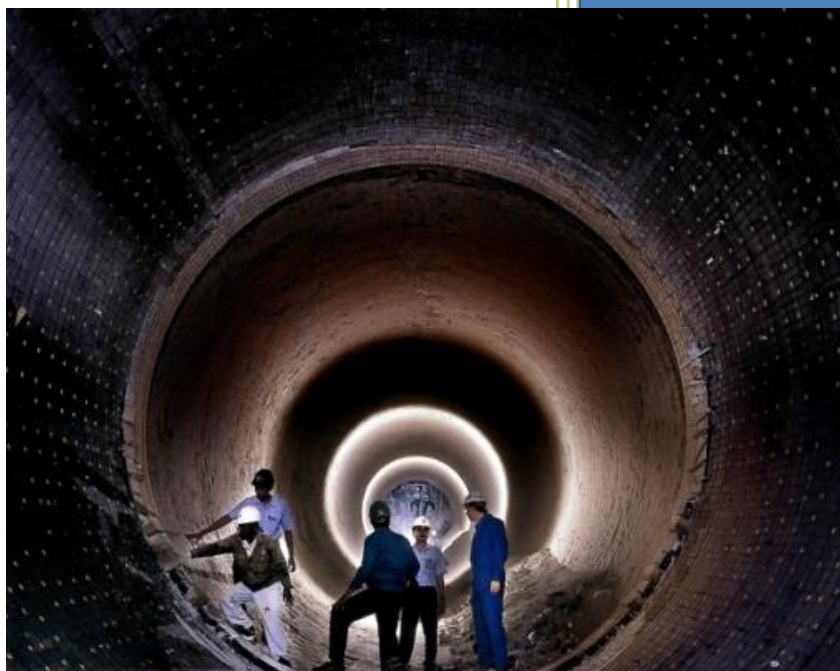


- En værdiansættelse. Baseret på en strategisk regnskabsanalyse af FLSmidth



Vejleder:

Henning Skov Jensen

Ord: 26.725 Tegn: 181.966 (155.746) Sider: 80

Adam Chr. M. Malling – Cand. merc. FIR,
Institut for finansiering
Kandidatafhandling , CBS – Juni 2013

Executive summary

The purpose of this master thesis is to determine the theoretical share price of FLSmidth & Co A/S. FLSmidth is a supplier of equipment and services to the global minerals and cement industries. FLSmidth supplies everything from single machine units to complete minerals and cement plants including associated services.

The state of the market have been full of turmoil from the aftermath of the financial crisis – As FLSmidth operates globally they are dependent of the economic development. Following the financial crisis, FLSmidth stands at a crossroad.

In 2012, FLSmidth launched a new global growth strategy and a new company structure. It is the ambition to become the preferred full-service supply solution to the following six industries: copper, gold, coal, iron ore, fertilizers and cement. As a consequence of the new strategy, FLSmidth expanded its structure from two to four divisions: Cement, Customer Services, Material Handling & Mineral Processing.

The thesis will take the reader through the history of FLSmidth to its present state and its future opportunities. Through strategic and financial analysis will the valuation of the company be obtained.

The theoretical framework used for the strategic analysis of FLSmidth includes: PEST analysis, Porter's five forces and a value chain analysis – all summarized in a SWOT analysis. Furthermore there is a peer group analysis which includes a beta analysis together with a Sharpe analysis.

Following the strategic analysis is an in-depth financial analysis of historic figures. Based on the strategic and financial analysis a forecast of the future financial performance is made. Based on the forecast, the valuation of FLSmidth is conducted using a DCF-valuationmodel.

The valuation of FLSmidth based on the DCF-model is estimated to 23.269.274.639 DKK. on March 1st 2013, which equals a share price of 452,4 DKK. The estimated value is about 18 % above the current share price (March 1st) of 384,9 DKK.

The FLSmidth stock is very volatile and the recommendation is to see FLSmidth as a long term investment.

Indholdsfortegnelse

1	Indledning	5
1.1	Problemformulering	6
1.2	Metode	7
1.3	Struktur	8
1.4	Valg af Modeller	9
1.4.1	PEST	10
1.4.2	Porters five forces.....	10
1.4.3	Værdikæden	10
1.4.4	SWOT	10
1.4.5	DuPont modellen.....	10
1.4.6	Værdiansættelsesmodeller	11
1.4.7	DCF – Den tilbagediskonterede cash flow model.....	11
1.4.8	Multipler	11
1.4.9	Kildekritik.....	12
1.5	Afgrænsning.....	12
2	Præsentation af Virksomheden	13
2.1	FLSmidths historie	13
2.2	Organisation og struktur.....	15
2.2.1	Ledelse.....	17
2.2.2	Ejerforhold.....	17
2.3	Strategi og Vision.....	18
2.4	FLSmidth & Cement.....	19
2.5	FLSmidth & Mineraler.....	21
2.6	Udvikling 2012	23
2.6.1	Finansielle forhold	23
2.6.2	FLSmidth-aktiens udvikling.....	24
3	Strategisk Analyse.....	24
3.1	PEST – Politisk, økonomisk, sociologisk, teknologisk	25
3.1.1	De politiske forhold	25
3.1.2	De økonomiske faktorer	26
3.1.3	De socio-kulturelle faktorer.....	29

3.1.4	De teknologiske faktorer	30
3.2	Porters five forces.....	32
3.2.1	Kundernes forhandlingsmagt	32
3.2.2	Leverandørernes forhandlingsmagt	34
3.2.3	Truslen fra substitutter.....	35
3.2.4	Truslen fra nye konkurrenter (Adgangsbarriere)	36
3.2.5	Rivalisering i industrien	38
3.3	Værdikædeanalyse	39
3.3.1	Primære aktiviteter	39
3.3.2	Sekundære aktiviteter	42
3.4	Konkurrenter	43
3.4.1	Konkurrenter - Cement.....	43
3.4.2	Konkurrenter – mineraler.....	45
3.5	Aktieanalyse.....	46
3.5.1	Sharpe analyse.....	47
3.6	SWOT og delkonklusion.....	49
4	Regnskabsanalyse	49
4.1	Anvendt Regnskabspraksis og regnskabskvalitet	50
4.2	Reformulering.....	50
4.2.1	Resultatopgørelsen.....	50
4.2.2	Analytisk balance af driften	52
4.2.3	Analytisk Balance af finansiering	55
4.3	Rentabilitetsanalyse	56
4.3.1	Afkastningsgrad (ROIC).....	56
4.3.2	Merafkast (EVA).....	57
4.3.3	Dekomponering af afkastningsgraden	58
4.3.4	Dekomponering af overskudsgraden	59
4.4	Trendanalyse	60
4.5	Common-size-analyse.....	61
4.6	Opsummering på regnskabsanalysen.....	61
5	Budgettering.....	62
5.1	Budgetforudsætninger	62
5.1.1	Konjunkturfølsomhed.....	62

5.1.2	Vækst i FLSmidths industrier	63
5.1.3	Generelle udfordringer	63
5.2	Budgettering af resultatopgørelsen	63
5.2.1	Budgettering af omsætningen	63
5.2.2	Budgettering af produktionsomkostninger, samt salgs-, dist.- og adm. omk	66
5.2.3	Budgettering af af- og nedskrivninger	67
5.2.4	Budgettering af skat og beregning af NOPAT	67
5.2.5	Budgettering af finansielle poster og beregning af årets resultat	67
5.3	Budgettering af balancen	68
5.3.1	Drift – balancen	68
5.3.2	Finansiering – balancen	69
5.4	Opsummering af budget	70
6	Værdiansættelse	70
6.1	Anvendte værdiansættelsesmodeller	70
6.1.1	DCF-modellen	70
6.2	Værdiansættelse med DCF-modellen	75
6.3	Følsomhedsanalyse	76
6.4	Multipler	77
7	Konklusion	79
8	Litteraturliste:	81
8.1.1	Bøger:	81
8.1.2	Videnskabelige artikler:	81
8.1.3	Avis artikler:	81
8.1.4	Rapporter:	81
8.1.5	Årsrapporter og andet investor relations	82
8.1.6	Årsrapporter fra konkurrenter	82
8.1.7	Hjemmesider:	82
8.1.8	Databaser:	82
9	Figuroversigt	82
10	Bilagsoversigt	84
11	Bilag	85

1 Indledning

Når man skal træffe en beslutning om, hvorvidt man skal købe en virksomhed eller ej – eller til hvilken pris man skal sælge sin virksomhed til, er det vigtigt at have en klar ide om virksomhedens værdi. Hvis man ikke har en ide om værdien af virksomheden, kan man ikke forholde sig til en given handelspris.

Derfor er en værdiansættelse af virksomheden et værdifuldt redskab til at skabe de rette forudsætninger for køb eller salg eller blot køb eller salg af en del af en virksomhed i form af en aktie eller et andet værdipapir.

Fra et analytisk synspunkt foretages der i praksis værdiansættelser, således at det kan vurderes hvorvidt den enkelte akties anbefaling skal være køb, sælg eller behold.

Der findes mange metoder til at foretage en værdiansættelse – nogle er mere grundige, andre er lettere og mere tilgængelige, og igen er der andre metoder, som er mere logiske. Der er teoretiske metoder, og der er praktiske metoder.

Når der findes så mange metoder og modeller, hvilken eller hvilke modeller skal så vælges? Der er ikke nogen udbredt konsensus omkring hvilken værdiansættelsesmodel, der er den bedste eller mest præcise.

For at gøre afhandlingen så autentisk som muligt, er de mest anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis også de modeller, som vil blive anvendt i afhandlingen. Det drejer sig om den kapitalbaserede værdiansættelsesmodel – DCF, og som kontrol vil der blive brugt relative værdiansættelsesmodeller i form af multipler.

FLSmidth & Co. er valgt som casen, og det er målsætningen at få et indgående blik i virksomheden, der er FLSmidth & Co.. På den baggrund laves en fundamentalanalyse, der kan værdiansætte virksomheden og dermed også dens aktie.

I Danmark er FLSmidth lig med cement, men FLSmidth har ændret strategi, og en af Danmarks store industrielle virksomheder har fået nye fokusområder. FLSmidth har lagt konglomeratperioden bag sig, og siden Jørgen Huno Rasmussen kom til i 2004 er FLSmidth blevet moderniseret og begyndt at fokusere på deres kernekompetencer og deres kerneindustrier. FLSmidth har nu seks fokusindustrier; kobber, guld, kul, jernmalm, gødningsminerale og cement.

FLSmidth er en af Danmarks største globale industrielle virksomheder. FLSmidth er forbundet med traditioner og gammel industri – cement har trods alt ikke ændret sig meget de sidste 1000 år. Alligevel er FLSmidth en af de danske virksomheder, som opererer i fremtidens markeder – med stor aktivitet i BRIC-lande, EMEs og udviklingslande er FLSmidth også eksponeret til den globale økonomiske situation.

Der er sket meget de sidste 10 år hos FLSmidth, og der vil ske endnu mere i fremtiden, hvorfor det er en interessant og spændende virksomhed at analysere og værdiansætte.

1.1 Problemformulering

Formålet med afhandlingen er at give en potentiel investor et dybere indblik i FLSmidth og dermed et bedre beslutningsgrundlag for et eventuelt køb eller salg af FLSmidths aktier. Afhandlingens hovedspørgsmål er derfor:

- Hvad er den teoretiske værdiansættelse af FLSmidths aktie, og er aktien over- eller undervurderet i forhold til virksomhedens strategiske og økonomiske potentiale?

For at kunne besvare dette, er det nødvendigt at forstå FLSmidth bedre. Derfor vil besvarelsen ske gennem en fundamentalanalyse. Fundamentalanalysen deles op i fem faser.

En systematisk informationsindsamling, hvor data om FLSmidth og dens markeder bliver undersøgt. Herefter følger fase 2, en strategisk analyse.

Den strategiske analyse skal give en detaljeret forståelse for hvilke forhold på henholdsvis mikro- og makroniveau, der påvirker værdien af FLSmidth. Her skal der undersøges hvilke faktorer, der eksternt både på samfundsniveau og på brancheniveau, har indflydelse på FLSmidth. Derudover foretages der en intern analyse af FLSmidth for at få et større indblik i virksomheden. Det gælder for denne del af fasen om at finde frem til de ikke-finansielle værdidrivere, der forventes at have størst indflydelse på den fremtidige værdi af FLSmidth.

