

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

hvor

$r_f$  = den risikofri rente

$\beta$  = beta, den systematiske risiko

$r_m$  = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$r_m - r_f$  = markedets risikopræmie<sup>107</sup>

Der findes ikke generelle retningslinier for fastlæggelse af risikopræmien.

Men Jens O. Elling og Ole Sørensen anbefaler 3 metoder<sup>108</sup>:

1. Den mest direkte metode er at udspørge et antal investorer om deres vurdering af risikopræmien, hvorefter der beregnes et gennemsnit. Sådanne løbende undersøgelser foretages af PriceWaterhouseCoopers og har siden år 1998 ligget konstant på ca. 4 %.

---

<sup>107</sup> Formlen er tilpasset fra "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", op.cit., side 51

<sup>108</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, op.cit., side 52

2. Alternativt kan risikopræmien bestemmes ud fra de historiske værdier. Denne metode er anvendt af Parum og skønnede den historiske risikopræmie i perioden fra år 1925 til 1997 til ca. 3 %.
3. Sidste mulighed er, at den implicitte risikopræmie beregnes ud fra nuværende aktiekurser ved hjælp af en værdiansættelsesmodel. Det forudsættes, at risikopræmien ikke har ændret sig væsentlig i de senere år, hvorfor den første metode benyttes.

Da modellen bygger på et gennemsnit, vurderes der ikke at være risiko for, at der er sket store udsving, hvorfor markedets risikopræmie fastsættes til 4 %.

Den systematiske risiko, beta er et relativt risikomål, hvor det gælder, at investeringer med beta større end 1 har en større risiko end markedsporteføljen. Der er ligeledes tre metoder til at estimere den systematiske risiko. Første mulighed er at estimere ud fra den historiske sammenhæng mellem aktiens afkast og afkastet på aktiemarkedet, hvilket ikke er muligt, da LM Glasfiber ikke er noteret. Den mest brugte metode er den kvalitative, hvor investor vurderer virksomhedens samlede risiko. Den sidste metode består i at forudsige betaværdier ud fra fundamentale faktorer, hvorefter der kan opbygges en regressionsmodel. Modellen kræver ligeledes, at aktien er noteret for at indsamle historiske data om betaværdier. Der benyttes derfor den kvalitative metode. Risikoanalysen for LM Glasfiber viste, at der var høj risiko, både hvad angår driftsmæssig og finansiell, men også vækstrisikoen var betydelig. Beta vurderes derfor til 2,5 på baggrund af den foretagne risikoanalyse.

Ejernes afkastkrav kan herefter beregnes til 14,46 %.

## 5.10 Delkonklusion

Til trods for, at de teoretiske betingelser for, at terminalperioden begynder, ikke er opfyldt ved budgetperiodens udløb, er budgetperioden fastsat til 3 år. LM Glasfiber og markedet generelt vurderer vi at være omfattet af mange usikkerheder, hvorfor ændringer i de enkelte variabler ikke med en rimelig sikkerhed kan forudsiges mere end 3 år frem i tiden.

Der er generelt ved budgetteringen lagt vægt på de udviklingstendenser, der er konstateret i den strategiske analyse samt nøgletalsanalysen. Ved budgetteringen af salgets vækstrate har vi prioriteret følgende faktorer, nemlig de stigende omkostninger ved transport af vinger, hvilket er en fordel for LM Glasfiber, da de er eneste aktør i branchen med global vingeproduktion, det øgede politiske fokus for at mindske afhængigheden af fossile brændstoffer og finde mere miljørigtige alternativer samt risikoen for, at en anden type vedvarende energiform vil være mere konkurrencedygtig og dermed stjæle en del af vindmøllemarkedet både nu og på sigt.

Særligt for år 2008 er der fokuseret på, at LM Glasfiber har en historisk høj ordrebeholdning ved udgangen af år 2007.

Ejernes afkastkrav er beregnet til 14,46 %, hvilket primært skyldes, at den systematiske risiko på baggrund af den foretagne risikoanalyse er vurderet til at være væsentlig højere end markedsporteføljen, hvorfor den er fastsat til 2,5.

## 6 Værdiansættelse

Som nævnt under metodevalg benyttes cash flow-modellen (DCF-modellen). Modellen tager alene udgangspunkt i driftsaktiviteten, da finansieringsaktiviteten ikke anses for værdiskabende. I praksis tilbagediskonteres de forventede, fremtidige pengestrømme (det frie cash flow), hvorfra der fratrækkes værdien af netto finansielle forpligtigelser. Det frie cash flow beregnes ved årets driftsresultat fratrukket ændringen i nettodriftsaktiver. DCF-modellen udtrykkes på følgende måde<sup>109</sup>.

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{\overline{FCF}_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{\overline{TV}_t}{(wacc - g)(1 + wacc)^T} - NFF$$

Hvor

**V<sub>0</sub>** = Estimeret værdi af driften (Enterprise Value)

**FCF<sub>t</sub>** = Forventet frit cash flow i periode t

**wacc** = Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

**TV<sub>T</sub>** = Estimeret terminalværdi på tidspunkt T

**NFF** = værdi af netto finansielle forpligtigelser

DCF-modellen bygger som nævnt på en tilbagediskontering af det fremtidige frie cash flow for en given budgetperiode med tillæg af en terminalværdi for virksomhedens restlevetid. FCF kan defineres som det cash flow, der er til deling mellem långivere og ejere, hvorfor det indeholder både långivers og ejers afkastkrav.<sup>110</sup> Det tilbagediskonterede cash flow og terminalværdien tilbagediskonteres med en fastsat tilbagediskonteringssats (WACC) og

---

<sup>109</sup> Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 186

<sup>110</sup> Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 185

fratrækkes værdien af netto finansielle forpligtigelser. Herved fremkommer nutidsværdien af LM Glasfibers egenkapital.

Tilbagediskonteringsfaktoren er den eneste variabel vi mangler at definere i modellen og udgøres af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (wacc), som beregnes ved nedenstående formel:

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

hvor

$V_0^E$  = markedsværdi af egenkapitalen

$V_0^{NDA}$  = markedsværdi af virksomheden ( $V_0^{NDA} = V_0^E + V_0^{NFF}$ )

$V_0^{NFF}$  = markedsværdi af netto finansielle forpligtigelser

$k_e$  = ejernes afkastkrav

$k_g$  = finansielle omkostninger efter skat<sup>111</sup>

Ovenstående ligning viser, at investorernes afkastkrav er et vægtet gennemsnit af långivernes og ejernes afkastkrav, hvor fordelingen sker ved den relative værdi af henholdsvis egenkapital og nettogæld i forhold til virksomhedens samlede værdi. LM Glasfiber bruger ikke andre former for finansiering end egenkapital og gæld, hvorfor der ikke er behov for at tilpasse formelen, så den tager højde for andre finansieringsformer.

Formlen indeholder et paradoks, da markedsværdien af både egenkapitalen og gælden skal anvendes, men da disse værdier er formålet med hele værdiansættelsesprocessen, kendes de ikke og må antages. En metode til at skønne over værdierne er at estimere den langsigtede kapitalstruktur. Det kan være forbundet med et vist besvær, at vurdere en virksomheds målsætning for kapitalstrukturen, da det ikke nødvendigvis kan aflæses af den nuværende kapitalstruktur. Ved overtagelsen af LM Glasfiber øgede kapitalfonden

---

<sup>111</sup> Formelen er gengivet fra "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", op.cit., side 54

den finansielle gearing væsentligt op til den forventede børsintroduktion. Nu hvor kapitalfonden har ønsket selv at beholde LM Glasfiber for at høste gevinsten som følge af markedets store vækst, er den finansielle gearing nedbragt til 2. Vi forventer dog, at LM Glasfiber fortsat ønskes børsintroduceret på lang sigt, hvorfor det vurderes, at kapitalfonden sigter mod en kapitalstruktur på 40/60, hvor egenkapital udgør 40 %.

WACC er beregnet til 0,09141.

## 6.1 DCF-model

| DCF - modellen:                    | Indeværende periode | Budgetperiode |          |         | Terminalperiode |
|------------------------------------|---------------------|---------------|----------|---------|-----------------|
|                                    | 0                   | 1             | 2        | 3       |                 |
| FCFF                               |                     | (660.839)     | (56.063) | 289.206 | 297.882         |
| PV af FCFF                         |                     | (605.491)     | (47.065) | 222.456 |                 |
| Samlet PV af budgetperioden        | (430.100)           |               |          |         |                 |
| Terminalværdi                      |                     |               |          |         | 4.850.714       |
| KV af terminalværdi                | 3.713.143           |               |          |         |                 |
| Virksomhedens værdi (værdi af NDA) | 3.301.043           |               |          |         |                 |
| Bogført værdi af NFF               | 1.538.556           |               |          |         |                 |
| Værdi af egenkapital               | 1.762.487           |               |          |         |                 |

**Figur 28 DCF-modellen, kilde: egen tilvirkning**

Netto finansielle forpligtelser skal reelt opgøres til markedsværdi, hvilket dog ikke er muligt på baggrund af de tilgængelige oplysninger, hvorfor netto finansielle forpligtelser er fratrukket med den bogførte værdi ultimo regnskabsår 2007. Den beregnede værdi af egenkapitalen ud fra de givne budgetforudsætninger er 1.762.487 t.kr. mens den bogførte værdi af egenkapitalen pr. den 31.december 2007 er 1.379.540 t.kr.

I det følgende afsnit udarbejdes der en følsomhedsanalyse, hvor analysens svagheder forsøges belyst, ligesom der redegøres for mulige årsager til differencen mellem den teoretiske værdiansættelse og den bogførte egenkapital.

## 6.2 Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen er en væsentlig del af en teoretisk værdiansættelse, da værdiansættelsesmodellerne i høj grad er baseret på analytikers subjektive skøn. Ændringer i disse skøn og forudsætninger kan medføre essentielle ændringer i den beregnede værdi af egenkapitalen. For hver budgetforudsætning eller estimerede værdi vil vi udarbejde en worst og best case scenario, og foretage en beregning af konsekvensen ved en isoleret ændring af denne værdi. Afsnittet afsluttes med en samlet beregning for worst case og best case scenario, hvor vi forudsætter, at alle værdier er fastsat som henholdsvis worst case og best case scenario.

### 6.2.1 Salgets vækstrate

Konsulentfirmaet BTM Consult ApS, som har specialiseret sig i blandt andet at udarbejde markedsanalyser for vindmøllebranchen, estimerer den fremtidige gennemsnitlige vækst fra år 2008 til 2013 til 15,7 % p.a. for det globale vindmøllemarked. BTM Consult oplyser endvidere, at salget er begrænset af branchens udbud frem for efterspørgslen<sup>112</sup>, hvilket bekræfter antagelsen om, at LM Glasfiber's vækst vil være på niveau eller højere end markedets vækst, da markedet generelt er ramt af kapacitetsbegrænsninger, og LM Glasfiber har i de seneste år udvidet deres kapacitet. Endvidere konkluderer rapporten, at der på trods af global økonomisk krise, venter et kæmpe marked forude. BTM Consult's skøn stemmer rimeligt overens med de fastlagte budgetforudsætninger udarbejdet på baggrund af den strategiske analyse, hvorfor der alt andet ikke vurderes at være stor risiko for store udsving i vækstraten.

Værdiansættelsesmodellerne er alle bygget op på en forudsætning om going concern, hvorfor worst case scenarie, for at værdiansættelsen skal give mening, ikke er ophør af drift, men drift i et mindre omfang. Worst case scenarie kunne indtræde, hvis flere af de lande, hvor der er betydelige støtteordninger til fordel for vindenergi, afskaffer disse ordninger, eller hvis olieprisen falder til et meget lavt niveau, hvorfor det vil være endnu sværere for vindenergi at konkurrere. For LM Glasfiber vil vækstraten også blive påvirket

---

<sup>112</sup> Pressemeddelelse udsendt den 25. marts 2009 i forbindelse med præsentation af World Market Update 2008, BTM Consult ApS, [www.btm.dk](http://www.btm.dk)

meget negativt, hvis flere og flere vindmølleproducenter prioriterer at etablere vingeproduktion globalt. Det vurderes, at et fald i de kommende år generelt er urealistisk, men en mindre vækst er en mulighed, hvis ovennævnte scenarie indtræder. Ligesom en næsten stagnation i terminalperioden kan være en mulighed, såfremt de ”konkurrerende” teknologier indenfor vedvarende energi vinder meget frem på grund af for eksempel ny teknologi.

Best case scenarie kunne være, at behovet for elektricitet steg hurtigere end forventet, samtidig med at flere lande vedtager økonomiske støtteordninger til fordel for vindenergi, eller hvis vindmølleproducenterne i højere grad outsourcer vingeproduktionen.

| År \ Scenarie | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 og frem | Beregnet værdi af egenkapital |
|---------------|------|------|------|--------------|-------------------------------|
| Budget        | 30 % | 15 % | 10 % | 3 %          | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case    | 5 %  | 4 %  | 3 %  | 0 %          | 1.509.909 t.kr.               |
| Best case     | 35 % | 20 % | 15 % | 4 %          | 1.906.352 t.kr.               |

**Figur 29 Budgetforudsætninger for salgets vækstrate samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

I figuren ses de ændrede skøn over salgets vækstrate i kraft af worst og best case scenarier. Det er iøjefaldende, at en væsentlig ændring af vækstforventningerne i worst case scenariet ikke giver en tilsvarende ændring i den beregnede værdi af egenkapitalen, men kun ændres 14,3 %. Samtidig viser best case scenariet en ændring i den beregnede værdi af egenkapitalen på 8,2 %. Det kan forklares med, at der i worst case scenariet i år 2011 og terminalperioden ikke er nogen ændring i netto driftsaktiver, hvorfor det frie cash flow bliver lig med årets driftsoverskud, samtidig med den meget høje vækst i best case scenariet medfører en øget investering i nettodriftsaktiver, som således påvirker resultatet i negativt cash flow allerede fra år 2008.

## 6.2.2 Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed hænger i høj grad sammen med kapacitetsbehovet, hvorfor det i praksis er omsonst at ændre salgets vækstrate uden samtidig at revurdere aktivernes omsætningshastighed.

Worst case scenarie for omsætningshastigheden er en nedgang i salget som beskrevet ovenfor, hvilket vil resultere i overskudskapacitet og nedsætte omsætningshastigheden væsentligt. Hvis der samtidig er en meget ulige fordeling af salget i forhold til placering af produktionskapaciteten, kan der være behov for øget kapacitet andre steder. Samtidig kan fyldte lager på nogle markeder resultere i meget lave omsætningshastigheder.

Ved et salg svarende til kapacitetsbegrænsningen er aktivernes omsætningshastighed høj. Det vil sjældent ske i praksis, da der ved stigende salgstrater typisk bliver behov for udvidelse af kapaciteten, men investeringen i anlægskapital vil ske løbende, når der er tale om udskiftning af eksisterende maskiner, mens kapacitetsudvidelser kommer periodevis. Best case scenarie kan beskrives som en meget høj omsætningshastighed, hvor mængden af driftsaktiver generelt kan nedsættes i kraft af eksempelvis ny teknologi.

Af nedenstående figur fremgår estimatet af aktivernes omsætningshastighed i kraft af best case scenarier og worst case scenarier. Den viser, at der sker en væsentlig påvirkning fra aktivernes omsætningshastighed. Ved en fordobling af omsætningshastigheden stiger den beregnede værdi af egenkapitalen med 164,5 %. Samtidig ses det, at der i worst case scenarie, hvor der sker en halvering af omsætningshastigheden falder egenkapitalværdien yderligere, hvorfor forskellen svarer til mere end 320,6 % i forhold til de fastlagte budgetforudsætninger.

| År<br>Scenarie | Hele budgetperioden +<br>terminalperioden | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| Budget         | 0,6                                       | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | 1,2                                       | -3.848.901 t.kr.              |
| Best case      | 0,3                                       | 4.614.943 t.kr.               |

**Figur 30 Budgetforudsætninger for aktivernes omsætningshastighed (invers værdi) samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

### 6.2.3 Overskudsgrad

Overskudsgraden hænger blandt andet sammen med LM Glasfibers omkostningsstruktur. I LM Glasfibers tilfælde anvendes der mange faste omkostninger til blandt andet forskning og produktionsfaciliteter, hvorfor LM Glasfiber vil være sårbare overfor en aktivitetsnedgang jævnfør vores tidligere foretagne vurdering af den driftsmæssige risiko.

I værste fald sker der en betydelig nedgang i aktiviteten, og uden at LM Glasfiber indenfor kort tid er i stand til at tilpasse kapaciteten og bemanningen, vil der fortsat vil være høje faste omkostninger. Til trods for, at LM Glasfiber i analyseperioden for nøgletalsanalysen havde år med underskud, hvor der derfor var en negativ overskudsgrad, vurderes det ikke realistisk, at dette vil ske igen (jf. forudsætningen om going concern). Worst case scenarie kan dog betyde, at overskudsgraden i hele perioden falder til 2 %, hvilket resulterer i en værdi af egenkapitalen på -3.008.413 t.kr.

| År<br>Scenarie | Hele budgetperioden +<br>terminalperioden | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| Budget         | 7 – 8 %                                   | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | 2 %                                       | -3.008.413 t.kr.              |
| Best case      | 11 %                                      | 4.483.905 t.kr.               |

**Figur 31 Budgetforudsætninger for overskudsgrad samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

Best case scenarie ville for eksempel være en stigende efterspørgsel, som vil resultere i, at LM Glasfiber kan hæve priserne, eller betydelige fald i omkostningerne for eksempel i form af billigere arbejdskraft eller billigere materialer i kraft af ny teknologi. I bedste fald vurderes at kunne opnå en overskudsgrad på 11 % i hele perioden, hvilket giver en egenkapital på 4.483.905 t.kr.

Fastsættelsen af overskudsgraden har ligeledes stor indvirkning på beregningen af egenkapitalen og har i forbindelse med LM Glasfiber været svær for os at fastsætte, da de i den analyserede periode har haft underskud og dermed negative overskudsgrader. Vi har derfor valgt at have et forholdsvis stort spænd ved fastsættelsen af henholdsvis worst case og best case.

#### 6.2.4 Effektiv skatteprocent

Der har tidligere i regeringen været drøftet et lovforslag, hvor blandt andet en sænkelse af selskabsskatten til 22 % har været et af punkterne. Den endte dog på 25 %, og vi vurderer ikke der vil ske yderligere tiltag omkring dette. I bedste fald bliver forholdet taget op igen og selskabsskatten sænket til 22 %. Værste fald er en stigning i selskabsskatten, hvilket vi dog vurderer som mindre realistisk, da de fleste politiske partier umiddelbart går ind for en lav selskabsbeskatning. Vi vurderer som nævnt, at der ikke er en reel risiko for, at der sker en ændring i selskabsbeskatningen i den nærmeste fremtid, hvorfor der ikke er lavet en worst case eller best case omkring den effektive skatteprocent.

En lavere selskabsbeskatning vil imidlertid medføre en forbedring af egenkapitalen, da skat er en omkostning, som fragår ejernes afkast. En forøgelse vil selvfølgelig have den omvendte effekt.

#### 6.2.5 Andet driftsoverskud og usædvanlige poster

Usædvanlige poster kan i sagens natur ikke budgetteres, dog kunne vi vælge at budgettere med betydelige henholdsvis usædvanlige indtægter eller udgifter i worst case og best case scenarier. Det vurderes dog ikke korrekt at budgettere med usædvanlige poster, da der er tale om transitoriske poster.

Det er svært at estimere andet driftsresultat, hvorfor det er valgt, at worst case og best case scenarier fastsættes som henholdsvis - / + 2 promillepoint før skat for hele perioden svarende til -3,6 promille af omsætningen i worst case og 0,4 promille i best case scenarie.

| År<br>Scenarie | Hele budgetperioden +<br>terminalperioden | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| Budget         | 1,6 promillepoint                         | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | -3,6 promillepoint                        | 1.601.318 t.kr.               |
| Best case      | 0,4 promillepoint                         | 2.073.882 t.kr.               |

**Figur 32 Budgetforudsætninger for andet driftsoverskud og usædvanlige poster samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

Det fremgår, at en ændring i estimatet af andet driftsoverskud svarende til 2 promillepoint giver alt andet lige en ændring i den beregnede værdi af egenkapitalværdien svarende til 18 %.

### 6.2.6 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen i virksomheden afgør vægtningen af henholdsvis långivernes og ejernes afkastkrav. Vi skal bemærke, at en større egenkapitalandel alt andet lige vil medføre en højere diskonteringsfaktor, da ejernes afkastkrav altid er højere end långivernes og dermed en lavere beregnet værdi af egenkapitalen, til trods for at der er en mindre finansiell risiko.

Best case scenariet må være den højest mulig beregnede værdi af egenkapitalen, hvorfor det vurderes at være den størst mulige andel af fremmedkapital, da det alt andet lige vil give en højere værdi. I praksis er der selvfølgelig grænser for, hvor meget den finansielle gearing kan øges, da det samtidig øger den finansielle risiko, samtidig med at det giver långivere en bestemmende indflydelse i virksomheden.

| År<br>Scenarie | Hele budgetperioden +<br>terminalperioden | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| Budget         | 40 %                                      | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | 60 %                                      | 790.623 t.kr.                 |
| Best case      | 30 %                                      | 2.499.763 t.kr.               |

**Figur 33 Budgetforudsætninger for kapitalstrukturen samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

Vi vurderer, at det ikke er muligt at drive en større international virksomhed uden fremmedkapital. Det vurderes heller ikke ønskeligt, da den finansielle gearing under forudsætning af et positivt SPREAD vil resultere i et højere afkast til ejerne (ROE) end afkast fra nettodriftsaktiverne (ROIC). I worst case scenariet budgetteres med en solid langsigtet kapitalstruktur på 60 % i egenkapital, da det ikke vurderes at være realistisk, at man vil sænke den finansielle gearing yderligere, især ikke når det langsigtede mål fortsat er en børsintroduktion.

Kapitalstrukturen har en væsentlig indvirkning på beregningen af egenkapitalen, fordi der er en relativ stor forskel på långivernes og ejernes afkastkrav. Hvis långivernes og ejernes afkastkrav er det samme, er kapitalstrukturen dybest set underordnet, da der er tale om et vægtet gennemsnit.

### 6.2.7 Finansielle forpligtelsers afkastkrav

Der er flere metoder til at bestemme det selskabsspecifikke risikotillæg, som sammen med den risikofri rente udgør långivernes afkastkrav. I budgettet estimeredes det til 3 %.

| År<br>Scenarie | Hele budgetperioden +<br>terminalperioden | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| Budget         | 3 %                                       | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | 4,5 %                                     | 1.331.599 t.kr.               |
| Best case      | 1,5 %                                     | 2.301.820 t.kr.               |

**Figur 34 Budgetforudsætninger for finansielle forpligtelsers afkastkrav samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

Hvis vurderingen af især den finansielle risiko bliver mere positiv, vil risikotillægget være væsentlig mindre, hvorfor risikotillægget i best case scenarie estimeres til 1,5 %. Den beregnede værdi af egenkapitalen 2.301.820 t.kr. Worst case scenarie indtræder, hvis vurderingen af risikoen vurderes at være højere, således at långiverne har et højere afkastkrav og estimeres til 4,5 %, hvilket resulterer i en egenkapital på 1.331.599 t.kr.

## 6.2.8 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav bygger på to fastsatte værdier, nemlig markedets risikopræmie og beta.

| År<br>Scenarie | Hele budgetperioden +<br>terminalperioden | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| Budget         | 4 %                                       | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | 4 %                                       | 1.762.487 t.kr.               |
| Best case      | 3 %                                       | 2.612.793 t.kr.               |

**Figur 35 Budgetforudsætninger for markedets risikopræmie samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

Markedets risikopræmie blev på baggrund af foretagne interviews med investorer fastsat til 4 %, som vurderes at være lig med worst case scenarie, da der ikke er noget, der taler for, at risikopræmien skulle være højere. En anden metode, som bygger på historiske risikopræmier fastsætter markedets risikopræmie på 3 %, hvilket benyttes som best case, hvilket giver en værdi af egenkapitalen på 2.612.793 t.kr., når der ikke ændres på de øvrige faktorer. Der er ikke mulighed for at beregne den implicite risikopræmie, da LM Glasfiber ikke er børsnoteret. De øvrige to metoder er i bedste fald et kvalificeret skøn, der bygger på enten interviews eller undersøgelser af historiske værdier af risikopræmien, hvorfor det virker nærmest paradoksalt at konstatere, at estimatet af risikopræmien alt andet lige har så stor indvirkning på den beregnede værdi af egenkapitalen.

| År<br>Scenarie | Hele budgetperioden +<br>terminalperioden | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| Budget         | 2,5                                       | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | 3,5                                       | 865.433 t.kr.                 |
| Best case      | 1,5                                       | 3.305.378 t.kr.               |

**Figur 36 Budgetforudsætninger for beta samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

Den systematiske risiko, beta fastsættes på baggrund af analytikeres vurdering af risikoen. Da beta fastsættes på baggrund af analytikeres common sense og dermed subjektive vurdering af risikoen kan det være svært at fastlåse best og worse case scenarier. På

baggrund af risikovurderingen vurderedes den systematiske risiko til 2,5, da risikoen forbundet med LM Glasfibers aktie vurderes at være væsentlig højere end markedsporteføljens risiko. Best case scenarie ville være, hvis den samlede risiko forbundet med LM Glasfiber blev vurderet lavere. Det antages at være urealistisk, at LM Glasfiber vil blive vurderet til lavere risiko end markedsporteføljen, hvorfor best case scenarie fastsættes til 1,5, hvilket alt andet lige giver en beregnet værdi af egenkapitalen på 3.305.378 t.kr. Worst case scenarie vurderes at være en værdi af beta på 3,5 hvilket resulterer i en egenkapitalværdi på 865.433 t.kr. Det ses, at vurderingen af beta har stor indflydelse på den beregnede værdi af egenkapitalen.

### 6.3 Worst og best case scenarier

Hvis alle ovenstående faktorer fastsættes i henhold til worst case scenariet, vil den beregnede værdi af egenkapitalen være -3.640.944 t.kr, hvilket er en forskel på mere end 4 mia. kr. i forhold til den bogførte værdi af egenkapitalen. Når alle faktorer estimeres til best case scenariet, bliver den beregnede værdi af egenkapitalen på 27.991.451 t.kr. Det er en forskel på mere end 29 mia. kr., hvilket er mere end 20 gange så meget som den bogførte værdi af egenkapitalen. Det er vurderet, at værdiansættelsen i yderste konsekvens kan variere med 30 mia. kr.

| År<br>Scenarie | Beregnet værdi af egenkapital |
|----------------|-------------------------------|
| Budget         | 1.762.487 t.kr.               |
| Worst case     | -3.640.944 t.kr.              |
| Best case      | 27.991.451 t.kr.              |

**Figur 37 Budgetforudsætninger samlet samt beregnet værdi af egenkapital, kilde: egen tilvirkning**

Årsagen til, at der er så store forskelle i de beregnede værdier af egenkapitalen, er, at både den strategiske analyse og nøgletalsanalysen viste, at mange forhold med væsentlig indvirkning på LM Glasfiber var forbundet med store usikkerheder. Selvom det virker urealistisk, at der reelt kan vurderes så forskelligt for de enkelte værdier, vurderes det at være tilfældet. Da der er konstateret flere forhold, der kan påvirke LM Glasfibers værdi

både positivt og negativt, bliver værdiansættelsens resultat meget afhængig af, hvilke forhold analytiker vælger at lægge vægt på.

I den foretagne risikoanalyse fremgår det, at LM Glasfiber selv i bedste fald vil være omfattet af en vis driftsmæssig risiko, hvor de er afhængige af mindre antal nøglekunder og producerer én produktgruppe og dermed er meget påvirkelige overfor de forandringsdrivere, der påvirker afsætningen af produktet. Alle nøglekunder har samtidig egenproduktion af vinger, hvorfor der er en reel risiko for, at de øger deres egenproduktion og i tider med dårlig omsætning udnytter egen kapacitet, før de benytter LM Glasfiber. Det er forbundet med stort besvær at nedbringe den driftsmæssige risiko forbundet med virksomheden yderligere, da det i høj grad knytter sig til virksomhedstypen og markedet, hvorfor det vurderes, at LM Glasfiber altid vil være omfattet af større risiko end aktiemarkedet generelt, hvorfor aktien altid vil være forbundet med et relativt højt risikotillæg.