Fase 3 består af regnskabsanalysen, hvis formål er at afdække de finansielle værdidrivere, som danner grundlag for den historiske værdiskabelse i FLSmidth. Her reformuleres FLSmidths årsregnskaber for at give det mest retvisende billede af den økonomiske udvikling. Dernæst skal der undersøges, hvordan den historiske rentabilitet har udviklet sig i FLSmidth.

På baggrund af regnskabsanalysen, samt den strategiske analyse vil der i fase 4 blive foretaget en budgettering. Denne fase vil opstille fremtidige budgetterede årsregnskaber. Den sidste 5. fase i fundamentalanalysen er selve værdiansættelsen. Her vil der gennem to forskellige værdiansættelsesmetoder, med hjælp fra de budgetterede regnskaber, blive værdisat en teoretisk pris på FLSmidths aktie og dermed også en værdi for hele virksomheden.

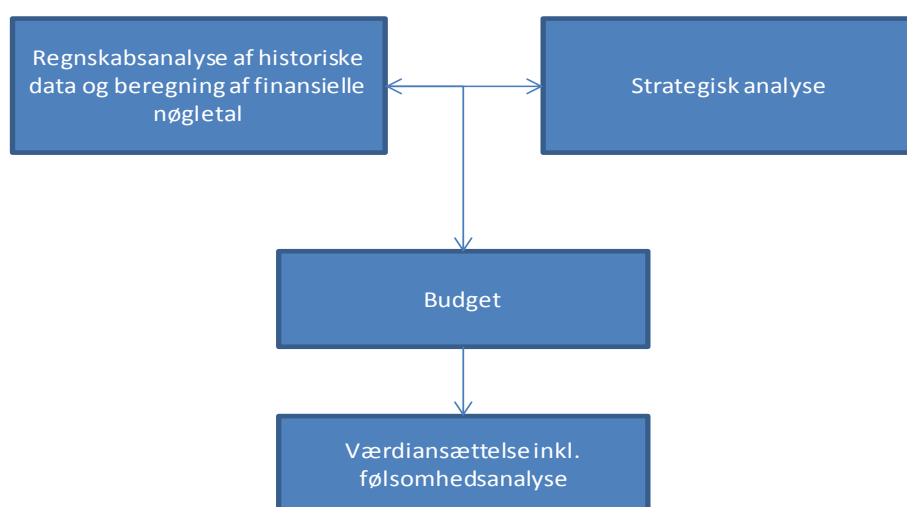
For at tage højde for usikre elementer vil værdiansættelsen blive suppleret med en følsomhedsanalyse, der kan vise konsekvenserne for værdiestimatet ved ændringer i væsentlige forudsætninger.

1.2 Metode

Afhandlingen vil tage afsæt i problemformuleringen. Besvarelsen vil ske med relevant teori og empiri, der vil blive præsenteret og analyseret, fortolket og anvendt til at belyse de problemstillinger, der er opstillet.

Afhandlingen er som nævnt bygget op som en fundamentalanalyse. Fundamentalanalysen vil indeholde alle væsentlige faktorer omkring virksomheden og dens omgivelser, herunder strategiske og økonomiske forhold. Disse vil blive undersøgt gennem en strategisk analyse, samt en regnskabsanalyse. Sammen vil de danne grundlag for budgetteringen og den efterfølgende værdiansættelse af FLSmidt.

Figur 1.1: Elementer i en værdiansættelse af virksomheder



Kilde: Petersen & Plenborg (2004), Værdiansættelse af virksomheder

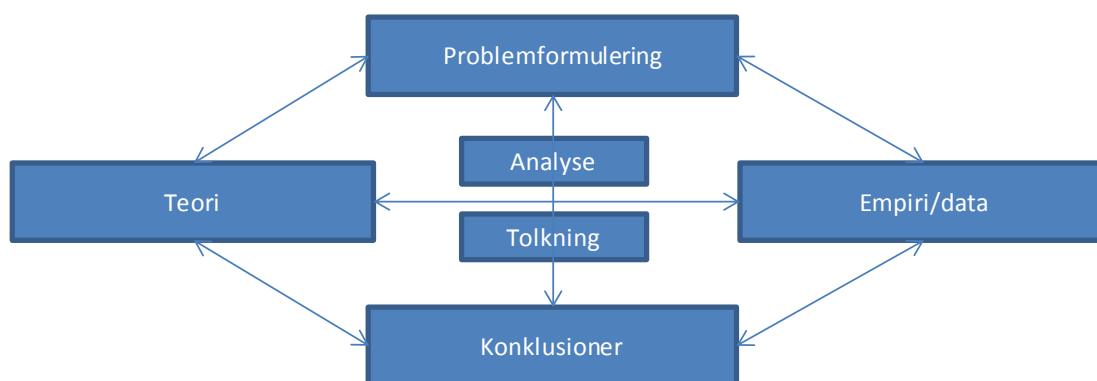
Som det illustreres i figuren ovenfor, er den strategiske analyse og regnskabsanalysen gensidigt afhængige. En vurdering af den historiske rentabilitet, risiko, mv. skal ses i lyset af den valgte strategi. På samme måde vil den strategiske analyse kun vise sit værd i det omfang analysens resultater inddrages i input til budgetteringen¹.

Derudover vil afhandlingen følge de givne retningslinjer for formalia, indhold og struktur som er opsat i cand. merc. FIR studiets specialevejledning.

Afhandlingens vidensproduktion vil bestå af fire grundlæggende elementer, problemformulering, teori, empiri og konklusion. Disse fire elementer vil så blive koblet sammen gennem en analyse og en tolkning på kryds og tværs af elementerne. Se figur 1.2 nedenfor.

¹ Petersen & Plenborg (2004), 'Værdiansættelse af virksomheder – En kort gennemgang af de gængse modeller til

Figur 1.2: Afhandlingens vidensproduktion



Kilde: Andersen, Ib (2003), Den skinbarlige virkelighed

1.3 Struktur

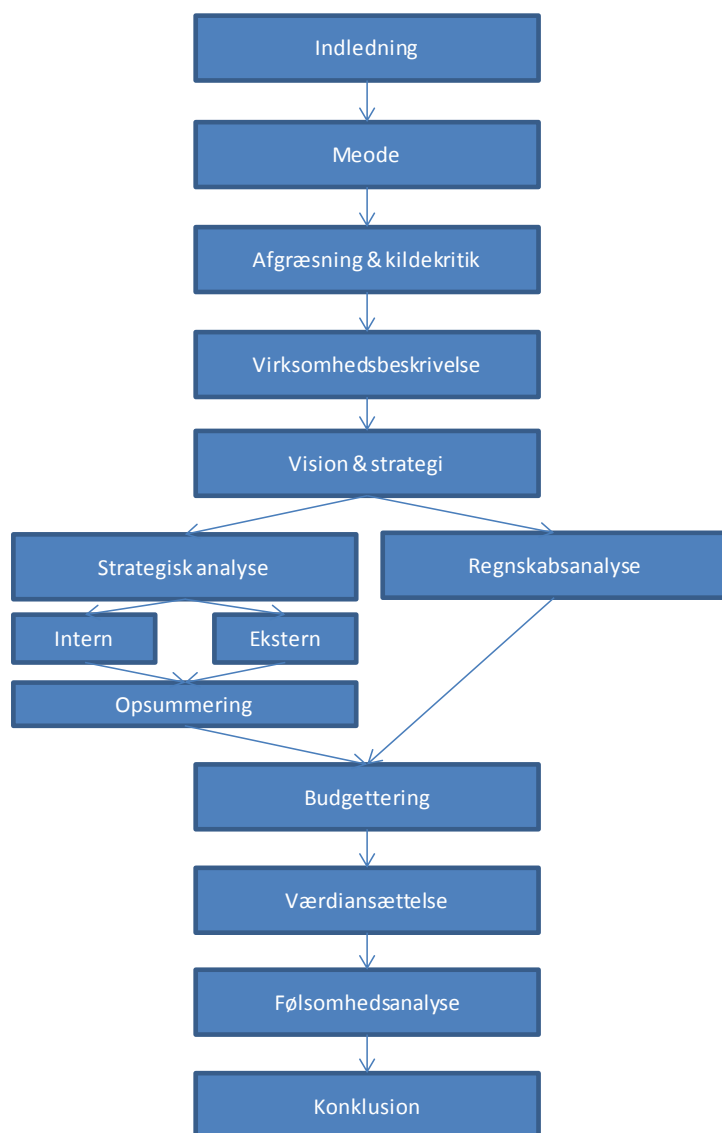
Som det allerede er nævnt vil afhandlingen blive bygget op omkring en fundamentalanalyse af FLSmidt. Efter det indledende kapital vil der følge en virksomhedsbeskrivelse, hvor FLSmidt's historie, ejerforhold, organisation og ledelse vil blive gennemgået. Derudover vil deres markeder, produkter og økonomi, samt deres strategi og vision også blive behandlet.

Afhandlingens 3. kapitel består af den strategiske analyse af FLSmidt. Analysen bruges til at belyse de ikke-finansielle value drivers, der har indflydelse på værdiansættelsen af FLSmidt. Den strategiske analyse vil finde sted på tre niveauer; samfunds niveau, brancheniveau og virksomhedsniveau. Det vil ske ved hjælp af PEST-modellen, Porters five forces og en værdikædeanalyse. Den strategiske analyse opsummeres i en SWOT-model sidst i kapitlet.

Den strategiske analyse efterfølges af regnskabsanalysen, der har til formål at belyse de finansielle valuedrivers for FLSmidt. Her vil der blive foretaget en reformulering i det omfang, hvor det er nødvendigt for at sikre sammenlignelige regnskabstal. Regnskabsanalysen anvendes til at vurdere den historiske rentabilitet. Perioden for analysen er på 5 år. Det er vurderet, at perioden omfatter FLSmidt's konjunkturfølsomhed, som anses for at være midt-sent cyklisk². På den måde kan man undgå, at budgetteringen er baseret på toppen eller bunden af FLSmidt's cyklus.

² Det tager ca. 2 år for FLSmidt at opsætte en cement fabrik eller mine. Hertil kommer at FLSmidt i stadig større grad henter omsætningen i deres service afdeling som ikke har samme konjunkturfølsomhed eller er cyklisk.

Figur 3: Afhandlingens struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Efter regnskabsanalysen følger budgetteringen. Budgettet dannes på basis af den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Perioden bliver sat til 5 år, samt et budget for terminalperioden. Budgetteringen vil inkludere resultatopgørelse, balance og det frie cash flow. I forbindelse med budgettet vil virksomhedens kapitalomkostninger blive fastlagt.

På baggrund af budgetteringen og de foregående analyser foretages værdiansættelsen af FLSmidt. Værdiansættelsen sker ved hjælp af den tilbagediskonterede cash-flow model (DCF) og ved hjælp af multipler (også kaldet relative værdiansættelse).

Værdiansættelsen vil blive fulgt op af en følsomhedsanalyse. Følsomhedsanalysen vil vise konsekvenserne for værdiestimatet ved ændringer i de væsentligste forudsætninger.

1.4 Valg af Modeller

For at løse de opstillede problemstillinger i problemformuleringen bruges en række strategiske og økonomiske modeller til at

analysere datagrundlaget. Det er afgørende for analysen, at der udføres en grundig og relevant dataindsamling.

Den strategiske analyse foregår på tre niveauer; samfundsniveau, brancheniveau og virksomhedsniveau. Der er mange modeller, der undersøger netop disse niveauer; valget af model er afgørende i det omfang at de tillader den nødvendige information at komme frem. Det væsentlige er således at de faktorer, der kan få afgørende indflydelse på FLSmidt's fremtidige indtjening, bliver belyst³. Nedenfor gives en kort gennemgang af de valgte modeller.

³ Petersen & Plenborg (2004)

1.4.1 PEST

PEST modellen anvendes til analyse af de makroøkonomiske faktorer, der har betydning for FLSmidt. PEST analysen tager udgangspunkt i fire områder: Politisk, økonomisk, sociologisk og teknologisk. PEST analysen bruges til at kortlægge de forhold, der omringer og påvirker cement- og mineralindustrien. Modellen vil blive anvendt i det omfang, det er relevant i forhold til en analyse af FLSmidt. Forhold, der ikke anses for at have betydning, vil ikke blive belyst. Modellen vil blive brugt til at fremhæve de afgørende faktorer, der kan påvirke FLSmidt, samt skabe et overblik af den eksterne situation.