Værdiansættelsesmodellerne generelt er også svært anvendelige på virksomheder med kraftig vækst som for eksempel vindmøllebranchen. Terminalperioden begynder i teorien først, når væksten er konstant, men for vindmøllemarkedets vedkommende vil det ifølge den strategiske analyse og analyser foretaget af flere eksterne aktører som f.eks. BTM Consult vare mange år. Problemet er, at budgetperioden ikke bør være længere end, at ændringer i de enkelte faktorer med rimelighed kan forudsiges, hvilket for et marked som vindenergi kan være svært, da det er forbundet med store usikkerheder. For eksempel ville et gennembrud indenfor forskning i vedvarende energi, som gav mulighed for, at vedvarende energi produceret af biomasse var langt billigere end energiproduktion på baggrund af fossile brændstoffer, få salget af biomasseanlæg og forskellige former for biobrændsel til at eksplodere, hvilket samtidig formentlig ville betyde et kæmpe fald i omsætningen for alle de øvrige brancher indenfor vedvarende energi. Om et sådant gennembrud kommer, er der umiddelbart ingen informationer om nu, men med den hastighed, at der forskes i energiproduktion, ville det nå at kunne forandre markedet fuldstændig, hvis budgetperioden var længere end 3 år.

## 6.4 Delkonklusion

Den beregnede værdi af egenkapitalen på baggrund af de fastlagte budgetforudsætninger giver 1.762.487 t.kr., hvilket svarer til over 25 % mere end den i årsrapporten 2007 opgjorte egenkapital.

Den udarbejdede følsomhedsanalyse viser, at de mange usikkerheder i markedets alt andet lige betyder, at hele budgetprocessen og estimeringen af faktorerne, der indgår i beregningen af wacc, vil være omfattet af utrolig store udsving afhængig af, hvilke oplysninger fra den strategiske analyse og nøgletalsanalysen, der lægges vægt på. Når worst case og best case scenarier fastlægges, er der selvfølgelig tale om vurdering af nogle forhold i yderste konsekvens, men ikke desto mindre vurderes det at være indenfor rammerne af de oplysninger, der er fremkommet under analyserne, hvorfor det alene afhænger af, hvilke forhold vi vælger at prioritere ved værdiansættelsen.

De mange usikkerheder som følge af at være en vækstvirksomhed indenfor en teknologisk branche, gør det svært at benytte værdiansættelsesmodellerne. Det er svært at have en budgetperiode på mere end de 3 år, men på den anden side er der ingen indikationer på, at markedet herefter vil overgå til terminalperioden, da væksten forventes at fortsætte mange år endnu på baggrund af de nuværende markedsvilkår. Budgetperioden bør dog ikke være længere end ændringer i skøn af de enkelte faktorer med rimelighed kan forudsiges, og det vurderes det ikke at kunne for LM Glasfiber mere end 3 år frem i tiden,

## 7 Konklusion

Formålet med afhandling er at foretage en værdiansættelse af LM Glasfiber på baggrund af en strategisk analyse og nøgletalsanalyse.

Der er et øget politisk fokus verden over på vedvarende energi. Den politiske interesse er drevet af flere faktorer, primært den øgede forurening og øgede drivhuseffekt, begrænset adgang til fossile brændstoffer grundet sikkerhedspolitiske forhold, samt den stigende pris på fossile brændstoffer, hvilket vurderes at resultere i væsentlige stigninger i salget. Vindenergi er fortsat afhængig af politiske støtteordninger til fordel for vedvarende energi, hvilket holder markedet kunstigt oppe, hvorfor det kan frygtes at medføre et fald i salget, når ordningerne ophører. Dog har nye markeder i asien medført en yderligere efterspørgsel på vindenergi, hvorfor de politiske usikkerheder i større eller mindre grad mindskes. Vindmøllebranchen var for første gang i år 2005 ramt af kapacitetsbegrænsninger, hvilket forventes at ville fortsætte i mange år frem. LM Glasfiber har flere gange i løbet af de seneste år udvidet deres kapacitet på de største vækstmarkeder, hvorfor den generelle kapacitetsbegrænsning vurderes at give dem en stor konkurrencefordel, om end den ikke er varig. LM Glasfiber er eneste globale leverandør af vindmøllevinger og er ikke i direkte konkurrence med nogen, da de udgør et alternativ til in-house produktion. Generelt ses der en tendens til, at flere vindmølleproducenter benytter LM Glasfiber på bestemte markeder eller ved produktion eller udvikling af bestemte vingetyper, hvilket formentlig giver kunderne en mulighed for at udnytte deres egen kapacitet optimalt, samtidig med at LM Glasfibers ekspertise indenfor vingedesign og – produktion kan udnyttes. Andre former for vedvarende energi vurderes at være en stor trussel for vindmøllemarkedet, da flere andre teknologier indenfor vedvarende energi, hvoraf biomasse og vandkraft er de mest modne, i samme grad som vindenergi er konkurrencedygtige med fossile brændstoffer, hvorfor de på sigt kan stjæle markedsandele fra vindmøllemarkedet. LM Glasfibers ressourcer svarer generelt til markedets krav og behov, hvoraf deres ressourcer indenfor forskning og udvikling samt de globale produktionsfaciliteter giver varige konkurrencefordele.

Generelt er der i perioden fra år 2003 til 2007 sket en forbedring af de økonomiske resultater. Især er det vigtigt for LM Glasfibers muligheder, at omsætningshastighederne for arbejdskapital er steget meget i perioden, da det i højere grad giver mulighed for at skaffe kapital til den forventet, fremtidige vækst. Afkastningsgraden er i høj grad påvirket af transitoriske poster, mens overskuddet fra de permanente poster i de to foregående år af analyseperioden har været tilfredsstillende. Den driftsmæssige risiko er vurderet som relativ høj, da LM Glasfiber er en kapitalintensiv virksomhed med mange faste omkostninger, som vil have svært ved på kort sigt eller i perioder at tilpasse kapaciteten til aktiviteten, hvilket betyder, at LM Glasfiber er meget sårbare overfor udsving i aktiviteten. Den forventede fremtidige vækst er forbundet med en stor usikkerhed, da den nemt påvirkes af makroøkonomiske forhold eller ugunstige økonomiske forhold, hvilket medfører en høj vækstrisiko.

Ved budgetteringen er der lagt vægt på især det politiske fokus på vedvarende energi, som medfører en væsentlig stigning i det forventede salg, tendensen til, at vindmølleproducenterne i højere grad benytter LM Glasfiber på bestemte markeder eller til bestemte produkter og samarbejder indenfor udvikling af vinger, hvilket medfører en stigning i salget samt en forventning mindre udsving i aktiviteten, samt truslen fra andre former for vedvarende energi, som på sigt forventes at resultere i en afmatning på vindmøllemarkedet.

Vores værdiansættelse af LM Glasfiber gav en beregnet værdi af egenkapitalen på 1.762.487 t.kr., hvilket betyder, at LM Glasfiber på baggrund af de udarbejdede analyser samt de foretagne skøn er undervurderet.

Følsomhedsanalysen viser, at der er et meget stor forskel på egenkapitalens værdi ved henholdsvis worst case og best case scenarierne, hvilket blot viser, hvor stor usikkerhed der er ved værdiansættelsens resultat. Problemer med at fastsætte budgetperiode og terminalperiode i en vækstvirksomhed indenfor en teknologisk branche har en vis indflydelse på svaghederne i den foretagne værdiansættelse. Det vurderes, at de mange usikkerheder konstateret ved den strategiske analyse samt nøgletalsanalysen med

rimelighed kan fortolkes, så der kan argumenteres og prioriteres i henhold til både worst case og best case scenarierne.

## 8 Litteraturliste

### Bøger

- Den skinbarlige virkelighed, 4. udgave, forfatter: Ib Andersen, forlag: Samfundslitteratur, ISBN : 978-87-593-1380-0
- Global Marketing – A market-responsive approach, 2. udgave, forfatter: Svend Hollensen, forlag: Pearson Education Limited, ISBN: 0-273-64644-3
- Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 2. udgave, forfattere: Jens O. Elling og Ole Sørensen, forlag: Gjøellerup, ISBN: 87-13-04903-8

### Internet

- [www.lm.dk](http://www.lm.dk)
- [www.euromonitor.com](http://www.euromonitor.com)
- [www.gwec.net](http://www.gwec.net)
- [www.windpower.org](http://www.windpower.org)
- [www.naboertilvindmoller.dk](http://www.naboertilvindmoller.dk)
- [www.erec-renewables.org](http://www.erec-renewables.org)
- [www.dongenergy.com](http://www.dongenergy.com)
- [www.erec-renewables.org](http://www.erec-renewables.org)
- [www.enercon.de](http://www.enercon.de)
- [www.mhi.co.jp](http://www.mhi.co.jp)
- [www.skm.dk](http://www.skm.dk)
- [www.dst.dk](http://www.dst.dk)
- [www.btm.dk](http://www.btm.dk)

### Andet

- Valuation, Forfatter: Tom Copeland, 1990, Bibliotek CBS
- Ledelse & Erhvervsøkonomi 3/2006 side 157-172,
- Årsrapport 2003-2007 for LM Glasfiber Holding A/S
- Berlingske Tidende, den 19. maj 2005, 3. sektion side 15
- Berlingske Tidende, den 27. april 2006, 3. sektion side 13
- Ritzaus bureau
- Global Wind Energy Outlook 2008
- Jyllandsposten, den 27. november 2006, 2. sektion side 10
- Berlingske tidende, den 11. februar 2007, 2. sektion side 6

- Dagbladenes Bureau, den 27. oktober 2006
- Jyllandsposten, den 19. januar 2007, 2. sektion side 6
- 24 timer København, den 31. januar 2007, 1. sektion side 16
- Jyllandsposten, den 10. april 2006, 2. sektion, side 8
- Nordjyske stiftstidende, den 13. december 2006, 1. sektion side 0
- Berlingske Tidende, den 16. september 2003, 3. sektion side 10
- Jydske Vestkysten, den 4. maj 2006, 3. sektion side 2
- Jyllandsposten, den 16. oktober 2003, 3. sektion side 6
- Ingeniøren, den 13. august 1993, 1. sektion side 13
- Kalundborg Folkeblad, den 1. marts 2007, side 24
- Nordjyske Stiftstidende, den 18. februar 2007, 1. sektion side 0
- Frederiksborg Amts Avis, den 3. marts 2007, 2. sektion side 8
- Jydske Vestkysten Sønderborg, den 4. marts 2007, 2. sektion side 6
- Berlingske Tidende, den 6. februar 2006, 3. sektion side 11
- Berlingske Tidende, den 31. juli 2003, 3. sektion side 9
- Jyllandsposten, den 17. oktober 2006, 2. sektion side 2
- Jyllandsposten, den 27. august 2003, 3. sektion side 6
- Jydske Vestkysten, Kolding den 30. juni 2005, 2. sektion, side 13

## 9 Bilagsoversigt

Bilag 1 – Officiel Resultatopgørelse, kilde: Årsrapport 2003-2007 LM Glasfiber  
Bilag 2 – Officiel Balance, kilde: Årsrapport 2003-2007 LM Glasfiber  
Bilag 3 – Officiel egenkapitalopgørelse, kilde: Årsrapport 2003-2008 LM Glasfiber  
Bilag 4 – Officiel pengestrømsopgørelse, kilde: Årsrapport 2003-2007 LM Glasfiber

Bilag 5 – Reformuleret resultatopgørelse, kilde: egen tilvirkning  
Bilag 6 – Reformuleret balance, kilde: egen tilvirkning  
Bilag 7 – Reformuleret egenkapitalopgørelse, kilde: egen tilvirkning  
Bilag 8 – Reformuleret pengestrømsopgørelse, kilde: egen tilvirkning  
Bilag 9 – Identifikation af core driftsoverskud, kilde: egen tilvirkning

Bilag 10 – Rentabilitetsanalyse, kilde: egen tilvirkning  
Bilag 11 – Vækstanalyse, kilde: egen tilvirkning

Bilag 12 – Værdiansættelse, kilde: egen tilvirkning

Bilag 13 – Worst case scenarie, kilde: egen tilvirkning  
Bilag 14 – Best case scenarie, kilde: egen tilvirkning

## BILAG 1

### Officiel Resultatopgørelse

| Koncern                                                    |      |                  |                  |                  |                  |                  |
|------------------------------------------------------------|------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                                                            | Note | TDKK             |                  |                  |                  |                  |
|                                                            |      | 2007             | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             |
| Nettoomsætning                                             |      | 4.310.360        | 3.539.439        | 2.469.210        | 2.253.659        | 1.709.792        |
| Ændring i lagre af færdigvarer og varer under fremstilling |      | 77.553           | 40.586           | -19.237          | 71.975           | -41.043          |
| Andre driftsindtægter                                      |      | 21.122           | 23.799           | 3.374            | 10.809           | 10.750           |
| <b>Indtægter</b>                                           |      | <b>4.409.035</b> | <b>3.603.824</b> | <b>2.453.347</b> | <b>2.336.443</b> | <b>1.679.499</b> |
| Udgifter til råvarer og hjælpematerialer                   |      | -1.879.993       | -1.467.766       | -1.087.905       | -946.715         | -609.852         |
| Andre eksterne udgifter                                    |      | -979.072         | -517.661         | -321.418         | -248.579         | -150.657         |
| Personaleudgifter                                          |      | -987.422         | -780.203         | -618.793         | -617.612         | -566.889         |
| <b>Resultat før afskrivninger</b>                          |      | <b>562.548</b>   | <b>838.194</b>   | <b>425.231</b>   | <b>523.537</b>   | <b>352.101</b>   |
| Andre driftsomkostninger                                   |      | -3.565           | -41.782          | -9.143           | -10.757          | -9.201           |
| Afskrivninger inkl. goodwill                               |      | -229.791         | -198.072         | -169.781         | -181.546         | -271.940         |
| <b>Driftsresultat</b>                                      |      | <b>329.192</b>   | <b>598.340</b>   | <b>246.307</b>   | <b>331.234</b>   | <b>70.960</b>    |
| Særlige poster                                             |      | -626.374         | -197.197         | -85.838          | 0                | -139.500         |
| <b>Resultat før finansielle poster</b>                     |      | <b>-297.182</b>  | <b>401.143</b>   | <b>160.469</b>   | <b>331.234</b>   | <b>-68.540</b>   |
| Finansielle indtægter                                      | 1    | 28.899           | 11.207           | 41.395           | 13.364           | 4.246            |
| Finansielle udgifter                                       | 2    | -164.273         | -191.804         | -184.974         | -215.378         | -235.334         |
| <b>Resultat før skat</b>                                   |      | <b>-432.556</b>  | <b>220.546</b>   | <b>16.890</b>    | <b>129.220</b>   | <b>-299.628</b>  |
| Selskabsskatter                                            |      | 121.303          | -75.517          | -33.302          | -61.879          | 36.012           |
| <b>Årets resultat</b>                                      |      | <b>-311.253</b>  | <b>145.029</b>   | <b>-16.412</b>   | <b>67.341</b>    | <b>-263.616</b>  |
| Minoritetsinteresser                                       |      | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| <b>LM Glasfiber andel af årets resultat</b>                |      | <b>-311.253</b>  | <b>145.029</b>   | <b>-16.412</b>   | <b>67.341</b>    | <b>-263.616</b>  |

| Note 1 Finansielle indtægter | 2007   | 2006   | 2005   | 2004   | 2003  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Renteindtægter               | 10.754 | 8.007  | 10.634 | 6.637  | 866   |
| Valutakursreguleringer       | 18.145 | 3.200  | 30.761 | 6.727  | 3.380 |
|                              | 28.899 | 11.207 | 41.395 | 13.364 | 4.246 |

| Note 2 Finansielle udgifter | 2007     | 2006     | 2005     | 2004     | 2003     |
|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Valutakursreguleringer      | -46.857  | -54.473  | -5.045   | -20.516  | -21.849  |
| Renteudgifter               | -117.416 | -137.331 | -179.929 | -194.862 | -213.485 |
|                             | -164.273 | -191.804 | -184.974 | -215.378 | -235.334 |

|                        |          |         |         |        |          |
|------------------------|----------|---------|---------|--------|----------|
| Iflg. EK               | -311.253 | 145.029 | -16.412 | 67.341 | -263.616 |
| Valutakursreguleringer | 0        | 0       | 0       | 0      | 0        |