1.4.2 Porters five forces

Porters five forces er den altovervejende model, der benyttes til at analysere brancheniveauet⁴. Porters five forces opstiller fem parametre til at måle konkurrenceintensiteten og branchens profitabilitet, og dermed hvor attraktiv den er. De fem parametre, der analyseres er: Kundernes forhandlingsmagt, leverandørenes forhandlingsmagt, substituerede produkter, adgangsbarrierer, samt rivalisering mellem aktører i branchen.

Modellen har fået kritik for at være for statisk, og at den ikke er fremadrettet i sin analyse. I afhandlingen vil der blive taget højde for dette. Modellen er stadig et af de mest anvendte redskaber til at få indsigt i en branche og en hyppigt anvendt model i forbindelse med forberedelse og analyse til en værdiansættelse.

1.4.3 Værdikæden

Værdikædeanalysen er ligesom five forces modellen udviklet af Michael E. Porter, modellen bruges på virksomhedsniveau til at fremhæve virksomhedens styrker og kompetencer. Modellen hjælper med at finde de værdiskabende elementer i virksomheden, og hvor virksomheden skaber sin konkurrencemæssige fordel og dermed værdi. Modellen er udviklet i 1980'erne og er baseret på produktionsvirksomheder, hvorfor den har visse begrænsninger, og der vil kun fokuseres på relevante dele fra modellen. Derudover er modellen blevet kritiseret for at være statisk og manglende et fremtidsperspektiv.

1.4.4 SWOT

Den strategiske analyse vil blive opsummeret i en SWOT analyse. SWOT analysen bruges til at identificere og analysere virksomhedens stærke og svage sider. Analysen dækker både over den interne og eksterne analyse.

1.4.5 DuPont modellen

DuPont modellen eller den udvidede DuPont model stammer fra den amerikanske virksomhed af samme navn, som begyndte at bruge modellen i 1920'erne. DuPont modellen vil blive brugt til at strukturere rentabilitetsanalysen i regnskabsanalysen. DuPont modellen har til formål at analysere den historiske performance i FLSmidt, og sammen med den strategiske analyse danne grundlag for de fremtidige forventninger til FLSmidt.

⁴ Petersen & Plenborg (2004)

1.4.6 Værdiansættelsesmodeller

Der findes en række værdiansættelsesmodeller, og de inddeles typisk i fire grundlæggende kategorier: De kapitalværdibaserede modeller (DCF, EVA, RI, DDM, ECM, etc.), de relative værdiansættelsesmodeller (multipler), substansværdiansættelsesmodeller (likvidation) og realoptionsmodeller⁵. I afhandlingen vil der blive brugt to typer værdiansættelsesmodeller; en kapitalværdibaseret og en relativ værdiansættelsesmodel. Det er langt de mest udbredte typer af værdiansættelsesmodeller. Substansværdiansættelsesmodeller bruges typisk til virksomheder i økonomisk krise, mens realoptionsmodeller bedst bruges til virksomheder med mange optioner, så som biotekvirksomheder.

1.4.7 DCF – Den tilbagediskonterede cash flow model

DCF-modellen er valgt som den kapitalbaserede model. Den er blandt de hyppigst anvendte værdiansættelsesmodeller, blandt andet fordi den er uafhængig af anvendt regnskabspraksis.

DCF-modellen estimerer virksomhedens værdi ved at tilbagediskontere det frie cash flow med kapitalindskydernes vægtede afkastgrad (WACC)⁶. Forudsætningen er, at al overskydende likviditet investeres i projekter, som giver en nutidsværdi på nul.

DCF-modellens resultat og præcision er afhængig af dens input, og baseres på grundigt analysearbejde. Inputtet vil være baseret på den strategiske analyse, samt regnskabsanalysen.

1.4.8 Multipler

Værdiansættelsen ved DCF-modellen vil være den primære kilde til den estimerede værdi af FLSmidth. Værdiansættelse ved multipler eller ved den relative værdiansættelsesmetode skal fungere som et slags sikkerhedstjek til DCF-metoden. Metoden er ligesom DCF-metoden meget udbredt i praksis. Det skyldes at metoden er hurtig og simpel.

Brugen af multipler foregår ved at vurdere, hvorvidt en virksomhed er overvurderet eller undervurderet i forhold til sammenlignelige virksomheder. Metoden foregår over tre stadier: Fastlæggelse af multipel (EV/omsætning, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, P/S, P/B etc.), udvælgelse af sammenlignelige virksomheder og til sidst sammenlignes multiplerne fra de sammenlignelige selskaber med FLSmidths.

I modsætning til DCF-metoden er den relative værdiansættelsesmetode baseret på historiske tal og ikke en fremadrettet analyse.

⁵ Plenborg (2000), 'Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel'

⁶ Det frie cash flow defineres som det cash flow der er til deling mellem långiver og ejere, og skal derfor tilbagediskonteres med et afkastkrav der afspejler begges afkastkrav. Petersen & Plenborg (2004).

1.4.9 Kildekritik

Der vil i afhandlingens forløb blive anvendt en række kilder. Alle artikler, rapporter, medier, analyser og bøger, som anvendes i afhandlingen, er offentlig tilgængelige.

Information og viden omkring FLSmidth er opnået primært gennem FLSmidths egne offentliggjorte rapporter og selskabsmeddelelser, samt hjemmeside.

Udover information omkring FLSmidth er der i afhandlingen brugt relevant faglitteratur til at underbygge de anvendte teorier og modeller, samt brugt markedsrapporter for at søge indsigt i de markeder og industrier som FLSmidth opererer i.

Det er i afhandlingen forsøgt at holde en kritisk linje overfor informationer og oplysninger, der stammer fra kilder, som kunne have motiver til ikke at være helt objektive. Rapporter og andre kilder fra FLSmidth skal behandles med et kritisk syn, ligesom rapporter, hvis analyser har et bestemt formål, skal behandles kritisk. I et forsøg på at reducere subjektiviteten er der i afhandlingen søgt oplysninger gennem en række forskellige kilder, med henblik på at afhandlingen ikke kommer til at fremstå ensporet.

Herudover vil et grundig note og reference system give læseren en mulighed for selv at undersøge kildens validitet.

1.5 Afgrænsning

I værdiansættelsen af FLSmidth er skæringsdatoen for indsamling af finansielle informationer sat til 1. marts 2013. Dermed er FLSmidths årsregnskab for 2012 medtaget i afhandlingen. Med regnskabsanalysen, som er periodesat til 6 år, vil tidshorisonten for afhandlingen derfor være fra 2007 til og med afslutningen af det finansielle år 2012. Finansielle og andre relevante informationer, som er kommet frem efter skæringsdatoen, vil ikke have indflydelse på værdiansættelsen.

Det forventes, at læseren har en grundlæggende økonomisk viden, herunder elementært kendskab til de modeller, der er anvendt i afhandlingen. Modellernes underliggende teori vil derfor ikke blive beskrevet i detaljer, men kun i et omfang hvor det giver et overblik eller synes nødvendigt.

I 2005 gik FLSmidth over til at udarbejde deres regnskaber i overensstemmelse med den internationale standard, IFRS. Der er valgt at se bort fra en detaljeret gennemgang af regnskabspraksis, med undtagelse af hvor det findes nødvendig.

Cembrit, som er et af FLSmidths selskaber, har længe ikke været en del af FLSmidths kerneområder, og gennem en længere periode har det stået klart, at det på et tidspunkt skulle sælges fra. I midten af 2012 annoncerede FLSmidth, at man nu havde startet en salgsproces, og Cembrit skulle behandles som en ophørt aktivitet. Eftersom Cembrit i længere tid ikke har været en del af den primære drift og nu er sat til

salg, vil der ikke tages stilling til Cembrit eller dens rolle. Cembrit har historisk set stået for en 4-7 % af omsætningen.

2 Præsentation af Virksomheden

2.1 FLSmidths historie

FLSmidth & Co. blev grundlagt i 1882 af Verner Frederik Læssøe Smidth. Han startede 'Teknisk bureau' i sin mors lejlighed og med 2000 kr., der blev fordoblet ved en lotterigevinst.

Virksomheden startede som en konsulentforretning, hvor der var fokus på dampmaskiner og møller. Men virksomheden specialiserede sig hurtigt inden for murstens- og fliseindustrien.

De første år var V. Frederik L. Smidth alene om at drive virksomheden, men i 1884-1885 bliver Alexander Foss og Poul Larsen ansat, begge var kendt indenfor industribranchen. Virksomheden vokser herefter hurtigt, og i 1885 skifter virksomheden navn til det vi kender i dag, FLSmidth & Co.

De første skridt ind i cementbranchen blev taget i 1886, da Frederik Smidth udarbejder et projekt til en cementfabrik i blokhus, og i 1887 får virksomheden sin første ordre på en cementfabrik i Limhamn, Sverige. På det tidspunkt blev det meste af det cement, man brugte i Danmark, importeret fra England. Frederik Smith var klar over dette og satte sig for at åbne sin egen cementfabrik i Danmark, eftersom Danmark selv havde de nødvendige råvarer til at producere cement. I 1889 var den nødvendige aktiekapital blevet rejst, og d. 16. oktober 1889 stiftedes aktieselskabet Aalborg Portland-Cement-Fabrik.

Dette betød at FLSmidth herefter skiftede deres fokus fra teglindustrien til cement. Fokus og energi blev lagt på at forbedre cementindustrien med optimering og konstruktion af nye maskiner. De første år blev maskinerne fremstillet af forskellige værksteder og underleverandører, men i 1898 opførte F.L. Smidth deres egen maskinfabrik i Valby.

På det tidspunkt havde FLSmidth åbnet kontorer i London, New York og Paris. De fortsatte deres vækst, og i løbet af en kort periode var FLSmidth blevet til en verdensomspændende forretning.

Da Frederik Smidth dør pludseligt i 1899, overtager Foss og Larsen ledelsen. Foss fortsatte indtil slutningen af 1. verdenskrig, mens Larsen fortsatte som administrerende direktør frem til sin død i 1935. På det tidspunkt er FLSmidth blevet førende leverandør i verden af såvel cement som cementanlæg. Det er blandt andet sket med en række opkøb og en fortsat udvikling af produktpakken.

Med starten af første verdenskrig blev FLSmidths vækst stoppet, og Danmark blev delvist isoleret fra omverdenen. For at fortsætte deres forretningsgrundlag udvidede FLSmidth deres aktiviteter ved at skabe nye produkter og søge over i andre brancher, virksomhedens første diversificering. Efter første verdenskrig

stod FLSmidth strategisk stærkt placeret til at erobre nye markeder, og en række innoverende produkter blev søsat⁷.

De nye maskiner og produkter betød, at FLSmidth i mellemkrigstiden udviklede sig til at være globalt ledende på cement markedet. Samtidig var behovet for cement eksploderet efter man, på en massiv skala, var gået over til at bygge bygninger baseret på nye cement- og betontechnikker. Som følge af den internationale succes udvidede FLSmidth forretningen, og en række datterselskaber blev skabt eller opkøbt. Heriblandt; Unicorn (cement), Dansk Eternit (fibercement) og Faxe Kalk (kalkbrud).

Allerede før anden verdenskrig startede havde FLSmidth sendt de vigtigste papirer til deres kontor i USA. Således kunne arbejdet og udviklingen fortsætte ufortrødent under krigen.

Genopbygningen efter krigen betød en enorm efterspørgsel på virksomhedens produkter, og forretningen voksede videre. I 1957, da FLSmidth kunne fejre 75 års jubilæum, stod virksomheden bag 40 procent af al cement produktion i verdenen. Den positive tendens fortsatte ind i starten af 1960'erne, hvor den internationale konkurrence begyndte at blive intensiveret.

Gennem 1970'erne fortsatte FLSmidth med at brede sig ud til andre brancher. Opførsel af cementfabrikker, produktion af cement og cementrelaterede produkter var dog stadig FLSmidths kerneforretning. Den verdensomspændende økonomiske krise, der var gennem det meste af 1980'erne, påvirkede også FLSmidth og det internationale cement marked med faldende priser, hårdere konkurrence og lavere overskud.