#### Afskrivninger

|                                         |          |          |          |          |          |
|-----------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Udviklingsprojekter                     | 22549    | 19565    | 9239     | 31728    | 9468     |
| Goodwill                                | 0        | 0        | 0        | 0        | 105970   |
| Indretning af lejede lokaler mv.        | 16638    | 9620     | 6960     | 8853     | 11186    |
| Grunde og bygninger                     | 47384    | 35358    | 17899    | 17908    | 18639    |
| Produktionsanlæg og maskiner            | 106437   | 100465   | 98071    | 109689   | 87471    |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar | 36783    | 33064    | 37612    | 47745    | 39206    |
| Godtgørelse af nedskrevne anlægsaktiver | 0        | 0        | 0        | -34377   | 0        |
|                                         | 229791   | 198072   | 169781   | 181546   | 271940   |
|                                         | -229.791 | -198.072 | -169.781 | -181.546 | -271.940 |
|                                         | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |

#### Afskrivningsprocenter

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 39,9% | 34,8% | 15,8% | 64,6% | 16,9% |
| 0,9%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,5%  | 0,0%  |
| 15,1% | 8,4%  | 6,0%  | 5,8%  | 5,8%  |
| 39,1% | 44,4% | 43,6% | 58,8% | 46,0% |
| 39,2% | 48,8% | 73,8% | 68,6% | 47,2% |

## BILAG 2

### Officiel balance

|                                                                                              | Note | TDKK             |                  |                  |                  |                  |                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                                                                                              |      | 2007             | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             | 2002             |
| <b>AKTIVER</b>                                                                               |      |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Goodwill                                                                                     |      | 1.821.172        | 1.821.172        | 1.821.172        | 1.829.958        | 1.833.984        | 1.940.213        |
| Færdiggjorte udviklingsprojekter                                                             |      | 31.959           | 35.438           | 26.876           | 32.840           | 29.552           | 26.529           |
| Forudbetalinger for immaterielle anlægsaktiver og immaterielle anlægsaktiver under udførelse |      | 24.509           | 20.773           | 31.435           | 16.272           | 26.377           | 17.999           |
| <b>Immaterielle anlægsaktiver</b>                                                            |      | <b>1.877.640</b> | <b>1.877.383</b> | <b>1.879.483</b> | <b>1.879.070</b> | <b>1.889.913</b> | <b>1.984.741</b> |
| Indretning af lejede lokaler mv.                                                             |      | 85.256           | 62.255           | 43.771           | 26.766           | 37.648           | 48.610           |
| Grunde og bygninger                                                                          |      | 313.093          | 419.781          | 296.074          | 306.621          | 323.291          | 356.511          |
| Tekniske anlæg og maskiner                                                                   |      | 271.941          | 226.220          | 224.924          | 186.399          | 189.998          | 184.004          |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar                                                      |      | 93.744           | 67.738           | 50.961           | 69.559           | 82.983           | 67.653           |
| Forudbetalinger for materielle anlægsaktiver og materielle anlægsaktiver under udførelse     |      | 203.076          | 34.634           | 132.801          | 5.724            | 8.747            | 74.370           |
| <b>Materielle anlægsaktiver</b>                                                              |      | <b>967.110</b>   | <b>810.628</b>   | <b>748.531</b>   | <b>595.069</b>   | <b>642.667</b>   | <b>731.148</b>   |
| Andre værdipapirer og kapitalandele                                                          |      | 539              | 539              | 631              | 621              | 625              | 863              |
| Udskudt skatteaktiv                                                                          |      | 472.749          | 312.977          | 297.158          | 240.138          | 207.058          | 86.699           |
| <b>Finansielle anlægsaktiver</b>                                                             |      | <b>473.288</b>   | <b>313.516</b>   | <b>297.789</b>   | <b>240.759</b>   | <b>207.683</b>   | <b>87.562</b>    |
| <b>Anlægsaktiver</b>                                                                         |      | <b>3.318.038</b> | <b>3.001.527</b> | <b>2.925.803</b> | <b>2.714.898</b> | <b>2.740.263</b> | <b>2.803.451</b> |
| <b>Varebeholdninger</b>                                                                      |      | <b>552.498</b>   | <b>373.627</b>   | <b>263.355</b>   | <b>276.218</b>   | <b>170.562</b>   | <b>200.537</b>   |
| Tilgodehavender fra salg                                                                     |      | 991.591          | 611.899          | 371.690          | 362.640          | 379.175          | 367.700          |
| Tilgodehavende selskabsskat                                                                  |      | 2.554            | 0                | 0                | 2.678            | 4.714            | 11.458           |
| Andre tilgodehavender                                                                        |      | 217.784          | 69.313           | 80.152           | 61.469           | 54.489           | 90.391           |
| Periodeafgrænsningsposter                                                                    |      | 19.129           | 10.284           | 7.854            | 6.712            | 5.381            | 6.780            |
| <b>Tilgodehavender</b>                                                                       |      | <b>1.231.058</b> | <b>691.496</b>   | <b>459.696</b>   | <b>433.499</b>   | <b>443.759</b>   | <b>476.329</b>   |
| <b>Værdipapirer</b>                                                                          |      | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>11.168</b>    | <b>2.089</b>     |
| <b>Likvide beholdninger</b>                                                                  |      | <b>286.406</b>   | <b>270.428</b>   | <b>139.479</b>   | <b>189.971</b>   | <b>142.724</b>   | <b>268.235</b>   |
| <b>Omsætningsaktiver</b>                                                                     |      | <b>2.069.962</b> | <b>1.335.551</b> | <b>862.530</b>   | <b>899.688</b>   | <b>768.213</b>   | <b>947.190</b>   |
| <b>Aktiver</b>                                                                               |      | <b>5.388.000</b> | <b>4.337.078</b> | <b>3.788.333</b> | <b>3.614.586</b> | <b>3.508.476</b> | <b>3.750.641</b> |

## LM Glasfiber

### Officiel balance

|                                            | Note     | Mio. DKK         |                  |                  |                  |                  |                  |
|--------------------------------------------|----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                                            |          | 2007             | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             | 2002             |
| <b>PASSIVER</b>                            |          |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Aktiekapital                               |          | 176.284          | 176.284          | 102.195          | 102.195          | 30.041           | 30.041           |
| Overkurs ved emission                      |          |                  | 0                | 0                | 0                | 0                | 269.783          |
| Reserve for valutakursregulering           |          | 801              | -3.114           | -37              | -4.316           | 0                | 0                |
| Reserve for sikringstransaktioner          |          | 9.699            | 9.814            | 3.821            | 9.292            | 0                | 0                |
| Overført overskud                          |          | 1.192.756        | 1.508.222        | 694.104          | 711.956          | -2.602           | 0                |
| <b>Egenkapital</b>                         | <b>3</b> | <b>1.379.540</b> | <b>1.691.206</b> | <b>800.083</b>   | <b>819.127</b>   | <b>27.439</b>    | <b>299.824</b>   |
| <b>Minoritetsinteresser</b>                |          | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         |
| Hensættelse til garantiforpligtelser       |          |                  | 0                | 0                | 0                | 143.197          | 149.013          |
| Hensættelse til pensionsforpligtelser      |          |                  | 0                | 0                | 0                | 29               | 48               |
| <b>Hensættelser</b>                        |          | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>143.226</b>   | <b>149.061</b>   |
| Hensættelse til garantiforpligtelser       |          | 204.974          | 219.224          | 119.694          | 88.083           | 0                | 0                |
| Finansiel leasing                          |          | 41.611           | 52.929           | 45.723           | 13.713           | 0                | 0                |
| Lånebeviser, selskabsdeltagere             |          | 10.827           | 9.820            | 727.269          | 659.392          | 585.750          | 499.740          |
| Equity Bridge lån                          |          |                  | 0                | 0                | 0                | 0                | 719.042          |
| Senior lån                                 |          | 1.528.354        | 374.749          | 524.965          | 672.928          | 823.187          | 945.277          |
| Mezzanin lån                               |          |                  | 497.445          | 473.440          | 448.969          | 427.362          | 405.385          |
| Anden langfristet gæld                     |          |                  | 115              | 305              | 415              | 17.133           | 22.571           |
| <b>Langfristet gæld</b>                    |          | <b>1.785.766</b> | <b>1.154.282</b> | <b>1.891.396</b> | <b>1.883.500</b> | <b>1.853.432</b> | <b>2.592.015</b> |
| Kortfristet gæld af anden langfristet gæld |          | 72.005           | 21.723           | 11.784           | 1.595            | 1.853            | 2.290            |
| Kortfristet del af lån mv.                 |          | 32.543           | 174.512          | 173.585          | 175.536          | 877.728          | 94.637           |
| Bankgæld                                   |          | 139.622          | 174.739          | 128.345          | 127.849          | 127.743          | 112.926          |
| Hensættelse til garantiforpligtelser       |          | 431.800          | 241.006          | 33.498           | 24.651           | 0                | 0                |
| Modtagne forudbetalinger fra kunder        |          | 215.768          | 169.355          | 148.604          | 54.434           | 30.295           | 30.178           |
| Leverandører af varer og tjenesteydelser   |          | 944.942          | 483.416          | 336.702          | 273.171          | 194.839          | 225.351          |
| Selskabsskat                               |          | 7.536            | 20.739           | 28.841           | 39.320           | 37.193           | 35.230           |
| Anden gæld                                 |          | 343.722          | 174.149          | 199.679          | 173.984          | 167.154          | 163.420          |
| Periodeafgrænsningsposter                  |          | 34.756           | 31.951           | 35.816           | 41.419           | 47.574           | 45.709           |
| <b>Kortfristet gæld</b>                    |          | <b>2.222.694</b> | <b>1.491.590</b> | <b>1.096.854</b> | <b>911.959</b>   | <b>1.484.379</b> | <b>709.741</b>   |
| <b>Gæld</b>                                |          | <b>4.008.460</b> | <b>2.645.872</b> | <b>2.988.250</b> | <b>2.795.459</b> | <b>3.337.811</b> | <b>3.301.756</b> |
| <b>Passiver</b>                            |          | <b>5.388.000</b> | <b>4.337.078</b> | <b>3.788.333</b> | <b>3.614.586</b> | <b>3.508.476</b> | <b>3.750.641</b> |

## BILAG 3

### Note 3 Officiel egenkapitalopgørelse

| TDKK                                                    | Aktiekapital | Reserve for valutakursregulering | Reserve for sikringstransaktioner | Overført resultat | Egenkapital i alt |
|---------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Saldo pr. 1.1.2003</b>                               | 30.041       | 0                                | 0                                 | 0                 | 30.041            |
| Årets resultat                                          |              |                                  |                                   | -263.616          | -263.616          |
| Køb af egne aktier                                      |              |                                  |                                   | 0                 | 0                 |
| Salg af egne aktier                                     |              |                                  |                                   | 0                 | 0                 |
| Kursreguleringer                                        |              |                                  |                                   | -6.411            | -6.411            |
| Dagsværdiregulering af afledte finansielle instrumenter |              |                                  |                                   | -3.369            | -3.369            |
| Skat af egenkapitalposter                               |              |                                  |                                   | 1.011             | 1.011             |
| Overførsel                                              |              |                                  |                                   | 269.783           | 269.783           |
| <b>Saldo pr. 1.1.2004</b>                               | 30.041       | 0                                | 0                                 | -2.602            | 27.439            |
| Ændring af anvendt regnskabspraksis                     |              |                                  |                                   | -1.117            | -1.117            |
| <b>Korrigeret egenkapital pr. 1.1.2004</b>              | 30.041       | 0                                | 0                                 | -3.719            | 26.322            |
| Årets resultat                                          |              |                                  |                                   | 67.341            | 67.341            |
| Valutakursregulering, udenlandske virksomheder          |              | -4.316                           |                                   | 0                 | -4.316            |
| Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter             |              |                                  | 13.274                            | 0                 | 13.274            |
| Skat af egenkapitalposter                               |              |                                  | -3.982                            | 0                 | -3.982            |
| Kapitaludvidelse                                        | 72.154       |                                  |                                   | 648.476           | 720.630           |
| Erhvervelse af egne kapitalandele                       |              |                                  |                                   | -142              | -142              |
| <b>Saldo pr. 1.1.2005</b>                               | 102.195      | -4.316                           | 9.292                             | 711.956           | 819.127           |
| Årets resultat                                          |              |                                  |                                   | -16.412           | -16.412           |
| Valutakursregulering, udenlandske virksomheder          |              | 4.279                            |                                   | 4.279             | 4.279             |
| Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter             |              |                                  | -7.598                            |                   | -7.598            |
| Skat af egenkapitalposter                               |              |                                  | 2.127                             |                   | 2.127             |
| Erhvervelse af egne kapitalandele                       |              |                                  |                                   | -1.440            | -1.440            |
| <b>Saldo pr. 31.12.2005</b>                             | 102.195      | -37                              | 3.821                             | 694.104           | 800.083           |
| <b>Saldo pr. 1.1.2006</b>                               | 102.195      | -37                              | 3.821                             | 694.104           | 800.083           |
| Årets resultat                                          |              |                                  |                                   | 145.029           | 145.029           |
| Valutakursregulering, udenlandske virksomheder          |              | -3.077                           |                                   |                   | -3.077            |
| Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter             |              |                                  | 8.324                             |                   | 8.324             |
| Skat af egenkapitalposter                               |              |                                  | -2.331                            |                   | -2.331            |
| Kapitaludvidelse                                        | 74.089       |                                  |                                   | 666.801           | 740.890           |
| Erhvervelse af egne kapitalandele                       |              |                                  |                                   | 2.288             | 2.288             |
| <b>Saldo pr. 31.12.2006</b>                             | 176.284      | -3.114                           | 9.814                             | 1.508.222         | 1.691.206         |
| <b>Saldo pr. 1.1.2007</b>                               | 176.284      | -3.114                           | 9.814                             | 1.508.222         | 1.691.206         |
| Ændring til primo egenkapital                           |              |                                  |                                   | -4.823            | -4.823            |
| Årets resultat                                          |              |                                  |                                   | -311.253          | -311.253          |
| Valutakursregulering, udenlandske virksomheder          |              | 3.915                            |                                   |                   | 3.915             |
| Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter             |              |                                  | -153                              |                   | -153              |
| Skat af egenkapitalposter                               |              |                                  | 38                                | 1.206             | 1.244             |
| Erhvervelse af egne kapitalandele                       |              |                                  |                                   | -596              | -596              |
| <b>Saldo pr. 31.12.2007</b>                             | 176.284      | 801                              | 9.699                             | 1.192.756         | 1.379.540         |