Ved slutningen af 1980'erne havde FLSmidth vokset sig til et fuldblods konglomerat. I 1989 bestod FLSmidth således af 125 virksomheder, og to tredjedele af den samlede omsætning kom fra ikke-kerneaktiviteter. Det blev derfor besluttet at danne et nyt moderselskab, FLS Industries A/S, til at styre gruppens aktiviteter. FLSmidth blev restruktureret, og gruppens aktiviteter blev delt op i 7 sektorer: Ingeniør, byggematerialer, stål, service, emballage, luftfart og internationale investeringer.

I 1990 tager FLSmidth et nyt skridt, da de opkøber det amerikanske mineralselskab Fuller Company, og med det begynder FLSmidths eventyr i Mineralbranchen. Efter opkøbet danner FLSmidth to separate mineraldivisioner, Fuller Minerals til det amerikanske kontinent og FLSmidth Minerals til det europæiske marked.

I løbet af 1990'erne begyndte FLSmidth at tabe mange penge på deres ikke-kerneforretninger. Især FLS Aerospace viser sig at være en dårlig forretning, hvor det samlede tab løber op på omkring 2 mia. kr. frem til 2002. Samtidig blev FLSmidth også ramt negativt af krisen i Asien i 1997. Det ender med, at bestyrelsen i april 2000 afskediger koncernchefen gennem 13 år, Birger Riisager.

⁷ Heriblandt TIRAX møllen, UNAX køleren og SYMETRO gearet.

Det blev klart tidligt i det nye årtusinde, at konglomerat-strategien ikke længere var holdbar. FLSmidth skulle strømlines, ikke-kerne forretninger skulle sælges fra, og der skulle igen være fokus på virksomhedens kerneforretning, som på det tidspunkt var blevet både cement- og mineralindustrien. Fokus blev derfor lagt på at være førende globalt som leverandør af udstyr og service til cement- og mineralindustrien.

Således besluttede man sig i 2001 at lægge cement- og mineraldelen sammen under FLSmidth A/S og i 2004 blev de lagt sammen med moderselskabet FLS Industries A/S. 2004 blev også året, hvor de fik solgt FLS Aerospace fra som en del af den strategiske proces, der gik ud på at fjerne ikke-kerne aktiviteter. I 2005 ændrede FLSmidth navn igen til det nuværende FLSmidth & Co A/S for at signalere deres tilbagevenden til virksomhedens rødder som en ingeniørvirksomhed, der servicerede cement- og mineralindustrierne.

I 2007 opkøber FLSmidth alle mineralaktiviteter i det canadiske selskab Groupe Laperrière & Verreault (GL & V) for 4,8 mia. kr. Opkøbet af GL & V fulgte FLSmidths strategi og opfyldte målsætningen om at gøre mineralaktiviteterne lige så store som cementaktiviteterne i FLSmidth. Med opkøbet af GL & V kan FLSmidth servicere hele værdikæden i kobberindustrien, ligesom de kan i cementindustrien.

For yderligere at forstærke sin internationale tilstedeværelse introducerede FLSmidth i 2009 en ny global branding strategi – "One Company – One Name – One Source". Målet med One Source er at samle FLSmidths aktiviteter under et samlet brand, som kan bruges til al ekstern kommunikation og skabe større opmærksomhed om FLSmidth services og styrke deres position som global leverandør til hele værdikæden i både cement- og mineral industrien. Samtidig blev det FLSmidths vision at blive den førende totalleverandør til cement- og mineralindustrien, hvor målet er at dække hele værdikæden med komplette løsninger, lige fra opførelse af anlæg til vedligeholdelse og daglig ledelse af anlægget.

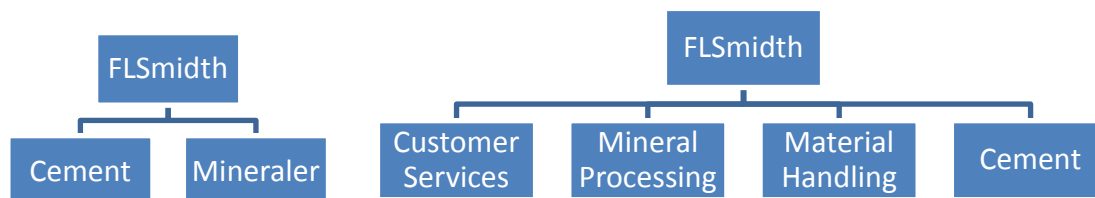
FLSmidth ændrede i 2012 deres koncernstruktur fra at have to divisioner til nu at have fire divisioner, der skal varetage FLSmidths målsætning om at blive markedsførende i seks fokusindustrier: Kul, kobber, guld, jernmalm, gødningsminerale og cement. Senest har FLSmidth i sommeren 2012 opkøbt australske Ludowici, som har styrket deres produktportefølje inden for mineral divisionen og betyder, at de nu kan servicere hele værdikæden indenfor kulindustrien. Derudover var opkøbet af Ludowici med til at styrke deres nye division, Customer Services, som FLSmidth har haft øget fokus på de sidste 7-8 år, og som i dag står for ca. 30 % af omsætningen.

2.2 Organisation og struktur

FLSmidth har gennem det seneste årti gennemgået en markant udvikling. Efter at have været et konglomerat med over 125 datterselskaber har FLSmidth de senere år gennemgået en restrukturerings og skiftet til en strategi, der hviler på to forretningsområder: Cement og Mineraler. I 2010 overhalede mineraldivisionen for første gang cementdivisionen på omsætning. Denne tendens vil fortsætte, og det er forventningen, at den fremtidige vækst primært vil ske indenfor mineraler. Derfor har FLSmidth udarbejdet

en ny koncernstrategi (se mere i afsnittet nedenfor), samt en ny struktur for koncernen med henblik på at optimere og udnytte dette vækstpotentiale.

Figur 2.1: Gammel struktur (til venstre) og ny struktur (til højre)



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af FLSmidth 2012

I 2012 indledte FLSmidth en ny koncernstruktur sammen med en ny strategi. Med den nye struktur, går FLSmidth fra to til fire divisioner. De fire nye divisioner er: **Customer Services** (som udskiller sig fra cement- og mineraldivisionerne og bliver en selvstændig division), **Material Handling**, **Mineral Processing** og **Cement**.

En af de mest markante strukturelle ændringer er, at **Customer Services** er blevet skilt ud fra projektforretningen, cement og mineral. Udskillelsen viser en klar prioritering fra FLSmidths side og udstråler den strategiske vigtighed, væksten inden for Customer Services segmentet er. Customer Services har udviklet sig til at være en strategisk vigtig del af forretningen, der udskiller sig ved ikke at være så konjunkturfølsom og ved at have højere indtjening. Derudover er Customer Service blevet adskilt for at opnå synergier på tværs af koncernen i form af en dedikeret Customer Service division, der kan servicere alle industrier. Customer Services spreder sig over alle industrier og tilbyder blandt andet reservedele, vedligeholdelse og driftskontrakter. 2012 markerede et gennembrud på drifts- og vedligeholdelsesdelen (O&M) inden for cement, idet FLSmidth opnåede kontrakt på at drive og vedligeholde en cementfabrik, som oprindeligt var konstrueret og opført af en konkurrent. **Mineral Handling** vil primært arbejde med projekter inden for kul, jernmalm og gødningsminerale. Der er hovedsageligt tale om materialehåndtering, hvilket adskiller sig fra resten af mineralindustrien ved at være en lokal forretning. **Mineral Processing** leverer produkter og projekter primært til kul-, kobber- og guldindustrien og ser ud til at blive den største division med kobber som det vigtigste mineral. **Cement** forbliver en uafhængig division.

Derudover er FLSmidth ejer af **Cembrit A/S**, der er den førende europæiske leverandør af fibercementprodukter. Cembrit er ikke en del af FLSmidths kerneforretning, og det har længe været planen at sælge denne del fra, når tiden var rigtig. I anden halvdel af 2012 annoncerede FLSmidth, at Cembrit var sat til salg og vil blive opført i regnskabet som en ophørt aktivitet.

Der er ca. 15.000 ansatte i FLSmidth, hvoraf 2.000 er kommet til det sidste år. FLSmidth har lokal tilstedeværelse i over 50 lande, de vigtigste centre ligger i Danmark, Tyskland, Indien, Australien og USA.

Virksomheden bygger på teknologi og know-how og fungerer primært som en R&D virksomhed. Derfor er produktionsleddet oftest udliciteret til underleverandører.

2.2.1 Ledelse

FLSmidth følger en almindelig dansk corporate governance og har en klar kompetencefordeling og en uafhængig bestyrelse. Direktionen står for den daglige ledelse, og bestyrelsen står for kontrol af direktionen og varetager ligeledes overordnede strategiske ledelsesopgaver.

2.2.1.1 Direktionen i FLSmidth

Som følge af den nye struktur har FLSmidth udvidet deres koncerndirektion fra fire til seks personer. Koncernchef og CEO er Jørgen Huno Rasmussen, øverste chef for FLSmidth siden 2004 og koncernansvarlig for cementaktiviteterne. I slutningen af 2012 annoncerede FLSmidth og Jørgen Huno Rasmussen, at han per 1. maj 2013 trækker sig tilbage fra stillingen som øverste chef for FLSmidth. Hans afløser bliver tyske Thomas Schulz, der kommer fra den svenske minekonkurrent Sandvik.

2.2.1.2 Bestyrelsen i FLSmidth

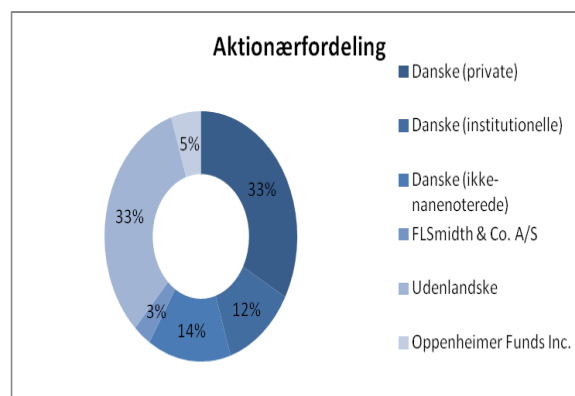
Bestyrelsen vælges af generalforsamlingen, bortset fra de bestyrelsesmedlemmer, der er valgt som repræsentanter af koncernens medarbejdere. Der er aktuelt seks bestyrelsesmedlemmer, der er valgt af generalforsamlingen og tre bestyrelsesmedlemmer, der repræsenterer medarbejderne. Bestyrelsesformand er Vagn Ove Sørensen, medlem af bestyrelsen siden 2009 og formand siden 2011.

2.2.2 Ejerforhold

FLSmidth & Co. A/S er opstillet på NASDAQ OMX Københavns børs. Aktiekapitalen udgør nominelt 1.064.000.000, bestående af 53.200.000 udstedte aktier med en nominal værdi på 20 kr. per aktie. Hver aktie har 20 stemmer, og ingen aktier har særlige rettigheder. Udover det danske OMXC20 aktieindeks, indgår FLSmidth & Co. aktien i en række nordiske og europæiske aktieindeks, blandt andet Dow Jones STOXX 600.

I overensstemmelse med NASDAQ OMX Københavns regnskabsmetode består 98 % af FLSmidths aktier som free float aktier. Free float er den andel af de udestående aktier, der er omsættelige. Det betyder at FLSmidth selv kun har 2 % af aktiekapitalen, mens resten af aktierne er fordelt på over 56.800 forskellige aktionærer. Hertil kommer ca. 3.650 nuværende og tidligere ansatte i virksomheden. En aktionær, amerikanske Oppenheimer Funds Incorporated, har meldt en andel på 5 %. Tidligere har ATP og schweiziske UBS haft større ejerandele.

Figur 2.2: Aktionærfordeling 2012



Kilde: Egen tilvirkning jfr. FLSmidth 2012, s. 74

Udover den amerikanske storaktionær er der ikke nogen anmeldte aktiebeholdninger på 5 % eller herover. Der er sket et mindre fald i 2012 af udenlandske investorer. Den udenlandske ejerandel er faldet fra 41 % i 2011 (48 % i 2010) til 38 % i 2012, inklusiv Oppenheimer Funds. Det hænger formentlig sammen med den fortsatte usikkerhed omkring den globale vækst, bekymring for gældssituationen i Europa og reducere af risiko. Den udenlandske aktiebeholdning synes at være overgået til danske ikke-navnenoterede, som i samme periode er steget 8 %.

2.3 Strategi og Vision

FLSmidth har smidt alle ideer om at være et konglomerat overbord og skiftet til en strategi med fokus på deres kernekompetencer. FLSmidth har længe været førende indenfor komplette løsninger af anlæg til cement-industrien. De sidste år har FLSmidth foretaget opkøb til at styrke deres position på mineralmarkedet. Potentialet inden for mineraler tegner til at forblive stort, og FLSmidth har de seneste år bevæget sig imod et større fokus på mineraler. I 2012 lancerede FLSmidth en ny global vækststrategi, hvor målet er at blive markedsleder i seks vækstindustrier. De seks fokusindustrier er; kul, kobber, guld, jernmalm, gødningsmineraler og cement. Det er målet at kunne levere totalløsninger i alle seks industrier. På nuværende tidspunkt er det kun indenfor kobber og cement, at FLSmidth kan tilbyde alt lige fra opførelse af anlæg til vedligeholdelsen og driften af anlægget. I 2012 har FLSmidth derfor været yderst aktiv med strategiske opkøb, der kan forbedre deres markedsposition og tilføje essentielle teknologiske processer, heriblandt Ludowici. Efter opkøbet af Ludowici og andre er FLSmidth nu tæt på også at kunne tilbyde totalløsninger indenfor guld- og kulindustrien. I 2013 vil man fokusere på konsolidering og integration samt realisering af de forventede synergier i relation til de opkøbte virksomheder og yderligere eksekvering af strategien.

Det er forventningen, at den fremtidige vækst i stor stil vil ske indenfor mineraler, derfor har FLSmidth udarbejdet en ny koncernstruktur og koncernstrategi med henblik på at understøtte dette vækstpotentiale.

Et af FLSmidths nøgleord i deres nye strategi er **fokus**. Fokus betyder, at FLSmidth vil koncentrere sig inden for de seks industrier, og vil her lave fokuserede totalløsninger, der bygger på FLSmidths kerneteknologier. FLSmidth vil fortsat udvikle forretningen og bevæge sig på kanten af deres kerneområder, men vil ikke begive sig ind i forretninger, der ikke hører med til kerneaktiviteterne, eller som ikke vil føre til en ledende markedsposition.

Der er tre strategiske nøgletemaer i den nye koncernstrategi; **kundeintimitet**, **teknologisk lederskab** og **operationel effektivitet**.

Strategien skal realiseres ved at komme tættere på kunden og bygge et bånd op imellem FLSmidth og kunden, **kundeintimitet**. For at styrke forholdet mellem FLSmidth og kunderne gælder det om at være til stede på markederne – lokalt og globalt, skabe forpligtende relationer og opretholde kommunikationen

med kunderne – de skal 'leve, ånde for og med kunderne'⁸. FLSmidth skal derudover fortsat være på forkant med **teknologi og innovation**, så de kan tilbyde de bedste produkter og projekter. Fokus skal ligge på kernekompetencer, således at der kan tilbydes en totalløsning i 'One Source'-konceptet⁹. Endelig skal der være fokus på **operationel effektivitet**, hvor et højt kvalitetsniveau i afvikling af ordrerne skal sørge for en effektiv levering, der optimerer værdiskabelsen for kunderne.

Målet med den nye strategi er at skabe en omsætning, der ligger over markedsgennemsnittet inden for både produkter, projekter og serviceydelser. Det skal ske både via organisk vækst og via opkøb af virksomheder og aktiviteter, der kan forbedre FLSmidths position og andel på markedet. Sammen med den øgede omsætning er det målet at levere en EBITA på 10-13 %.

En del af FLSmidths overordnede strategi går også ud på at udvikle og beholde deres medarbejdere. FLSmidth er som en rådgivende ingeniørvirksomhed afhængig af deres medarbejdere, og dette vurderes at være deres største aktiv i målsætningen om at tilføje værdiskabelse til virksomheden¹⁰.

Cembrit er ikke en del af den langsigtede strategi og forventes solgt i den nærmere fremtid.

2.4 FLSmidth & Cement

FLSmidth er den førende leverandør af komplette cementfabrikker, produktionslinjer, enkeltmaskiner, reservedele, know-how, service og vedligeholdelse til den globale cementindustri. De er teknologisk førende, og med deres 'one-source' strategi kan de levere et komplet produktprogram kombineret med evnen til at afvikle projekter og produkter af høj kvalitet overalt i verden.

Cement er dyrt at transportere, derfor er cement typisk et lokalt marked med produktionen i nærheden af slutbrugeren. Investeringer er derfor afhængige af lokale og regionale efterspørgsels- og udbudsforhold¹¹. Det globale marked er dog meget konjunkturpræget, makroøkonomisk usikkerhed er derfor med til at udskyde investeringer, der har langsigtede udsigter.

Globalt set er **de vigtigste markeder**; Kina, Indien, Nordafrika, Sydamerika, Mellemøsten og det øvrige Asien. Senest har man set øget aktivitet på det russiske marked, som også har stort vækstpotentiale.

FLSmidth er stærkt positioneret i alle geografiske regioner uden for **Kina**. Det kinesiske marked for cementudstyr har de senere år været stærkt præget af lokal konkurrence, og kinesiske reguleringer har gjort det næsten umuligt at penetrere udefra. Kinesiske Simona har således 90 % af det kinesiske marked. Det er FLSmidths målsætning at komme tilbage på det kinesiske marked inden for en årrække.

⁸ FLSmidth 2011, s. 12

⁹ One Source er FLSmidths koncept, der går på at være en 'one-stop'-shop – totalleverandør fra opførelse af anlæg til vedligeholdelse og drift.

¹⁰ FLSmidth 2011, s. 5

¹¹ FLSmidth 2011, s.50

Indien har længe været den største aftager af ny cementkapacitet uden for Kina. Det indiske marked har i mange år oplevet stor vækst, og stod, på trods af en begyndende afmatning og overkapacitet i 2011, for 35 % af det globale marked uden for Kina. Generelt er cementforbruget vokset med 8-9 % per år de sidste 15 år, hvilket skyldes den voksende middelklasse i landet. Det har betydet et stigende behov for store boligbyggerier, samt store infrastrukturprojekter. Det indiske marked har længe været et centralt marked for FLSmidth og er i dag deres største marked inden for cementdivisionen.

Cementmarkederne i **Nordafrika** blev hårdt ramt af den politiske uro i området, som førte til et næsten totalt stop for nye cementinvesteringer i 2011. Der er dog stadig positive udsigter i regionen, og produktionen er startet op igen, men uroen har betydet, at udviklingen går langsommere end forventet. FLSmidth landede dog en stor O&M¹² ordre fra regionen i 2012, udviklingen går i den rigtige retning.

I **Sydamerika** oplever man stor vækst, men mange regioner er præget af politisk uro. Det betyder at efterspørgslen er mindre, end hvad der ellers kunne forventes i lande som Peru, Bolivia og Ecuador. Columbia viser positive udsigter de næste par år. For FLSmidth er væksten først og fremmest sket i Brasilien, Argentina og Chile – specielt Brasilien, der er kommende værter til både OL og VM i fodbold, oplever økonomisk vækst, faktorer der har været med til at øge udviklingen af infrastrukturen. Der forventes et fortsat højt aktivitetsniveau i Sydamerika de kommende år.

Markederne i **Nordamerika og det vestlige Europa** er præget af lav efterspørgsel. Der er dog muligheder for, at øgede miljørestriktioner (NESHAP) i USA vil give anledning til, at de amerikanske producenter skal forny deres fabrikker med teknologi, hvor FLSmidth er førende.

Derudover er der positive tendenser på det russiske marked, samt i Mellemøsten og flere lande i Afrika¹³. Stigende oliepriser har været med til at øge efterspørgslen i de olieproducerende regioner som Rusland og Mellemøsten. FLSmidth har en stærk position i begge markeder og fik i 2012 en stor ordre fra Mellemøsten.

Markedsudviklingen er i 2012 stort set uforandret i forhold til 2011, hvor makroøkonomisk usikkerhed har præget udviklingen. Der er på globalt plan relativ lav kapacitetsudnyttelse inden for industrien, men givet at cement er en lokal industri med lokal efterspørgsel og udbud, betyder det, at nogle lokale markeder opererer med høj kapacitetsudnyttelse. Aktuelt er der høj tilbudsaktivitet i flere dele af verden, især i Sydamerika og dele af Mellemøsten. I USA er cementmarkedet begyndt at opleve vækst efter finanskrisen,

¹² Operations & Maintenance (drift- og vedligeholdelse)

¹³ FLSmidth 2011, s. 46-56

samtidig med nye miljøregler¹⁴ vil kunne byde på interessante forretningsmuligheder på kort og mellemlangt sigt¹⁵.

FLSmidth er den globale markedsleder (ekskl. Kina) med en markedsandel på 31 % (36 % i 2010)¹⁶. De nærmeste konkurrenter er Sinoma (Kina), ThyssenKrupp Polysius (Tyskland) og KHD (Tyskland)¹⁷.

2.5 FLSmidth & Mineraler

FLSmidth har med de sidste års opkøb, senest Ludowici¹⁸, styrket deres position til at være en af de førende leverandører af komplette løsninger inden for mineralproces- og håndteringsindustrien med udgangspunkt i et teknologisk førende produktsortiment og specialiseret procesviden og ingeniørkompetencer¹⁹.

Mineralforretningen har længe været en voksende del af FLSmidth-koncernen og i 2010 slog omsætningen i mineraldivisionen for første gang omsætningen i cementdivisionen. Denne tendens fortsatte i 2011, og mineralforretningen betyder stadig mere for FLSmidth. Med FLSmidths nye struktur betyder det, at mineraldivisionen bliver opdelt i to divisioner; **Material Handling** og **Mineral Processing**. Derudover er Customer Services blevet en uafhængig division.

Mineral Handling (tidligere Bulk Materials²⁰) står for håndtering af råstoffer, og FLSmidth tilbyder en komplet produktportefølje til transport af materialer fra minen til den endelige destination. Råstoffer såsom kul, jernmalm og gødningsmineraler produceres, transporteres og eksporteres i store mængder. FLSmidth har med den førende teknologi på området store muligheder inden for materialehåndtering, og markedet vurderes til at være et af de områder hos FLSmidth med størst vækstpotentiale. Divisionen har dog haft nogle begyndervanskeligheder og problemer med projekteksekvering i divisionen. Derfor ligger fokus på kort sigt i operationel effektivitet.

Mineral Processing (tidligere Non-Ferrous) omfatter mineralproces teknologier. FLSmidth leverer globalt enkeltmaskiner og komplette løsninger til opkoncentrering, hydrometallurgi, pyrometallurgi og oparbejdning inden for basis- og ædelmetaller samt andre mineraler. Divisionen er på nuværende tidspunkt den største i FLSmidth

¹⁴ NESHA – National Emissions Standards for Hazardous Air Pollutants, FLSmidth har den nødvendige strategi til at opgradere eksisterende fabrikker og anlæg, så de kan nå accepterede NESHA standarder

¹⁵ FLSmidth 3. kvartal 2012, s. 13

¹⁶ FLSmidth 2011, s. 49 – Det har ikke været muligt at få tallene fra 2012, da markedet bliver fortsat mindre gennemsnitligt

¹⁷ Konkurrenceforholdene vil blive analyseret i den eksterne del af den strategiske analyse. 2012 tal ikke tilgængelige.

¹⁸ Købet blev afsluttet 3. juli 2012, Ludowici, fra Australien, er verdens førende leverandør af kulcentrifuger. Udover at udvide FLSmidths muligheder inden for mineraler – øger det også FLSmidths tilstedeværelse i Australien, en af de vigtigste minere regioner.

¹⁹ FLSmidth 2011, s. 34

²⁰ De to divisioner 'Handling' og 'Processing' hed oprindeligt hhv. 'Bulk Materials' og 'Non-Ferrous' i den nye struktur fra årsrapporten 2011.