## BILAG 4

### Officiel Pengestrømsopgørelse\*

|                                                          | Koncern         |                 |                 |                 |                 |  |
|----------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|
|                                                          | TDKK            |                 |                 |                 |                 |  |
|                                                          | 2007            | 2006            | 2005            | 2004            | 2003            |  |
| Driftsresultat                                           | -311253         | 145029          | -16.412         | 67.341          | -263.616        |  |
| Regulering for ikke likvide driftsposter                 | 512440          | 644781          | 404.942         | 413.024         | 516.375         |  |
| Ændringer i driftskapital                                | 402             | -54916          | 176.105         | 23.626          | 25.771          |  |
| Renteindbetalinger og lignende                           | 28899           | 11207           | 41.395          | 13.364          | 4.246           |  |
| Renteudbetalinger og lignende                            | -158212         | -142113         | -96.073         | -132.059        | -99.937         |  |
| Betalt selskabsskat                                      | -54225          | -99438          | -98.123         | -90.796         | -71.728         |  |
| <b>Cash flow fra driftsaktivitet</b>                     | <b>18.051</b>   | <b>504.550</b>  | <b>411.834</b>  | <b>294.500</b>  | <b>111.111</b>  |  |
| Investeringer i immaterielle anlægsaktiver (ex goodwill) | -22806          | -17465          | -18.438         | -24.911         | -22.269         |  |
| Investeringer i materielle anlægsaktiver                 | -558768         | -280731         | -349.649        | -169.174        | -142.516        |  |
| Salg af materielle anlægsaktiver                         | 36163           | 10564           | 11.960          | 65.354          | 13.524          |  |
| Salg af finansielle anlægsaktiver                        | 0               | 85              | 0               | 0               | 226             |  |
| <b>Cash flow fra investeringsaktivitet</b>               | <b>-545.411</b> | <b>-287.547</b> | <b>-356.127</b> | <b>-128.731</b> | <b>-151.035</b> |  |
| <b>Frit cash flow</b>                                    | <b>-527.360</b> | <b>217.003</b>  | <b>55.707</b>   | <b>165.769</b>  | <b>-39.924</b>  |  |
| Køb af egne aktier                                       | -596            | -2499           | -1.478          | -142            | 0               |  |
| Salg af egne aktier                                      | 0               | 4787            | 38              | 0               | 0               |  |
| Tilbagebetaling af Equity Bridge lån                     |                 |                 | 0               | -721.547        | 0               |  |
| Kapitaludvidelse (aktiekapital plus overkurs)            |                 |                 | 0               | 720.630         | 0               |  |
| Optagelse af banklån                                     | 36130           | 45529           | -701            | 106             | 14.817          |  |
| Langfristet lånefinansiering                             | 1523554         | 16210           | 43.436          | 0               | 2.672           |  |
| Kortfristet lånefinansiering                             | -1015750        | -150081         | -147.321        | -128.737        | 0               |  |
| Tilbagebetaling af prioritetsgæld                        |                 |                 |                 |                 | -437            |  |
| Afdrag på banklån                                        |                 |                 |                 |                 | -93.560         |  |
| <b>Cash flow fra finansieringsaktivitet</b>              | <b>543.338</b>  | <b>-86.054</b>  | <b>-106.026</b> | <b>-129.690</b> | <b>-76.508</b>  |  |
| <b>Årets likvider ændret med</b>                         | <b>15.978</b>   | <b>130.949</b>  | <b>-50.319</b>  | <b>36.079</b>   | <b>-116.432</b> |  |
| Likviditet pr. 1.1.                                      | 270.428         | 139.479         | 189.971         | 153.892         | 270.324         |  |
| Årets likviditetsbevægelse (cash flow)                   | 15.978          | 130.949         | -50.319         | 36.079          | -116.432        |  |
| <b>Likviditet pr. 31.12.2002</b>                         | <b>286.406</b>  | <b>270.428</b>  | <b>139.652</b>  | <b>189.971</b>  | <b>153.892</b>  |  |
| Likviditet omfatter:                                     |                 |                 |                 |                 |                 |  |
| Værdipapirer                                             |                 | 0               | 0               | 0               | 11.168          |  |
| Likvide beholdninger                                     | 286.406         | 270.428         | 139.479         | 189.971         | 142.724         |  |
|                                                          | <b>286.406</b>  | <b>270.428</b>  | <b>139.479</b>  | <b>189.971</b>  | <b>153.892</b>  |  |

\*) Pengestrømsopgørelsen kan ikke udledes alene af det offentliggjorte regnskabsmateriale.

## BILAG 5

### Reformuleret resultatopgørelse

|                                                         | TDKK       |            |            |           |           |
|---------------------------------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
|                                                         | 2007       | 2006       | 2005       | 2004      | 2003      |
| Nettoomsætning                                          | 4.310.360  | 3.539.439  | 2.469.210  | 2.253.659 | 1.709.792 |
| Δ lagre af færdigvarer og varer under fremstilling      | 77.553     | 40.586     | -19.237    | 71.975    | -41.043   |
| Udgifter til råvarer og hjælpematerialer                | -1.879.993 | -1.467.766 | -1.087.905 | -946.715  | -609.852  |
| Andre eksterne udgifter                                 | -979.072   | -517.661   | -321.418   | -248.579  | -150.657  |
| Personaleudgifter                                       | -987.422   | -780.203   | -618.793   | -617.612  | -566.889  |
| Afskrivninger inkl. goodwill                            | -229.791   | -198.072   | -169.781   | -181.546  | -271.940  |
| Driftsoverskud fra salg før skat                        | 311.635    | 616.323    | 252.076    | 331.182   | 69.411    |
| Skat af årets resultat                                  | -121.303   | 75.517     | 33.302     | 61.879    | -36.012   |
| + Skattefordel                                          | -26.666    | -36.211    | -47.403    | 52.703    | 59.533    |
| - Skat allokeret til andet driftsoverskud               | -159.382   | -74.607    | -18.449    | -3.846    | -43.798   |
| = Skat på driftsoverskud fra salg                       | -11.414    | -113.913   | -4.349     | -118.428  | -67.319   |
| Driftsoverskud fra salg efter skat                      | 300.221    | 502.410    | 247.727    | 212.754   | 2.092     |
| Andre driftsindtægter                                   | 21.122     | 23.799     | 3.374      | 10.809    | 10.750    |
| Andre driftsomkostninger                                | -3.565     | -41.782    | -9.143     | -10.757   | -9.201    |
| Særlige poster                                          | -626.374   | -197.197   | -85.838    | 0         | -139.500  |
| Valutakursreguleringer, netto                           | -28.712    | -51.273    | 25.716     | -13.789   | -18.469   |
| Kursreguleringer                                        | 3.915      | -3.077     | 4.279      | -4.316    | -6.411    |
| Dagsværdiregulering af afledte finansielle instrumenter | -153       | 8.324      | -7.598     | 13.274    | -3.369    |
| Skat af egenkapitalposter                               | 1.244      | -2.331     | 2.127      | -3.982    | 1.011     |
| Ændring af primoværdier og øvrige reg.                  | 0          | 0          | 0          | -1.117    | 0         |
| Skat herpå                                              | -159.382   | -74.607    | -18.449    | -3.846    | -43.798   |
| Driftsoverskud fra andre poster efter skat              | -473.141   | -188.930   | -48.634    | -6.032    | -121.391  |
| Driftsoverskud i alt                                    | -172.920   | 313.480    | 199.094    | 206.722   | -119.299  |
| Renteudgifter                                           | -117.416   | -137.331   | -179.929   | -194.862  | -213.485  |
| -Renteindtægter                                         | 10.754     | 8.007      | 10.634     | 6.637     | 866       |
| Netto renteomkostninger før skat                        | -106.662   | -129.324   | -169.295   | -188.225  | -212.619  |
| -Skattefordel                                           | -26.666    | -36.211    | -47.403    | 52.703    | 59.533    |
| Netto renteomkostninger efter skat                      | -133.328   | -165.535   | -216.698   | -135.522  | -153.086  |
| Totalindkomst før minoritetsinteresser                  | -306.247   | 147.945    | -17.604    | 71.200    | -272.385  |
| Minoritetsinteresser                                    | 0          | 0          | 0          | 0         | 0         |
| Totalindkomst                                           | -306.247   | 147.945    | -17.604    | 71.200    | -272.385  |
| Selskabsskatteprocent                                   | 25,0%      | 28,0%      | 28,0%      | 28,0%     | 28,0%     |
| Afstemning af totalindkomst                             | 2007       | 2006       | 2005       | 2004      | 2003      |
| Årets resultat officielt                                | -311.253   | 145.029    | -16.412    | 67.341    | -263.616  |
| Dirty-surplus                                           | 5.006      | 2.916      | -1.192     | 3.859     | -8.769    |
| Totalindkomst                                           | -306.247   | 147.945    | -17.604    | 71.200    | -272.385  |
| Afvigelse                                               | 0          | 0          | 0          | 0         | 0         |
| Afstemning af finansielle poster netto                  | 2007       | 2006       | 2005       | 2004      | 2003      |
| Netto renteomkostninger før skat                        | -106.662   | -129.324   | -169.295   | -188.225  | -212.619  |
| Valutakursreguleringer, netto                           | -28.712    | -51.273    | 25.716     | -13.789   | -18.469   |
| Finansielle poster netto                                | -135374    | -180597    | -143579    | -202014   | -231088   |
| Finansielle indtægter                                   | 28899      | 11207      | 41395      | 13364     | 4246      |
| Finansielle udgifter                                    | -164273    | -191804    | -184974    | -215378   | -235334   |
| Afvigelse                                               | -135374    | -180597    | -143579    | -202014   | -231088   |
|                                                         | 0          | 0          | 0          | 0         | 0         |

Fra specifikation af finansielle i

Dirty surplus  
beskattes ikke

## BILAG 6

## Reformuleret balance

|                                                    | TDKK             |                  |                  |                  |                  |
|----------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                                                    | 2007             | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             |
| <b>Driftsaktiver (DA)</b>                          |                  |                  |                  |                  |                  |
| Goodwill                                           | 1.821.172        | 1.821.172        | 1.821.172        | 1.829.958        | 1.833.984        |
| Færdiggjorte udviklingsprojekter                   | 31.959           | 35.438           | 26.876           | 32.840           | 29.552           |
| Forudbetalinger for immaterielle anlægsaktiver     |                  |                  |                  |                  |                  |
| og immaterielle anlægsaktiver under udførelse      | 24.509           | 20.773           | 31.435           | 16.272           | 26.377           |
| Indretning af lejede lokaler mv.                   | 85.256           | 62.255           | 43.771           | 26.766           | 37.648           |
| Grunde og bygninger                                | 313.093          | 419.781          | 296.074          | 306.621          | 323.291          |
| Tekniske anlæg og maskiner                         | 271.941          | 226.220          | 224.924          | 186.399          | 189.998          |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar            | 93.744           | 67.738           | 50.961           | 69.559           | 82.983           |
| Forudbetalinger for materielle anlægsaktiver       |                  |                  |                  |                  |                  |
| og materielle anlægsaktiver under udførelse        | 203.076          | 34.634           | 132.801          | 5.724            | 8.747            |
| Andre værdipapirer og kapitalandele                | 539              | 539              | 631              | 621              | 625              |
| Udskudt skatteaktiv                                | 472.749          | 312.977          | 297.158          | 240.138          | 207.058          |
| Varebeholdninger                                   | 552.498          | 373.627          | 263.355          | 276.218          | 170.562          |
| Tilgodehavender fra salg                           | 991.591          | 611.899          | 371.690          | 362.640          | 379.175          |
| Tilgodehavender selskabsskat                       | 2.554            | 0                | 0                | 2.678            | 4.714            |
| Andre tilgodehavender                              | 217.784          | 69.313           | 80.152           | 61.469           | 54.489           |
| Periodeafgrænsningsposter                          | 19.129           | 10.284           | 7.854            | 6.712            | 5.381            |
| <b>Driftsaktiver (DA) i alt</b>                    | <b>5.101.594</b> | <b>4.066.650</b> | <b>3.648.854</b> | <b>3.424.615</b> | <b>3.354.584</b> |
| <b>Driftsforpligtelser (DF)</b>                    |                  |                  |                  |                  |                  |
| Hensættelse til garantiforpligtelser               | 636.774          | 460.230          | 153.192          | 112.734          | 143.197          |
| Andre hensættelser                                 | 0                | 0                | 0                | 0                | 29               |
| Leverandører af varer og tjenesteydelser           | 944.942          | 483.416          | 336.702          | 273.171          | 194.839          |
| Selskabsskat                                       | 7.536            | 20.739           | 28.841           | 39.320           | 37.193           |
| Anden gæld                                         | 343.722          | 174.149          | 199.679          | 173.984          | 167.154          |
| Modtagne forudbetalinger fra kunder                | 215.768          | 169.355          | 148.604          | 54.434           | 30.295           |
| Periodeafgrænsningsposter                          | 34.756           | 31.951           | 35.816           | 41.419           | 47.574           |
| <b>Driftsforpligtelser (DF) i alt</b>              | <b>2.183.498</b> | <b>1.339.840</b> | <b>902.834</b>   | <b>695.062</b>   | <b>620.281</b>   |
| <b>Netto driftsaktiver (NDA)</b>                   | <b>2.918.096</b> | <b>2.726.810</b> | <b>2.746.020</b> | <b>2.729.553</b> | <b>2.734.303</b> |
| <b>Netto finansielle forpligtelser (NFF)</b>       |                  |                  |                  |                  |                  |
| Prioritetsgæld - langfristet                       | 1.539.181        | 882.129          | 1.725.979        | 1.781.704        | 1.853.432        |
| Finansiell leasing                                 | 41.611           | 52.929           | 45.723           | 13.713           | 0                |
| Prioritetsgæld - kortfristet                       | 211.627          | 196.462          | 140.129          | 129.444          | 129.596          |
| Bankgæld - kortfristet                             | 32.543           | 174.512          | 173.585          | 175.536          | 877.728          |
|                                                    | 1.824.962        | 1.306.032        | 2.085.416        | 2.100.397        | 2.860.756        |
| Værdipapirer                                       | 0                | 0                | 0                | 0                | 11.168           |
| Likvide beholdninger                               | 286.406          | 270.428          | 139.479          | 189.971          | 142.724          |
| <b>Netto finansielle forpligtelser (NFF) i alt</b> | <b>1.538.556</b> | <b>1.035.604</b> | <b>1.945.937</b> | <b>1.910.426</b> | <b>2.706.864</b> |
| <b>Minoritetsinteresser</b>                        | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         |
| <b>Egenkapital</b>                                 | <b>1.379.540</b> | <b>1.691.206</b> | <b>800.083</b>   | <b>819.127</b>   | <b>27.439</b>    |