De vigtigste markeder for FLSmidth er **kobber, guld, kul og jern**. I 2012 stod de for hhv. 22 %, 9 %, 8 % og 3 % af den samlede ordreindgang i hele FLSmidth²¹. Jern er verdens mest anvendte metal, da det er det primære metal i stål, som anvendes til konstruktionsformål. Kul er en vigtig energikilde og den billigste måde at producere elektricitet på i stor skala. Kobber er nemt at blande med andre metaller til dannelsen af legeringer og er en god leder af elektricitet og varme. Guld er anderledes end andre metaller, da guld bliver betragtet som et pengemæssigt aktiv og som et investeringsobjekt. Derudover arbejder FLSmidth også inden for gødningsminerale (3 % af ordreindgangen i FLSmidth 2012) og andre mineraler.

Mineralmarkedet har i længere tid oplevet en stor vækst, således blev 2011 et rekordår for FLSmidths mineraldivision, og tendensen fortsatte i 2012 med rekordstor ordreindgang. Markedets vækst skyldes især samfundsmæssige forandringer i emerging markets lande og udviklingslande, hvor en voksende middelklasse har skabt en stigende efterspørgsel på forbrugsgoder baseret på mineraler og metaller. Det har betydet vækst i købekraft og øget antallet af globale forbrugere, hvilket har skabt stigende efterspørgsel. Derudover har der i de samme regioner været et behov for udvikling af infrastruktur, som har bidraget til efterspørgslen. Dertil kommer at udbuddet af mineraler igennem en årrække har været begrænset på grund af underinvesteringer, samt faldende malmkvalitet og tilgængelighed i eksisterende miner, hvilket betyder at priserne på mineraler har holdt sig på et relativt højt niveau²².

Mineralmarkedet er i modsætning til cement kendetegnet ved at være et globalt marked, hvor priserne på mineraler og metaller bliver sat efter et globalt udbud og efterspørgsel. Stigningen i efterspørgsel sker kontinuerligt, som flere lande udvikler sig, mens udbuddet følger produktionskapaciteten, som udvider sig trinvis. Der er de seneste år været en underinvestering i mineindustrien.

FLSmidth har med de seneste års opkøb en førende markedsposition på både kobber-, guld- og kulmarkedet.

Markedsudviklingen er i 2012 fortsat fra 2011, men der er en forventning om, at capex på kort sigt er toppet i 2012, hvilket man også har været vidne til i den sidste del af 2012. Det forventes, at mineselskaberne i den kommende periode vil fokusere på optimering af pengestrømmene og begrænse investeringer på anlægsaktiver, grundet den globale økonomiske og politiske usikkerhed, uro i eurozonen, bankernes gældsnedsettelse, samt finanspolitisk konsolidering i de velstående lande²³. Dertil kommer en afmatning i den indiske og kinesiske økonomi, samt et øget omkostningspres som følge af stadig ringere malmkvalitet, øgede miljøkrav og stigende omkostninger på energi og andre ressourcer. På længere sigt er forventningerne til mineindustrien uforandret, efterspørgslen vil fortsætte med at stige på grund af de samfundsmæssige ændringer i udviklingslandene. Det er især kul og jernmalm, der synes at være ramt

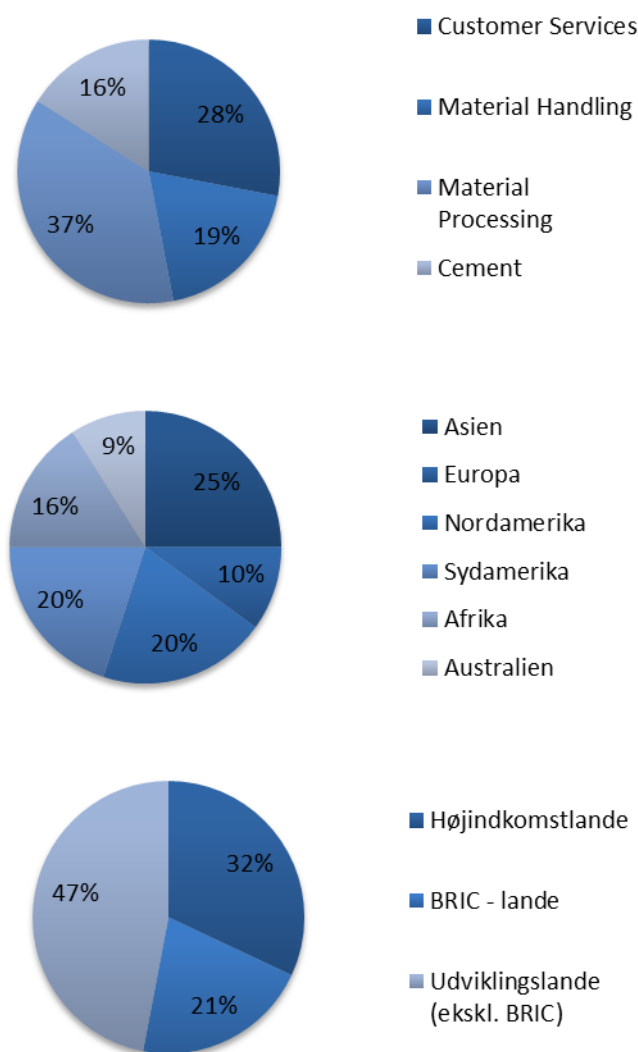
²¹ FLSmidth 2012, s.19

²² FLSmidth 2011, s. 25

²³ FLSmidth 3. kvartal 2012, s.3

hårdest af afmatningen i Kina og en mindre efterspørgsel på kul i USA. Kina synes dog at vise tegn på øget aktivitet, og der har været en stigende efterspørgsel på stål, hvilket er med til at øge efterspørgslen på jernmalm. Kobber og guld forventes at klare sig bedre, da balancen mellem udbud og efterspørgsel er anderledes ved disse produkter. FLSmidth er historisk set mest eksponeret til kobber- og guld markedet, hvor der forventes en fortsat høj efterspørgsel, og efter købet af Ludowici er de nu en førende spiller på kulmarkedet²⁴.

Figur 2.3: Omsætning 2012 fordelt på divisioner, geografi og landekategorier



Kilde: Egen tilvirkning baseret på FLSmidth 2012

Konkurrencen på markedet er meget fragmenteret, og i modsætning til FLSmidth er de fleste af konkurrenterne kun aktive i mindre dele af mineindustrien. De vigtigste konkurrenter er Metso (Finland), Outec (Finland), Sandvik (Sverige) og Atlas Copco (Sverige)²⁵.

2.6 Udvikling 2012

Omsætningen steg i 2012 med 21 % til 24.849 mio. kr., hvilket primært kan skyldes Customer Services og Mineral Processing, hvor omsætningen steg med hhv. 35 % og 41 %. I figuren til venstre vises omsætningen fordelt på divisioner, geografi og landekategorier i 2012.

2.6.1 Finansielle forhold

FLSmidth har en konservativ tilgang til kapitalstruktur i form af lav gæld, gearing og finansiell risiko. Målet er at opretholde en egenkapitalandel på over 30 %²⁶.

De seneste års opkøb i forbindelse med vækststrategien har betydet en stigende investeret kapital. Det skyldes primært øget goodwill, men også produktionselementer/lagerbeholdning i opkøbte virksomheder spiller en rolle.

²⁴ FLSmidth 2012, 44-45

²⁵ Yderligere analyse af konkurrenceforholdene findes i den strategiske analyse.

²⁶ Egenkapitalandel : Egenkapital/Aktiver i alt – FLSmidths egenkapitalandel i 2012 var 30 % (35 % i 2011)

Ligeledes er arbejdskapitalen steget voldsomt de seneste par år. Det skyldes de seneste års virksomhedskøb samt en ændring i FLSmidths forretningsmix fra cementprojekter til mere customer services og flere mineralprodukter- og projekter.

2.6.2 FLSmidth-aktiens udvikling

FLSmidths aktiekurs har haft en turbulent periode efter finanskrisen. Alene i 2012 er aktien gået fra at være steget med 33 % efter de to første måneder hvorefter den sluttede året med et samlet fald på 2 %. I samme periode er OMXC20-indekset steget med ca. 25 %²⁷.

FLSmidths aktie bliver betegnet som en cyklisk aktie, da indtjeningen især ved cementdelen er følsom overfor byggeaktiviteten, der historisk set har fulgt den generelle økonomiske udvikling. Dertil er mineraldivisionen også eksponeret til udviklingen af råvarepriser, især udsving i prisen på ædelmetaller. Forventningen til fremtidige priser på råvarer, samt efterspørgsel på infrastruktur og byggeri påvirker kundernes investeringslyst og dermed FLSmidths indtjeningsmuligheder. På den baggrund er FLSmidth-aktien cyklisk og konjunkturfølsom.

FLSmidth-aktien har i år og gennem de sidste 5 år haft en beta på omkring 1,5, hvilket fortæller noget om aktiens volatilitet (se mere i afsnit 3.5). FLSmidth aktien bliver handlet som en cyklisk aktie, fordi investorerne ser den som en konjunkturfølsom aktie, hvis indtjeningsmuligheder er afhængig af den generelle globale økonomiske situation.

FLSmidths indtjening og omsætning viser dog ikke de samme konjunkturfølsomme tendenser som lignende virksomheder, og FLSmidth har klaret sig gennem finanskrisen væsentlig bedre end andre selskaber, der betegnes som cykliske²⁸. Dertil kommer at FLSmidths servicedel bliver en stadig større del af FLSmidth forretningsmodel med en stigende omsætning i en division, hvor indtjeningsgraden er høj og mindre konjunkturfølsom end resten af virksomhedens forretninger.

FLSmidth har som udbyttepolitik at udbetale 30-50 % af årets resultat afhængig af kapitalstruktur og investeringsmuligheder²⁹.

3 Strategisk Analyse

I dette kapitel vil der blive gennemført en strategisk analyse af FLSmidth. Formålet med den strategiske analyse er at belyse de ikke-finansielle værdidrivere, eksterne og interne. Den eksterne analyse sker på

²⁷ Euroinvestor. Som en sidenote skal der gøres opmærksom på, at grundet Novo Nordisk er så toneangivende på OMXC20-indekset kan man ikke på samme måde bruge OMXC20-indekset som pejlemærke for danske aktier, men repræsenterer i stadig større grad Novo Nordisk positive udvikling (d. 5. august 2012 stod Novo Nordisk for 46 % af det samlede indeks)

²⁸ Børsen, 1. oktober 2012 – udtalt af Senioranalytiker Jacob Pedersen, Sydbank.

²⁹ FLSmidth 2011, s 25

makro- og brancheniveau ved hhv. en PEST analyse og ved Porters five forces. Til den interne analyse bruges Porters værdikædeanalyse. Derudover vil der i kapitlet også foretages en analyse af FLSmidths konkurrenter. Den strategiske analyse vil opsummeres i en SWOT model.

3.1 PEST – Politisk, økonomisk, sociologisk, teknologisk

PEST analyse bruges i den strategiske analyse til at undersøge de eksterne forhold på makroniveau, som påvirker FLSmidt. Analysen er delt op i fire sektioner; politisk, økonomisk, sociologisk og teknologisk.

3.1.1 De politiske forhold

Der er en række politiske forhold, der kan påvirke FLSmidt, heriblandt; rentepolitik og anden finansiel politik, skatter, kontrakter, licenser og tilladelser, monopoler/statsfastsatte barrierer, samt andre offentlige indgreb, relationer til myndighederne både nuværende og fremtidige, den politiske situation i regionen og miljøregulativer. Derudover kan dansk udenrigspolitik spille en rolle for FLSmidt, ligesom de kan blive påvirket af det internationale billede af Danmark som helhed (Muhammed-tegning etc.).

FLSmidt er en global virksomhed, som bevæger sig i alle verdens regioner, hvilket betyder at lokale regler og forhold skal respekteres. Mange store cementanlæg opføres med regeringer eller andre offentlige interessenter som bygherrer, derfor er det nødvendigt for FLSmidt at have et godt forhold til de lokale beslutningstagere.

FLSmidt er især aktiv i udviklingslande og i emerging markets, hvor der er en høj strukturel efterspørgsel på cement og mineraler. Således står udviklingslande og emerging markets for ca. 2/3 af FLSmidths samlede omsætning³⁰.