|                      |   |   |   |   |   |
|----------------------|---|---|---|---|---|
| EK + MIN = NDA - NFF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
|----------------------|---|---|---|---|---|

|       | TDKK      |           |           |           |           |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|       | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      |
| DA    | 5.101.594 | 4.066.650 | 3.648.854 | 3.424.615 | 3.354.584 |
| (DF)  | 2.183.498 | 1.339.840 | 902.834   | 695.062   | 620.281   |
| NDA   | 2.918.096 | 2.726.810 | 2.746.020 | 2.729.553 | 2.734.303 |
| FF    | 1.824.962 | 1.306.032 | 2.085.416 | 2.100.397 | 2.860.756 |
| FA    | 286.406   | 270.428   | 139.479   | 189.971   | 153.892   |
| (NFF) | 1.538.556 | 1.035.604 | 1.945.937 | 1.910.426 | 2.706.864 |
| MIN   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| EK    | 1.379.540 | 1.691.206 | 800.083   | 819.127   | 27.439    |

|                                          | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      |
|------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Gns. DA                                  | 4.584.122 | 3.857.752 | 3.536.735 | 3.389.600 | 3.417.451 |
| Gns. FA                                  | 278.417   | 204.954   | 164.725   | 171.932   | 212.108   |
| Gns. FF                                  | 1.565.497 | 1.695.724 | 2.092.907 | 2.480.577 | 2.831.312 |
| Gns. DF                                  | 1.761.669 | 1.121.337 | 798.948   | 657.672   | 634.615   |
| Gns. Leverandørgæld                      | 714.179   | 410.059   | 304.937   | 234.005   | 210.095   |
| Gns. Modtagne forudbetalinger fra kunder | 192.562   | 158.980   | 101.519   | 42.365    | 45.384    |
| Gns. NDA                                 | 2.822.453 | 2.736.415 | 2.737.787 | 2.731.928 | 2.782.836 |
| Gns. NFF                                 | 1.287.080 | 1.490.771 | 1.928.182 | 2.308.645 | 2.619.204 |
| Gns. MIN                                 | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Gns. EK                                  | 1.535.373 | 1.245.645 | 809.605   | 423.283   | 163.632   |

## BILAG 7

### Reformuleret egenkapitalopgørelse

| TDKK                                           | 2007      | 2006      | 2005    | 2004    | 2003     |
|------------------------------------------------|-----------|-----------|---------|---------|----------|
| Primo saldo officiel                           | 1.691.206 | 800.083   | 819.127 | 27.439  | 299.824  |
| Deklaret udbytte for året før                  | 0         | 0         | 0       | 0       | 0        |
| Primo saldo korrigeret                         | 1.691.206 | 800.083   | 819.127 | 27.439  | 299.824  |
| <b>Transaktioner med ejere</b>                 |           |           |         |         |          |
| Betalt udbytte                                 | 0         | 0         | 0       | 0       | 0        |
| Kapitaludvidelse                               | 0         | 740.890   | 0       | 720.630 | 0        |
| Køb af egne kapitalandele                      | -596      | 2.288     | -1.440  | -142    | 0        |
|                                                | -596      | 743.178   | -1.440  | 720.488 | 0        |
| <b>Totalindkomst</b>                           |           |           |         |         |          |
| Årets resultat                                 | -311.253  | 145.029   | -16.412 | 67.341  | -263.616 |
| Valutakursregulering, udenlandske virksomheder | 3.915     | -3.077    | 4.279   | -4.316  | -6.411   |
| Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter    | -153      | 8.324     | -7.598  | 13.274  | -3.369   |
| Skat af egenkapitalposter                      | 1.244     | -2.331    | 2.127   | -3.982  | 1.011    |
| Ændring af regnskabspraksis                    | -4.823    | 0         | 0       | -1.117  | 0        |
|                                                | -311.070  | 147.945   | -17.604 | 71.200  | -272.385 |
| Ultimo saldo                                   | 1.379.540 | 1.691.206 | 800.083 | 819.127 | 27.439   |

Dirty surplus -  
skal indregnes i  
resultatopgørelsen

| <b>Afstemning af EK</b>   | 2007      | 2006      | 2005    | 2004    | 2003   |
|---------------------------|-----------|-----------|---------|---------|--------|
| Ultimo saldo rapporteret  | 1.379.540 | 1.691.206 | 800.083 | 819.127 | 27.439 |
| Deklaret udbytte for året | 0         | 0         | 0       | 0       | 0      |
| Ultimo saldo korrigeret   | 1.379.540 | 1.691.206 | 800.083 | 819.127 | 27.439 |
| Afvigelse                 | 0         | 0         | 0       | 0       | 0      |

## BILAG 8

### Reformuleret pengestrømsopgørelse (til DCF analyser)

| Pengestrøm fra driftsaktivitet                       | 2007        | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      |
|------------------------------------------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Officiel pengestrøm fra driftsaktivitet</i>       | 18.051      | 504.550   | 411.834   | 294.500   | 111.111   |
| Netto renteudbetalinger efter skat                   | 96.985      | 94.252    | 39.368    | 85.460    | 68.898    |
| Pengestrøm fra driftsaktivitet                       | 115.036     | 598.802   | 451.202   | 379.960   | 180.009   |
| <i>Officiel pengestrøm fra investeringsaktivitet</i> | (545.411)   | (287.547) | (356.127) | (128.731) | (151.035) |
| Frit cash flow (C - I)                               | (430.375)   | 311.255   | 95.075    | 251.229   | 28.974    |
|                                                      |             |           |           |           |           |
| Pengestrøm fra finansieringsaktivitet                | 2007        | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      |
| <i>Egenkapitalfinansiering</i>                       |             |           |           |           |           |
| Køb af egne aktier                                   | (596)       | (2.499)   | (1.478)   | (142)     | -         |
| Salg af egne aktier                                  | 0           | 4.787     | 38        | 0         | 0         |
| Kapitaludvidelse                                     | -           | -         | -         | 720.630   | -         |
|                                                      | (596)       | 2.288     | (1.440)   | 720.488   | -         |
|                                                      |             |           |           |           |           |
| <i>Gældsfinansiering</i>                             |             |           |           |           |           |
| Tilbagebetaling af Equity Bridge lån                 | -           | -         | -         | (721.547) | -         |
| Tilbagebetaling af prioritetsgæld                    | -           | -         | -         | -         | (437)     |
| Netto renteudbetalinger efter skat                   | 96.985      | 94.252    | 39.368    | 85.460    | 68.898    |
| Optagelse af banklån                                 | 36.130      | 45.529    | (701)     | 106       | 14.817    |
| Afdrag på banklån                                    | -           | -         | -         | -         | (93.560)  |
| Langfristet lånefinansiering                         | 1.523.554   | 16.210    | 43.436    | -         | 2.672     |
| Kortsigtet lånefinansiering                          | (1.015.750) | (150.081) | (147.321) | (128.737) | -         |
| Δ Likvide beholdninger                               | 15.978      | 130.949   | (50.319)  | 36.079    | (116.432) |
|                                                      | 656.897     | 136.859   | (115.537) | (728.639) | (124.042) |
|                                                      |             |           |           |           |           |
| d + F                                                | 656.301     | 139.147   | (116.977) | (8.151)   | (124.042) |
|                                                      |             |           |           |           |           |
| Afvigelse                                            | (1.086.676) | 172.108   | 212.052   | 259.380   | 153.016   |

side 155  
og 161

### Reformuleret resultatopgørelse - identifikation af core driftsoverskud

|                       |       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Selskabsskatteprocent | 25,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|

BILAG 10

Rentabilitetsanalyse

| Niveau 1                       |                                             | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      | Side 185 oversigt over niveau 1                                                                                   |
|--------------------------------|---------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ROE                            | ROE for minoritetsinteresser                | -19,9%    | 11,9%     | -2,2%     | 16,8%     | -166,5%   | =Totalink/Gns EK<br>side 171                                                                                      |
| ROIC                           |                                             | -19,9%    | 11,5%     | 7,3%      | 7,6%      | -4,3%     | =Totalink for min.int/(Gns MIN+Gns EK)<br>side 175                                                                |
|                                | Drivere for finansiel gearing               |           |           |           |           |           | =Driftsoverskud efter skat/Gns. NDA<br>side 173-174                                                               |
| r                              |                                             | -10,4%    | -11,1%    | -11,2%    | -5,9%     | -5,8%     | =Netto finansielle omk. efter skat/Gns NFF<br>side 185                                                            |
| r <sub>SPREAD</sub>            |                                             | -16,5%    | 0,4%      | -4,0%     | 1,7%      | -10,1%    | =ROIC-r<br>side 173                                                                                               |
| FCFAR                          |                                             | 0,8383    | 1,1968    | 2,3816    | 5,4541    | 16,0067   | =Gns NFF/(Gns MIN+Gns EK)<br>side 173                                                                             |
| MIA                            |                                             | 1,0000    | 1,0000    | 1,0000    | 1,0000    | -166,5%   | =Totalink/Totalindk for MIN)/(Gns EK)/(Gns MIN+Gns EK)<br>side 175                                                |
| ROE (MIA)                      |                                             | -19,9%    | 11,9%     | -2,2%     | 16,8%     | -166,5%   | =ROIC - (SPREAD*FCFAR)*MIA)<br>side 175                                                                           |
|                                | Drivere for gearing med driftsforpligtelser |           |           |           |           |           |                                                                                                                   |
| ROOA (afkast på driftsaktiver) |                                             | -4,3%     | 10,4%     | 6,8%      | 7,2%      | -3,8%     | =(DO efter skat+rr)/(Gns. DA)<br>side 181 (eks)                                                                   |
| r <sub>rr</sub>                |                                             | -3,0%     | 3,0%      | 3,0%      | 3,0%      | 3,0%      | rr=ir/DFrb.Værdien er antaget.<br>s.180,183,185                                                                   |
| ROOA-rrb                       |                                             | -7,3%     | 7,4%      | 3,8%      | 4,2%      | -6,8%     | side 185                                                                                                          |
| DCLEAR rentebærende DF         |                                             | 0,3213    | 0,2080    | 0,1485    | 0,1012    | 0,0918    | =Rentebærende driftsforpligtelser /Gns. NDA<br>side 183 og 185                                                    |
| r <sub>rrb</sub>               |                                             | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | rrb=nt-antaget til at være 0.                                                                                     |
| ROOA-rrb                       |                                             | -4,3%     | 10,4%     | 6,8%      | 7,2%      | -3,8%     |                                                                                                                   |
| DCLEAR ikke-rentebærende DF    |                                             | 0,3624    | 0,2511    | 0,1525    | 0,1345    | 0,1420    |                                                                                                                   |
|                                | Niveau 2                                    | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      | Side 194 oversigt over niveau 2 og 3                                                                              |
| ROIC                           |                                             | -6,1%     | 11,5%     | 7,3%      | 7,6%      | -4,3%     | =Driftsoverskud efter skat/Gns. NDA<br>side 173-174                                                               |
| OC                             |                                             | -4,0%     | 8,9%      | 8,1%      | 9,2%      | -7,0%     | =DO/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 173                                                                      |
| AOH                            |                                             | 1,53      | 1,29      | 0,90      | 0,82      | 0,61      | =Nettoomsætning (efter rabat)/Gns NDA<br>side 173                                                                 |
|                                | Niveau 3                                    | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      | Kunne godt være specificeret ned på enkelte omkostningsposter (andre eksisterne udgifter, personaleudgifter, etc) |
|                                | Overkursudvalgdrevne (%)                    |           |           |           |           |           |                                                                                                                   |
|                                | Nettoomsætning (efter rabat)                | 4.310.360 | 3.539.439 | 2.469.210 | 2.253.659 | 1.709.792 |                                                                                                                   |
|                                | Endring i lagre af færdigvarer og v.u.f.    | 1,8%      | 1,1%      | -0,8%     | 3,2%      | -2,4%     | =Endring i lagre af færdigvarer og v.u.f./Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 192                                |
|                                | Udgifter til råvarer og hjælpematerialer    | -43,6%    | -41,5%    | -44,1%    | -42,0%    | -35,7%    | =Udgifter til råvarer og hjælpematerialer/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 192                                |
|                                | Andre eksisterne udgifter                   | -22,7%    | -14,6%    | -13,0%    | -11,0%    | -8,8%     | =Andre eksisterne udgifter/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 192                                               |
|                                | Personaleudgifter                           | -22,9%    | -22,0%    | -25,1%    | -27,4%    | -33,2%    | =Personaleudgifter/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 192                                                       |
|                                | Afskrivninger inkl. goodwill                | -5,3%     | -5,6%     | -6,9%     | -8,1%     | -15,9%    | =Afskrivninger/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 192                                                           |
|                                | OC salg for skat                            | 7,2%      | 17,4%     | 10,2%     | 14,7%     | 4,1%      | =Driftsoverskud fra salg for skat/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 192                                        |
|                                | Skattoomkostninger                          | 0,3%      | 3,2%      | 0,2%      | 5,3%      | 3,9%      | =Skat på driftsoverskud fra salg/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 192                                         |
|                                | OC salg (efter skat)                        | 7,0%      | 14,2%     | 10,0%     | 9,4%      | 0,1%      | =OC salg for skat - Skattoomk<br>side 192                                                                         |
|                                | OC andre poster (efter skat)                | -4,0%     | 8,9%      | 8,1%      | 9,2%      | -7,1%     | =Driftsoverskud efter skat <i>alts. driftsoverskud efter skat</i><br>side 192                                     |
|                                | Effektiv skatteprocent                      | -3,7%     | -18,5%    | -1,7%     | -35,6%    | -97,0%    | =OC salg (efter skat)+OC andre differentialer (efter skat)<br>Se ovenfor                                          |
|                                | AOH-drivere (I/AOH)                         |           |           |           |           |           | =skat på driftsoverskud fra salg/driftsoverskud fra salg                                                          |
|                                | Immaterielle anlægsaktiver                  | 0,4356    | 0,5307    | 0,7611    | 0,8362    | 1,1331    | =Gns immaterielle anlægsaktiver/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                          |
|                                | Materielle anlægsaktiver                    | 0,2062    | 0,2203    | 0,2721    | 0,2746    | 0,4017    | =Gns Materielle Anlægsaktiver/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                            |
|                                | Finansielle anlægsaktiver                   | 0,0913    | 0,0864    | 0,1091    | 0,0995    | 0,0607    | =Gns Finansielle Anlægsaktiver/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                           |
|                                | Varebeholdninger                            | 0,1074    | 0,0900    | 0,1093    | 0,0991    | 0,1085    | =Gns Varebeholdninger/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                                    |
|                                | Tilgodehavender fra salg                    | 0,1860    | 0,1389    | 0,1487    | 0,1646    | 0,2184    | =Gns Tilgodehavender fra salg/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                            |
|                                | Andre driftsaktiver                         | 0,0370    | 0,0237    | 0,0322    | 0,0300    | 0,0507    | =Gns Andre driftsaktiver/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                                 |
|                                | DA                                          | 1,0635    | 1,0899    | 1,4323    | 1,5040    | 1,9731    | Sum                                                                                                               |
|                                | Hensættelser                                | -0,1273   | -0,0867   | -0,0538   | -0,0568   | -0,0855   | =Gns Hensættelser/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                                        |
|                                | Leverandører af varer og tjenesteydelser    | -0,1657   | -0,1159   | -0,1235   | -0,1038   | -0,1229   | =Gns Leverandører af varer og tjenesteydelser/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                            |
|                                | Medtagne forudbetalinger fra kunder         | -0,0447   | -0,0449   | -0,0411   | -0,0188   | -0,0177   | =Gns. Medtagne forudbetalinger fra kunder/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                |
|                                | Andre driftsforpligtelser                   | -0,0711   | -0,0694   | -0,1051   | -0,1124   | -0,1451   | =Gns Andre driftsforpligtelser/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                           |
|                                | (I/AOH)                                     | 0,6548    | 0,7731    | 1,1088    | 1,2122    | 1,4020    | =Gns NDA/Nettoomsætning (efter rabat)<br>side 193                                                                 |
|                                | (I/AOH) arbejdskapital                      | 0,0831    | 0,0882    | 0,0933    | 0,1411    | 0,1864    |                                                                                                                   |
|                                | (I/AOH) anlægsaktiver                       | 0,5717    | 0,7050    | 1,0154    | 1,0711    | 1,4156    |                                                                                                                   |
|                                | %-vis signing arbejdskapital                | 12,6864   | 8,8162    | 8,4191    | 11,6375   | 11,6338   |                                                                                                                   |
|                                | Drivere                                     |           |           |           |           |           |                                                                                                                   |
|                                | Renteudgifter                               | -6,8%     | -6,6%     | -6,7%     | -6,1%     | -5,9%     | =Gns FF/Gns NFF/((Renteudgifter*(1-skatteprocent)))/(Gns FF)<br>side 196-197                                      |
|                                | Andre finansielle udgifter                  | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%      | =Gns FF/Gns NFF/((Andre finansielle udgifter*(1-skatteprocent)))/(Gns FF)<br>side 196-197                         |
|                                | Renteindtægter                              | 0,6%      | 0,4%      | 0,4%      | 0,2%      | 0,0%      | =Gns FF/Gns NFF/((Renteindtægter*(1-skatteprocent)))/(Gns FF)<br>side 196-197                                     |
|                                | Andre finansielle indtægter                 | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%      | =Gns FF/Gns NFF/((Andre finansielle indtægter*(1-skatteprocent)))/(Gns FF)<br>side 196-197                        |
| r                              |                                             | -6,2%     | -6,2%     | -6,3%     | -5,9%     | -5,8%     | Sum                                                                                                               |
|                                |                                             | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      |                                                                                                                   |
| OC core                        |                                             | 7,3%      | 13,8%     | 9,9%      | 9,4%      | 0,2%      | driftsoverskud core/nettoomsætning efter rabatter                                                                 |
| OC transitoriske               |                                             | -11,3%    | -5,0%     | -1,8%     | -0,3%     | -7,2%     | driftsoverskud transitoriske/nettoomsætning efter rabatter                                                        |
| OC kontrol                     |                                             | -4,0%     | 8,9%      | 8,1%      | 9,2%      | -7,0%     |                                                                                                                   |
|                                |                                             | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      |                                                                                                                   |
| core DO salg/NDA               |                                             | 10,6%     | 18,4%     | 9,0%      | 7,8%      | 0,1%      | "= core DO / NDA + transitoriske poster /NDA"                                                                     |
| core DO and+NDA                |                                             | 0,5%      | -0,5%     | -0,2%     | 0,0%      | 0,0%      |                                                                                                                   |
| transitoriske poster/NDA       |                                             | -17,2%    | -6,4%     | -1,6%     | -0,2%     | -4,4%     |                                                                                                                   |
| DOIC                           |                                             | -6,1%     | 11,5%     | 7,3%      | 7,6%      | -4,3%     |                                                                                                                   |

# BILAG 11

## Vækstanalyse

| Sammenfattende info vedr. balance* og resultatopg. |           |           |           |           |           | Denne oversigt er ikke kritisk                           |
|----------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------------------------------------------------|
|                                                    | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      |                                                          |
| NDA                                                | 2.822.453 | 2.736.415 | 2.737.787 | 2.731.928 | 2.782.836 | Gns værdier                                              |
| NFF                                                | 1.287.080 | 1.490.771 | 1.928.182 | 2.308.645 | 2.619.204 | Gns værdier                                              |
| MIN                                                | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | Gns værdier                                              |
| EK                                                 | 1.535.373 | 1.245.645 | 809.605   | 423.283   | 163.632   | Gns værdier                                              |
| Nettoomsætning                                     | 4.310.360 | 3.539.439 | 2.469.210 | 2.253.659 | 1709792   | Efter rabat                                              |
| Driftsoverskud                                     | -172.920  | 313.480   | 199.094   | 206.722   | -119.299  |                                                          |
| Totalindkomst                                      | -306.247  | 147.945   | -17.604   | 71.200    | -272.385  |                                                          |
| Netto Renteomkostninger                            | -133.328  | -165.535  | -216.698  | -135.522  | -153.086  |                                                          |
| ROE                                                | -19,9%    | 11,9%     | -2,2%     | 16,8%     | -166,5%   | = Totalink/Gns EK                                        |
| ROIC                                               | -6,1%     | 11,5%     | 7,3%      | 7,6%      | -4,3%     | = Driftsoverskud efter skat/Gns. NDA                     |
| r                                                  | -10,4%    | -11,1%    | -11,2%    | -5,9%     | -5,8%     | = NFO efter skat/Gns NFF                                 |
| OG                                                 | -4,0%     | 8,9%      | 8,1%      | 9,2%      | -7,0%     | = Driftsoverskud efter skat/Nettoomsætning (efter rabat) |
| OG salg                                            | 7,0%      | 14,2%     | 10,0%     | 9,4%      | 0,1%      | = OG salg efter skat/Nettoomsætning (efter rabat)        |
| AOH                                                | 1,53      | 1,29      | 0,90      | 0,82      | 0,61      | = Nettoomsætning (efter rabat)/Gns NDA                   |
| FGEAR                                              | 0,8383    | 1,1968    | 2,3816    | 5,4541    | 16,0067   | = Gns NFF/(Gns MIN+Gns EK)                               |
| SPREAD                                             | -16,5%    | 0,4%      | -4,0%     | 1,7%      | -10,1%    | = ROIC-r                                                 |

\*) Der er anvendt gennemsnitstal for balancen

| Vækst i residualindkomst |           |         |          |         | Side 206 i lærebogen                    |
|--------------------------|-----------|---------|----------|---------|-----------------------------------------|
|                          | 2007      | 2006    | 2005     | 2004    |                                         |
| Vækst i nettoomsætning   | 21,8%     | 43,3%   | 9,6%     | 31,8%   | Årets nettooms/sidste års nettooms      |
| Vækst i EK               | 23,3%     | 53,9%   | 91,3%    | 158,7%  | Årets gns EK/sidste års gns EK          |
| Vækst i totalindkomst    | -454.192  | 165.549 | -88.804  | 343.585 | Årets Totalindk/sidste års Totalindk    |
| RI (Ke 8%)               | (429.077) | 48.293  | (82.372) | 37.337  | = Totalindkomst-(Gns EK*Ke)=(ROE-Ke)*EK |

\*) De tre første tal vil den studerende ikke kunne beregne uden antagelser

| Analyse af vækst i EK          |           |             |           |           | Side 222 i lærebogen         |
|--------------------------------|-----------|-------------|-----------|-----------|------------------------------|
|                                | 2007      | 2006        | 2005      | 2004      |                              |
| (Δ salg x AOH <sub>t-1</sub> ) | 596.015   | 1.186.638   | 261.295   | 885.191   | Ændring i salget ift (1/AOH) |
| + (Δ 1/AOH x salg)             | (509.977) | (1.188.010) | (255.436) | (936.098) | Ændring i (1/AOH) ift salget |
| - Δ NFF                        | 203.691   | 437.411     | 380.464   | 310.559   | Ændring i NFF                |
| = Δ EK                         | 289.729   | 436.040     | 386.322   | 259.652   | Absolut ændring i EK         |

|           |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| Δ EK      | 289.729 | 436.040 | 386.322 | 259.652 |
| Afvigelse | 0       | 0       | 0       | 0       |

## BILAG 12

| Budgetforudsætninger :                                    | Indeværende periode | Budgetperiode |           |           | Terminalperiode |                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------------|---------------------|---------------|-----------|-----------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Salg :                                                    | 2007                | 2008          | 2009      | 2010      | 2011 og frem    |                                                                                                        |
| Omsætningsvækst                                           |                     | 30,0%         | 15,0%     | 10,0%     | 3,0%            | Vækstforventninger (budget)                                                                            |
| <b>Omsætningshastigheder - (1/AOH):</b>                   |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Arbejdsdriftskapital                                      |                     | 0,09          | 0,09      | 0,09      | 0,09            | Budget                                                                                                 |
| Anlægskapital                                             |                     | 0,51          | 0,51      | 0,51      | 0,51            | Budget                                                                                                 |
| 1/AOH                                                     |                     | 0,60          | 0,60      | 0,60      | 0,60            |                                                                                                        |
| <b>OG salg</b>                                            |                     | 7,0%          | 7,0%      | 8,0%      | 8,0%            | Budget - Principielt Core OG fra salg                                                                  |
| <b>Skattesats</b>                                         |                     | 25%           | 25%       | 25%       | 25%             | Budget                                                                                                 |
| <b>Proformaopgørelser :</b>                               |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| <b>Resultatopgørelse :</b>                                |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Nettoomsætning                                            | 4.310.360           | 5.603.468     | 6.443.988 | 7.088.387 | 7.301.039       | 7.520.070                                                                                              |
| Driftomkostninger                                         |                     | 5.211.225     | 5.992.909 | 6.521.316 | 6.716.956       |                                                                                                        |
| DO fra salg                                               |                     | 392.243       | 451.079   | 567.071   | 584.083         | Nettoomsætning*(1-OG)                                                                                  |
| Skat                                                      |                     | 98.061        | 112.770   | 141.768   | 146.021         | Principielt DO fra salg                                                                                |
| DO fra salg efter skat                                    |                     | 294.182       | 338.309   | 425.303   | 438.062         | DO*skattesats                                                                                          |
| Anden driftsoverskud                                      |                     | -8.966        | -10.310   | -11.341   | -11.682         |                                                                                                        |
| Usædvanlige poster                                        |                     | 0             | 0         | 0         | 0               | Budget - sat til 0                                                                                     |
| DO fra andre poster                                       |                     | -8.966        | -10.310   | -11.341   | -11.682         |                                                                                                        |
| Skat fra andre poster                                     |                     | -2.241        | -2.578    | -2.835    | -2.920          | Budget -                                                                                               |
| DO fra andre poster efter skat                            |                     | -6.724        | -7.733    | -8.506    | -8.761          |                                                                                                        |
| DO i alt                                                  |                     | 287.458       | 330.577   | 416.797   | 429.301         |                                                                                                        |
| <b>Balance :</b>                                          |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Arbejdsdriftskapital                                      |                     | 579.959       | 637.955   | 657.093   | 676.806         | Nettoomsætning(t+1)*ADK-OH(1/AOH)                                                                      |
| Anlægskapital                                             |                     | 3.286.434     | 3.615.077 | 3.723.530 | 3.835.236       | Nettoomsætning(t+1)*AK-OH (1/AOH)                                                                      |
| NDA i alt                                                 | 2.918.096           | 3.866.393     | 4.253.032 | 4.380.623 | 4.512.042       | Sum eller NDA=salg*AOH (1/AOH)                                                                         |
| Ændring i NDA                                             |                     | 948.297       | 386.639   | 127.591   | 131.419         |                                                                                                        |
| Vækst i NDA                                               |                     | 32,5%         | 10,0%     | 3,0%      | 3,0%            | Procentvis vækst                                                                                       |
| Gns. NDA                                                  |                     | 3.392.244     | 4.059.713 | 4.316.828 | 4.446.333       |                                                                                                        |
| <b>Pengestrømsopgørelse :</b>                             |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| DO                                                        |                     | 287.458       | 330.577   | 416.797   | 429.301         |                                                                                                        |
| Ændring i NDA                                             |                     | 948.297       | 386.639   | 127.591   | 131.419         |                                                                                                        |
| FCF (C-I)                                                 |                     | (660.839)     | (56.063)  | 289.206   | 297.882         |                                                                                                        |
| ROIC                                                      |                     | 8,5%          | 8,1%      | 9,7%      | 9,7%            | DO/Gns. NDA                                                                                            |
| Vækst g i terminalperioden                                |                     |               |           |           | 3%              |                                                                                                        |
| <b>DCF - modellen :</b>                                   | Indeværende periode | Budgetperiode |           |           | Terminalperiode |                                                                                                        |
| FCFF                                                      | 0                   | 1             | 2         | 3         |                 |                                                                                                        |
| PV af FCFF                                                |                     | (660.839)     | (56.063)  | 289.206   | 297.882         |                                                                                                        |
| Samlet PV af budgetperioden                               | (430.100)           | (605.491)     | (47.065)  | 222.456   |                 |                                                                                                        |
| Terminalværdi                                             |                     |               |           |           | 4.850.714       |                                                                                                        |
| KV af terminalværdi                                       | 3.731.143           |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Virksomhedens værdi (værdi af NDA)                        | 3.301.043           |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Bogført værdi af NFF                                      | 1.538.556           |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Værdi af egenkapital                                      | 1.762.487           |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| <b>WACC :</b>                                             |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Selskabsspecifik risikotillæg på gæld (Rs)                | 0,0300              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Skatteprocenten                                           | 0,2500              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Risikofri rente (rf)                                      | 0,0446              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| FK's afkastkrav efter skat: $K_g = (R_f + R_s) * (1 - t)$ | 0,0560              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Afkast på markedsportefølje (Rm)                          | 0,0846              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Beta                                                      | 2,5000              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| EK's afkastkrav: $K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$  | 0,1446              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| EK-andel                                                  | 0,4000              |               |           |           |                 | Obs! EK skal opgøres i markedsværdier (aktier*kurs)                                                    |
| WAAC =                                                    | 0,091410            |               |           |           |                 | Obs! FK skal principielt opgøres i markedsværdier (PV(CF)), men ofte opgøres den blot til bogførtværdi |