Der er en del politisk usikkerhed forbundet med at arbejde i disse regioner, senest eksemplificeret med det arabiske forår i Nordafrika, som førte til stop af produktion og arbejde fra FLSmidths side. Det arabiske forår er nu ovre, og FLSmidt opererer igen i regionen. Blandt andet har de i sommeren 2012 vundet en stor O&M kontrakt i Egypten³¹. Ved starten af hvert projekt foretager FLSmidt en vurdering af projektrisici, herunder kunden, landet, mulige ressourcer og niveau af arbejdskraft³².

Udover politisk ustabilitet i regioner eller lokale markeder, spiller den lokale politik en rolle for FLSmidths muligheder. Kina er verdens absolut største aftager af nykontraheret cementovnskapacitet, men det er et marked, som er næsten lukket for FLSmidt og andre internationale udbydere, da der er opsat statsbarriere, der gør det så godt som umuligt at trænge ind på markedet. Således står det kinesisk

³⁰ Se figur 2.3 i kapitel 2.

³¹ FLSmidt Company announcement. O&M kontrakten er også banebrydende da det er første gang FLSmidt overtager styringen og vedligeholdelsen af en Fabrik som FLSmidt ikke selv har opført, men som er blevet opført af en konkurrent.

³² Se bilag 2 for gennemgang af projektrisici.

statsejede Sinoma for over 90 % af det kinesiske marked. Udviklingen i Kina går mod en liberalisering, og der er sket en kontinuerlig udvikling mod et mere åbent og konkurrencevenligt Kina. Kina står for 56 % af det globale cementforbrug³³. En åbning af Kina for FLSmidth og andre udenlandske selskaber vil derfor være en stor mulighed med et enormt markedspotentiale. Der er dog tale om et potentiale på medium til lang sigt, da liberaliseringen sker gradvist. Den bedste måde at komme ind på det kinesiske marked på nuværende tidspunkt er antageligt via et jointventure, som tyske KHD har gjort³⁴.

Renten påvirker investeringslysten hos især mindre lokale spillere, således skyldes højere renteniveau og inflation i 2011 og 2012 en afmatning i FLSmidths største cementmarked, Indien. Renteniveauet og en stigende inflation har således skabt en tilbageholdenhed hos de lokale beslutningstagere. Den finansielle uro og fortsatte afmatning har ligeledes betydet en stramning og konsolidering i eurozonen.

Den største politiske risiko indenfor mineindustrien i nyere tid er den øgede nationalisering af naturressourcerne. Regeringer i lande med store naturressourcer kræver en stadig større del af overskuddet og ikke alene beskatning af minerne. Der bliver sat flere barrierer op for både lokale og internationale virksomheder, herunder eksportbegrænsninger og begrænset fremmed ejerskab. FLSmidth er ikke direkte påvirket af denne risiko, men i og med deres kunder er sårbare over for denne risiko, vil det også kunne afspejle sig i FLSmidths risikoprofil. Den fremtidige usikkerhed, der er forbundet med pludselige ændringer i lovgivningen i lande med mange naturressourcer, kan og har resulteret i udskydelser, ændringer og i nogle tilfælde aflysninger af projekter, fordi forholdene mellem risiko og gevinst har ændret sig³⁵.

Mineudviklingen bliver også bremset af langtrukne procedurer for at opnå tilladelser, knaphed på energi og vand – og i forlængelse af det, skrappe miljøreguleringer, der gør det sværere for mineproducenterne at overholde formelle krav.

3.1.2 De økonomiske faktorer

De makroøkonomiske forhold er særdeles vigtige for FLSmidth og står som en af de største risici inden for både cement- og mineralindustrien. En forringelse af den globale økonomi vil ramme byggeindustrien, som vil påvirke både cement- og mineralindustrien negativt og vil resultere i færre investeringer.

Mens FLSmidth er en global virksomhed og derfor påvirket af den globale makroøkonomiske situation, er deres 6 fokusindustrier forskelligt påvirket. Cementindustrien er i høj grad en lokal industri, mens mineralindustrien generelt er en global industri.

³³ I 2011, det har ikke været muligt at få 2012 tal – men tallet er uden tvivl lignende.

³⁴ FLSmidth mener ikke JV er løsningen – FLSmidth in China, 2012

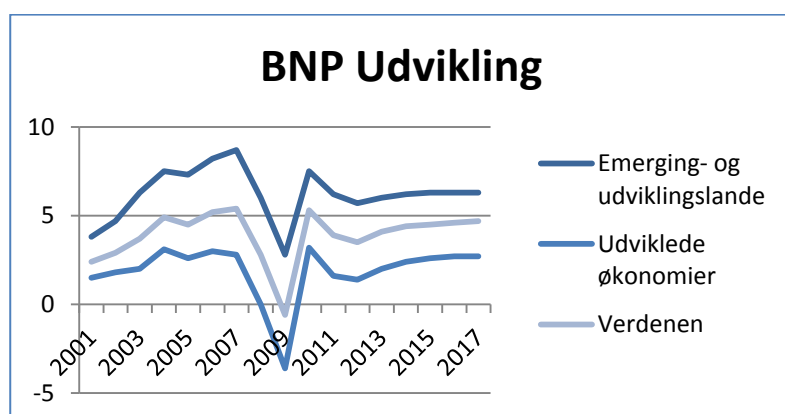
³⁵ Business risks facing mining and metals 2012-13, Ernst & Young

Udover opsætning af anlæg, har FLSmidth i de seneste år fokuseret meget på 'after business' markedet, som service og reservedele. Dette segment er ikke på samme måde påvirket af konjunkturer, og reducerer FLSmidths følsomhed over for lavkonjunktur og recession.

Grundet den finansielle krise faldt den globale kapacitetsudnyttelse af cement fra 80,5 % i 2008 til 68,9 % i 2009 (ekskl. Kina), den samme tendens fulgte i 2010 (68,1 %) og 2011 (75 %). FLSmidth blev først ramt af denne udvikling i 2010 og 2011, hvilket skyldes den massive udvidelse af cementkapacitet, som var bestilt i perioden 2006-2008. Tendensen er fortsat i 2012, dog er der tegn på øget aktivitet i vigtige markeder som USA og Indien. Derudover er cement et lokalt marked, og på trods af den lave globale kapacitetsudnyttelse, er der regioner med over 90 % kapacitetsudnyttelse, så der kan på lokalt plan stadig være stor efterspørgsel på nykontraheret cement.

Cementindustrien er på lang sigt korreleret med BNP, vurderingen er, at korrelationen er 2:1³⁶, med en endnu højere korrelation i udviklingslande. Det skyldes, at der med den voksende middelklasse i EME og udviklingslande er en 'catch-up' effekt på bygninger og boliger, samt infrastrukturprojekter.

Figur 3.1: Estimeret BNP udvikling i procent



Kilde: egen tilvirkning på baggrund af tal fra IMF

Et af FLSmidths vigtigste markeder inden for cement er Indien, og efter mange år med stor årlig vækst har den globale økonomiske afmatning også nået Indien, som grundet de mange investeringer er blevet ramt af inflation og stigende renter, der har hæmmet investeringslysten. Afmatningen i Indien, samt urolighederne i Nordafrika er med til at forklare, hvorfor FLSmidths markedsandel faldt en smule i 2011³⁷, da FLSmidth traditionelt set står stærkt i begge markeder. Udviklingen i begge markeder er i bedring, men det har taget længere tid end forventet at komme tilbage til samme niveau i Nordafrika, mens Indien er begyndt at

³⁶ BNP 1 % ↑ → Cement 2% ↑

³⁷ FLSmidths markedsandel faldt fra 36 % i 2010 til 31 % i 2011, markedsandel for 2012 ikke tilgængelig.

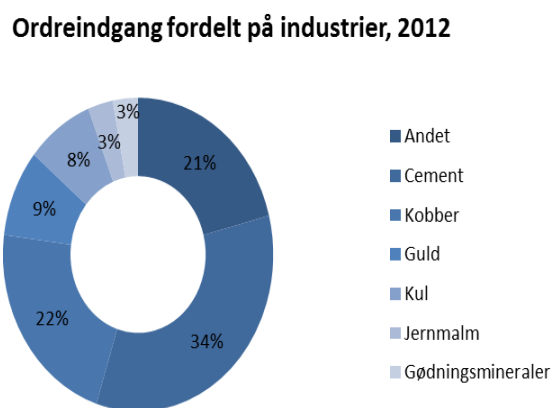
efterspørge tilbud igen. Det ser ud til, at markedet har ramt bunden, og markedet forventes at være svagt stigende – efter stigende efterspørgsel fra forskellige lokale markeder.

Mineralmarkederne er globale og dermed afhængige af den globale økonomi og efterspørgsel. På kort sigt er den økonomiske afmatning en faktor for mineselskaberne. Den fortsatte urolighed i eurozonen, øget konsolidering i de vestlige lande og andre faktorer betyder, at Mining capex må forventes at blive reduceret på kort tid. På længere sigt er de positive forventninger til mineindustrien uforandret, og som gennemsnitsindkomsten stiger i takt med en voksende middelklasse i f.eks. BRIC lande, vil efterspørgslen efter infrastruktur og almindelige goder baseret på metaller og andre mineraler stige. De sidste 10 år er den gennemsnitlige købekraft i Kina steget fra 2500 USD til 6000 USD³⁸. Det viser sig ved, at forbruget af aluminium er steget voldsomt i Kina. Alligevel har deres forbrug kun ramt 9,7 kg per indbygger, mere end 50 % lavere end i lande som USA eller Japan, hvilket indikerer, at der fortsat er mulighed for stor vækst i sektoren i fremtiden.

På kortere sigt ser udviklingen for FLSmidths mineralmarkeder ud som følge: Kulprisen er lav for tiden, hvilket medfører, at der bliver holdt igen på capex i industrien. Markedet rummer store vækstmuligheder, og kul er den enkelte største råvarer i verden, og med købet af Ludowici er FLSmidth klar til at levere komplette løsninger indenfor oparbejdning og håndtering af kul.

Kobber- og guldpriser er stadig høje, hvilket betyder, at der fortsat bliver investeret i industrierne, hvilket har betydet en høj ordreindgang i 2012 for FLSmidth, der ligger godt på disse markeder. Jernmalmpriserne er stigende, som følge af den stigende efterspørgsel på stål fra Kina.

Figur 3.2: Ordreindgang fordelt på industrier 2012



Kilde: Egen tilvirkning, FLSmidth 2012

Generelt er udsigterne indenfor mineralindustrien, trods den nuværende globale makroøkonomiske usikkerhed, præget af optimisme på mellemlangt og langt sigt i kraft af den fortsatte industrialisering og urbanisering i udviklingslandene. Cementindustrien er ligesom mineralindustrien påvirket af den globale økonomiske usikkerhed, men cementmarkedet er i langt højere grad et lokalt marked, og der er adskillige lokale og regionale markeder med høj kapacitetsudnyttelse. Samlet set er den globale cementkapacitetsudnyttelse uden for Kina dog fortsat lav og ligger på omkring 75 %.

³⁸ Worldbank.org – GDP per capita.

FLSmidth er til en vis grad udsat for valuta- og renterisici. Valutarisici opstår som følge af valutakurspåvirkning på fremtidige kommercielle og finansielle betalinger. FLSmidth bruger så vidt muligt den funktionelle valuta. Hvis ikke det er tilfældet, bærer kunden typisk valutarisikoen frem til ordreindgåelsestidspunktet i form af indbyggede valutaklausuler. Ved indkøb forsøger FLSmidth altid at afregne i selskabets funktionelle valuta, og hvis det ikke er muligt foretages der valutasikring. Renterisikoen vedrører koncernens rentebærende finansielle aktiver (primært likvider) og passiver (primært prioritets- og bankgæld), der styres ved brug af VaR (Value at Risk)³⁹.

3.1.3 De socio-kulturelle faktorer

Der er de seneste år sket en markant fremgang i levestandarden i mange udviklingslande, især i EME's, hvor middelklassen er vokset enormt. Den voksende middelklasse efterspørger både udvikling af infrastruktur og bedre boligforhold, hvilket vil medføre en øget efterspørgsel på både cement og mineraler.