## BILAG 13

## Worst case scenario

| Budgetforudsætninger :                        | Indeværende periode | Budgetperiode |           |           | Terminalperiode |                                       |
|-----------------------------------------------|---------------------|---------------|-----------|-----------|-----------------|---------------------------------------|
| Salg :                                        | 2007                | 2008          | 2009      | 2010      | 2011 og frem    |                                       |
| Omsætningsvækst                               |                     | 5,0%          | 4,0%      | 3,0%      | 0,0%            | Vækstforventninger (budget)           |
| <b>Omsætningshastigheder - (1/AOH):</b>       |                     |               |           |           |                 |                                       |
| Arbejdsdriftskapital                          |                     | 0,18          | 0,18      | 0,18      | 0,18            | Budget                                |
| Anlægskapital                                 |                     | 1,02          | 1,02      | 1,02      | 1,02            | Budget                                |
| 1/AOH                                         |                     | 1,20          | 1,20      | 1,20      | 1,20            |                                       |
| <b>OG salg</b>                                |                     | 2,0%          | 2,0%      | 2,0%      | 2,0%            | Budget - Principielt Core OG fra salg |
| <b>Skattesats</b>                             |                     | 25%           | 25%       | 25%       | 25%             | Budget                                |
| <b>Proformaopgørelser :</b>                   |                     |               |           |           |                 |                                       |
| <b>Resultatopgørelse :</b>                    |                     |               |           |           |                 |                                       |
| Nettoomsætning                                | 4.310.360           | 4.525.878     | 4.706.913 | 4.848.121 | 4.848.121       | 4.848.121                             |
| Driftomkostninger                             |                     | 4.435.360     | 4.612.775 | 4.751.158 | 4.751.158       | Nettoomsætning*(1-OG)                 |
| DO fra salg                                   |                     | 90.518        | 94.138    | 96.962    | 96.962          | Principielt DO fra salg               |
| Skat                                          |                     | 22.629        | 23.535    | 24.241    | 24.241          | DO*skattesats                         |
| DO fra salg efter skat                        |                     | 67.888        | 70.604    | 72.722    | 72.722          |                                       |
| Anden driftsoverskud                          |                     | -16.293       | -16.945   | -17.453   | -17.453         |                                       |
| Usædvanlige poster                            |                     | 0             | 0         | 0         | 0               | Budget - sat til 0                    |
| DO fra andre poster                           |                     | -16.293       | -16.945   | -17.453   | -17.453         |                                       |
| Skat fra andre poster                         |                     | -4.073        | -4.236    | -4.363    | -4.363          | Budget -                              |
| DO fra andre poster efter skat                |                     | -12.220       | -12.709   | -13.090   | -13.090         |                                       |
| DO i alt                                      |                     | 55.668        | 57.895    | 59.632    | 59.632          |                                       |
| <b>Balance :</b>                              |                     |               |           |           |                 |                                       |
| Arbejdsdriftskapital                          |                     | 847.244       | 872.662   | 872.662   | 872.662         | Nettoomsætning(t+1)*ADK-OH(1/AOH)     |
| Anlægskapital                                 |                     | 4.801.051     | 4.945.083 | 4.945.083 | 4.945.083       | Nettoomsætning(t+1)*AK-OH (1/AOH)     |
| NDA i alt                                     | 2.918.096           | 5.648.296     | 5.817.745 | 5.817.745 | 5.817.745       | Sum eller NDA=salg*AOH (1/AOH)        |
| Ændring i NDA                                 |                     | 2.730.200     | 169.449   | -         | -               |                                       |
| Vækst i NDA                                   |                     | 93,6%         | 3,0%      | 0,0%      | 0,0%            | Procentvis vækst                      |
| Gns. NDA                                      |                     | 4.283.196     | 5.733.020 | 5.817.745 | 5.817.745       |                                       |
| <b>Pengestromsopgørelse :</b>                 |                     |               |           |           |                 |                                       |
| DO                                            |                     | 55.668        | 57.895    | 59.632    | 59.632          |                                       |
| Ændring i NDA                                 |                     | 2.730.200     | 169.449   | -         | -               |                                       |
| FCF (C-I)                                     |                     | (2.674.531)   | (111.554) | 59.632    | 59.632          |                                       |
| ROIC                                          |                     | 1,3%          | 1,0%      | 1,0%      | 1,0%            | DO/Gns. NDA                           |
| Vækst g i terminalperioden                    |                     |               |           |           | 0%              |                                       |
| <b>FCFF - modellen :</b>                      | Indeværende periode | Budgetperiode |           |           | Terminalperiode |                                       |
| FCFF                                          | 0                   | 1             | 2         | 3         |                 |                                       |
| PV af FCFF                                    |                     | (2.674.531)   | (111.554) | 59.632    | 59.632          |                                       |
| Samlet PV af budgetperioden                   | (2.396.640)         | (2.350.947)   | (86.194)  | 40.501    |                 |                                       |
| Terminalværdi                                 |                     |               |           |           | 433.245         |                                       |
| KV af terminalværdi                           | 294.252             |               |           |           |                 |                                       |
| Virksomhedens værdi (værdi af NDA)            | (2.102.388)         |               |           |           |                 |                                       |
| Bogført værdi af NFF                          | 1.538.556           |               |           |           |                 |                                       |
| Værdi af egenkapital                          | (3.640.944)         |               |           |           |                 |                                       |
| <b>WACC :</b>                                 |                     |               |           |           |                 |                                       |
| Selskabsspecifik risikotillæg på gæld (Rs)    | 0,0450              |               |           |           |                 |                                       |
| Skatteprocenten                               | 0,2500              |               |           |           |                 |                                       |
| Risikofri rente (rf)                          | 0,0446              |               |           |           |                 |                                       |
| FK's afkastkrav efter skat Kg = (Rf+Rs)*(1-t) | 0,0672              |               |           |           |                 |                                       |
| Afkast på markedsportefølje (Rm)              | 0,0846              |               |           |           |                 |                                       |
| Beta                                          | 3,5000              |               |           |           |                 |                                       |
| EK's afkastkrav: Ke=Rf+Beta*(Rm-Rf)           | 0,1846              |               |           |           |                 |                                       |
| EK-andel                                      | 0,6000              |               |           |           |                 |                                       |
| WACC =                                        | 0,137640            |               |           |           |                 |                                       |

Obs! EK skal opgøres i markedsværdier (aktier\*kurs)

Obs! FK skal principielt opgøres i markedsværdier (PV(CF)), men ofte opgøres den blot til bogførtværdi

## BILAG 14

## Best case scenario

| Budgetforudsætninger :                                    | Indeværende periode | Budgetperiode |           |           | Terminalperiode |                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------------|---------------------|---------------|-----------|-----------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Salg :                                                    | 2007                | 2008          | 2009      | 2010      | 2011 og frem    |                                                                                                        |
| Omsætningsvækst                                           |                     | 35,0%         | 20,0%     | 15,0%     | 4,0%            | Vækstforventninger (budget)                                                                            |
| Omsætningshastigheder - (1/AOH):                          |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Arbejdsdriftskapital                                      |                     | 0,05          | 0,05      | 0,05      | 0,05            | Budget                                                                                                 |
| Anlægskapital                                             |                     | 0,25          | 0,25      | 0,25      | 0,25            | Budget                                                                                                 |
| 1/AOH                                                     |                     | 0,30          | 0,30      | 0,30      | 0,30            |                                                                                                        |
| OG salg                                                   |                     | 11,0%         | 11,0%     | 11,0%     | 11,0%           | Budget - Principielt Core OG fra salg                                                                  |
| Skattesats                                                |                     | 25%           | 25%       | 25%       | 25%             | Budget                                                                                                 |
| Proformaopgørelser :                                      |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Resultatopgørelse :                                       |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Nettoomsætning                                            | 4.310.360           | 5.818.986     | 6.982.783 | 8.030.201 | 8.351.409       | 8.685.465                                                                                              |
| Driftomkostninger                                         |                     | 5.178.898     | 6.214.677 | 7.146.879 | 7.432.754       |                                                                                                        |
| DO fra salg                                               |                     | 640.088       | 768.106   | 883.322   | 918.655         | Nettoomsætning*(1-OG)                                                                                  |
| Skat                                                      |                     | 160.022       | 192.027   | 220.831   | 229.664         | Principielt DO fra salg                                                                                |
| DO fra salg efter skat                                    |                     | 480.066       | 576.080   | 662.492   | 688.991         | DO*skattesats                                                                                          |
| Anden driftsoverskud                                      |                     | 2.328         | 2.793     | 3.212     | 3.341           |                                                                                                        |
| Usædvanlige poster                                        |                     | 0             | 0         | 0         | 0               | Budget - sat til 0                                                                                     |
| DO fra andre poster                                       |                     | 2.328         | 2.793     | 3.212     | 3.341           |                                                                                                        |
| Skat fra andre poster                                     |                     | 582           | 696       | 803       | 835             | Budget -                                                                                               |
| DO fra andre poster efter skat                            |                     | 1.746         | 2.095     | 2.409     | 2.505           |                                                                                                        |
| DO i alt                                                  |                     | 481.812       | 578.174   | 664.901   | 691.497         |                                                                                                        |
| Balance :                                                 |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Arbejdsdriftskapital                                      |                     | 314.225       | 361.359   | 375.813   | 390.846         | Nettoomsætning(t+1)*ADK-OH(1/AOH)                                                                      |
| Anlægskapital                                             |                     | 1.745.696     | 2.007.550 | 2.087.952 | 2.171.366       | Nettoomsætning(t+1)*AK-OH (1/AOH)                                                                      |
| NDA i alt                                                 | 2.918.096           | 2.059.921     | 2.368.909 | 2.463.666 | 2.562.212       | Sum eller NDA=salg*AOH (1/AOH)                                                                         |
| Ændring i NDA                                             |                     | (858.175)     | 308.988   | 94.756    | 98.547          |                                                                                                        |
| Vækst i NDA                                               |                     | -29,4%        | 15,0%     | 4,0%      | 4,0%            | Procentvis vækst                                                                                       |
| Gns. NDA                                                  |                     | 2.489.009     | 2.214.415 | 2.416.287 | 2.512.939       |                                                                                                        |
| Pengestrømsopgørelse :                                    |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| DO                                                        |                     | 481.812       | 578.174   | 664.901   | 691.497         |                                                                                                        |
| Ændring i NDA                                             |                     | (858.175)     | 308.988   | 94.756    | 98.547          |                                                                                                        |
| FCF (C-I)                                                 |                     | 1.339.987     | 269.186   | 570.144   | 592.950         |                                                                                                        |
| ROIC                                                      |                     | 19,4%         | 26,1%     | 27,5%     | 27,5%           | DO/Gns. NDA                                                                                            |
| Vækst g i terminalperioden                                |                     |               |           |           | 4%              |                                                                                                        |
| FCFF - modellen :                                         | Indeværende periode | Budgetperiode |           |           | Terminalperiode |                                                                                                        |
|                                                           | 0                   | 1             | 2         | 3         |                 |                                                                                                        |
| FCFF                                                      |                     | 1.339.987     | 269.186   | 570.144   | 592.950         |                                                                                                        |
| PV af FCFF                                                |                     | 1.266.325     | 240.404   | 481.192   |                 |                                                                                                        |
| Samlet PV af budgetperioden                               | 1.987.921           |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Terminalværdi                                             |                     |               |           |           | 32.633.463      |                                                                                                        |
| KV af terminalværdi                                       | 27.542.086          |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Virksomhedens værdi (værdi af NDA)                        | 29.530.007          |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Bogført værdi af NFF                                      | 1.538.556           |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Værdi af egenkapital                                      | 27.991.451          |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| WACC :                                                    |                     |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Selskabsspecifik risikotillæg på gæld (Rs)                | 0,0150              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Skatteprocenten                                           | 0,2500              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Risikofri rente (rf)                                      | 0,0446              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| FK's afkastkrav efter skat: $K_g = (R_f + R_s) * (1 - t)$ | 0,0447              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Afkast på markedsportefølje (Rm)                          | 0,0746              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| Beta                                                      | 1,5000              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| EK's afkastkrav: $K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$  | 0,0896              |               |           |           |                 |                                                                                                        |
| EK-andel                                                  | 0,3000              |               |           |           |                 | Obs! EK skal opgøres i markedsværdier (aktier*kurs)                                                    |
| WACC =                                                    | 0,058170            |               |           |           |                 | Obs! FK skal principielt opgøres i markedsværdier (PV(CF)), men ofte opgøres den blot til bogførtværdi |