Den største stigning vil ske i Kina og Indien, der efter Goldman Sachs⁴⁰ estimerer vil stige med godt 2 milliarder middelklasseindbyggere frem til 2050. FLSmidth står i forvejen stærkt i Indien, hvor de har så stærk en lokal tilstedeværelse, af de anses for at være lokale. Det er derfor vigtigt, at FLSmidth indtager det kinesiske marked i takt med at markedet bliver mere liberaliseret og åbnet for internationale virksomheder. På trods af afmatningen i både Indien og Kina i 2013 forventes denne trend at fortsætte, hvis ikke på kort sigt, så på både medium og lang sigt.

Der er et stadig voksende fokus på sociale og miljømæssige samfundsansvar, hvilket lægger pres på virksomhederne og deres CSR politik. FLSmidth er en business to business forretning og har derfor ikke direkte kontakt med forbrugerne. Derfor har CSR ikke samme strategiske vigtighed for FLSmidth, som hvis de var en business to consumer forretning. Alligevel er det nødvendigt for FLSmidth at opretholde en vis form for CSR politik for at styrke deres brand udadtil; derfor har FLSmidth i 2011 også startet et strategisk fokus på bæredygtighed. Dette er sket i anerkendelse af, at CSR spiller en stadig større rolle for deres kunder og øvrige interessenter.

Den øgede fokus på miljømæssige konsekvenser betyder, at FLSmidths kunder i stigende grad er udsat for pres fra omverdenen for at forbedre deres CO₂ udledning. Cement- og mineralindustrien står for ca. 15 % af den globale CO₂ udledning. I USA vil de indføre skærpede miljøregulativer for producenterne, en bæredygtig teknologi er derfor nødvendig, og FLSmidth står her med store muligheder i kraft af deres teknologiske knowhow og fokus på bæredygtig teknologi.

I FLSmidths nye strategi, der blev lanceret i 2012 (se mere i afsnit 2.3), er et af nøgletemaerne for implementeringen, større kundeintimitet. FLSmidth er en global spiller på lokale markeder, derfor er det

³⁹ FLSmidth 2012, s. 113

⁴⁰ Goldman Sachs, The Expanding Middle, Global Economics Paper No: 170

vigtigt for FLSmidth at have en lokal tilstedeværelse. Både inden for cement- og mineralmarkedet kan lokale producenter have stor indflydelse, derfor er en lokal tilstedeværelse vigtig for at skabe tætte og langvarige relationer med kunden. Den lokale tilstedeværelse skal være med til at fremme værdiskabelse og sikre loyalitet hos kunderne. På baggrund af dette åbnede FLSmidth tre af otte planlagte servicecentre – kaldet supercentre. Derudover etableres også en række mindre servicecentre, der alle har til formål at komme tættere på kunden og skabe en relation, der opfordrer til loyalitet. Ved at integrere den lokale arbejdskraft i så vidt muligt omfang forsøger FLSmidth også at integrere sig i lokalsamfundet. I Indien har FLSmidths tilstedeværelse i over 100 år betydet, at FLSmidth ses som en lokal forretning, og er en af grundene til, at FLSmidth står så stærkt på det indiske marked⁴¹.

3.1.4 De teknologiske faktorer

Både inden for cement og mineraler er den teknologiske udvikling en af de vigtigste parametre for FLSmidth, og en af deres konkurrencemæssige fordele er at være teknologisk førende. FLSmidth har (som nævnt) de seneste år udviklet deres strategi, og implementering af strategien skal ske gennem tre strategiske nøgletemaer, hvor det ene er *Teknologisk Lederskab*.

R&D (forskning og udvikling) spiller derfor en vigtig rolle i FLSmidths strategi, og FLSmidth afsætter årligt et sted mellem 1,5 og 2 %⁴² af omsætningen på R&D, hvor størstedelen går til produktudvikling. FLSmidth har over 1300 patenter og tilføjer ca. 50 nye patenter hvert år, hvilket er på niveau med konkurrenterne⁴³. Der skal her tages højde for, at de fleste af FLSmidths konkurrenter er væsentlige større og breder sig ud over et større forretningsmix.

Der er flere faktorer, der spiller ind i den teknologiske udvikling for hhv. cement- og mineralindustrien. Der er bl.a. fokus på **kapacitetsudnyttelse**, **ressourceknaphed**, **levetid**, opgraderinger, **total cost of ownership**, **energiforbrug** samt øget fokus på **miljøregulativer**.

Der har i flere år været et mismatch mellem efterspørgsel på mineraler og produktionen af mineraler, hvilket skyldes en årrække med underinvesteringer i mineindustrien. Det har betydet at **kapacitetsudnyttelsen** af eksisterende miner har været høj, samtidig har der været faldende malmkvalitet. Derudover er de uudnyttede malmforekomster blevet sværere tilgængelige i takt med, at de eksisterende miner er blevet tømt. Dette har ført til **ressourceknaphed** og dermed også høje priser. Første halvdel af

⁴¹ FLSmidth 2012 og FLSmidth.com

⁴² Målet er 2 %

⁴³

KHD Humboldt ansøgte 40 nye patenter i 2011, mens Metso ansøgte 180 patenter i 2011

2012 var derfor også præget af store ordreindgange, mens anden halvdel var præget af den globale makroøkonomiske usikkerhed⁴⁴.

Den øgede fokus på **total cost of ownership** er til stor konkurrencemæssig fordel for FLSmidth. Udviklingen i cementbranchen har betydet en lavere overskudsandel for cementproducenterne, hvilket igen har betydet en øget fokus på at minimere driftsomkostninger (fremfor primært at interessere sig for anlægsudgifterne). FLSmidths anlæg er dyrere end f.eks. anlæg fra konkurrerende Sinoma, men teknologisk, miljømæssigt og på service er FLSmidth ifølge Jørgen Huno Rasmussen flere årtier foran deres kinesiske konkurrent⁴⁵, en klar konkurrencemæssig fordel⁴⁶. Derudover betyder cementanlæggenes levetid også, at de initiale omkostninger ved opførelse bliver relativt mindre mod driftsomkostningerne gennem anlæggets **levetid**.

Den øgede fokus på **miljøregulativer** illustreres også i FLSmidths engagement og fokus på forskning og udvikling. Således fokuserer FLSmidth meget på nedbringelse af skadelige luftformige emissioner og partikelstørrelsesreduktioner. FLSmidth har dermed teknologien til at opfylde de kommende skrappe NESHAP-krav i USA.

Derudover er der med hensyn til cement- og mineralindustrien også fokus på deres samlede **energiforbrug**. Især cementindustrien har gennem en længere årrække haft et dårligt renommé som en energitung industri og været udsat for et stort pres for at reducere deres energiforbrug. Alene cementindustrien står for ca. 5 % af verdens CO₂-udledning. Udover de direkte omkostninger, der er forbundet med det høje energiforbrug, er der også indirekte omkostninger forbundet, såsom et negativ image i offentligheden. FLSmidth, som har verdens største cement R&D center, fokuserer i høj grad på teknologier, der kan øge energieffektiviseringen, samt at udvikle moduler, der kan operere på alternative brændstoffer.

I 2007 lancerede FLSmidth for første gang mottoet og starten på en ny strategi 'One Source'. Målet var at blive en førende totalleverandør inden for deres kernekompetencer. *One Source* konceptet er siden hen blevet implementeret i koncernen, og strategien er nu udvidet. Det er målet for FLSmidth at kunne tilbyde komplette løsninger inden for alle deres fokusindustrier og kunne dække alle aspekter af værdikæden gennem hele livscyklussen.

I 2012 skiftede FLSmidth, som tidligere nævnt, strategi og begyndte at fokusere på seks industrier, som de har vurderet til at være de fremtidige vækstindustrier. Deres valg af fokusindustrier er industrier, hvor de har den førende teknologi til rådighed, og hvor der for FLSmidth er mulighed for at blive en markedsledende leverandør. FLSmidth har de seneste år været særdeles aktive i deres opkøbsstrategi, og

⁴⁴ FLSmidth 2.kvartal 2012 og FLSmidth 2012

⁴⁵ FLSmidth, Capital Market day 2012 live presentation

⁴⁶ FLSmidth 2012, s. 7

med deres opkøb af GL&V i 2007 fik de fuld procesviden inden for kobber, og siden har FLSmidth kunnet levere komplette kobberanlæg. FLSmidths har været aggressive i deres opkøbsstrategi, og missionen er at kunne tilbyde komplette løsninger inden for deres fokusindustrier. I 2011/2012 fortsatte de deres opkøb med Knelson, som har betydet at FLSmidth nu, som den eneste leverandør, kan tilbyde guldudstyr, der kan dække hele processen. I 2012 foretog FLSmidth 7 virksomhedskøb, den største af disse var australske Ludowici. Købet af Ludowici og Decanter i 2012 har gjort FLSmidths produktsortiment inden for kul komplet, og FLSmidth kan nu udnytte sin position som den eneste leverandør af komplette løsninger til oparbejdning og håndtering af kul⁴⁷. Dette er en begrænset omtale af de væsentligste strategiske opkøb, FLSmidth har foretaget de seneste år for at få den nødvendige og førende teknologi inden for deres kerneområder.

3.2 Porters five forces

Med Porters five forces foretages der en analyse på brancheniveau, der skal være med til at vurdere konkurrenceintensiteten i FLSmidths industrier. Analysen er inddelt i fem områder: Kundernes forhandlingsmagt, leverandørernes forhandlingsmagt, truslen fra substitutter, truslen fra nye konkurrenter og rivalisering i branchen.

3.2.1 Kundernes forhandlingsmagt

Kundernes forhandlingsmagt anses både i cement- og mineralindustrien for at være *medium*.

Cementindustrien er i høj grad en lokal forretning, grundet de høje transportomkostninger, der er forbundet med cement. Det betyder, at små lokale spillere kan have relativ stor indflydelse. Cementindustrien er dog stadig et kapitalintensivt marked med stigende energiomkostninger, hvorfor konsolidering indenfor industrien vil fortsætte, som den har gjort over det sidste årti. Den øgede konsolidering vil medføre, at kundernes forhandlingsmagt vil stige. Konsolideringen er dog ikke ligeligt fordelt globalt set og er mest markant i de udviklede lande, men stærkt stigende i emerging markets. FLSmidth er således ikke afhængig af enkelte cementproducenter, og de fem globalt største cementproducenter står kun for ca. 10 % af FLSmidths cementomsætning.

Der er et relativt lavt antal udbydere af cementanlæg i forhold til antallet af cementproducenter, hvilket er en fordel for FLSmidth, da cementproducenterne derfor i ringere grad kan udspille konkurrenterne mod hinanden. Dertil kommer, at produktionen af et cementanlæg er et tidskrævende og omkostningsfuldt projekt. Der er derfor høje skifteomkostninger forbundet med at skifte leverandør for cementproducenterne. Derfor er det vigtigt for FLSmidth at skabe relationer til kunderne ved at være lokalt tilstede og opbygge personlige forhold, der skaber et afhængighedsforhold mellem cementproducenterne og FLSmidth. FLSmidths *One-Source* – strategi går i høj grad også ud på at binde kunden til sig og tilbyde en

⁴⁷ FLSmidth 2012, s 18

totalløsning, hvor FLSmidth kan levere opførelse af anlæg, vedligeholdelse, samt stå for den daglige drift af anlægget.

Den økonomiske afmatning øger kundernes forhandlingsmagt relativt. I og med den økonomiske afmatning har resulteret i mindre efterspørgsel af ny cementkapacitet, har det betydet, at fordelingen blandt udbydere og kunder har rykket sig. Markedet for cement er dog meget lokalt, og mens der nogle steder kun udnyttes 60-70 % af kapaciteten, oplever andre markeder et fortsat stigende efterspørgsel.

Eftersom cement er et meget standardiseret produkt, er konkurrencen på pris- og kvalitet endnu mere udpræget. FLSmidths kunder har derfor fokus på at minimere totalomkostningen på deres cementanlæg. Derudover er der også en øget fokus på CO₂ udslip og strengere miljøkrav. Det giver FLSmidth en mulighed for at differentiere over for kunderne i forhold til deres konkurrenter.

Mineralindustrien er en lokal forretning ligesom cement, men under andre forudsætninger. Mineralindustrien er afhængig af naturlige ressourcer og opererer derfor, hvor ressourcerne forekommer. Projekterne er i høj grad udført af store globale spillere, men også lokale spillere kan have relativ stor indflydelse på markedet. Den højere konsolidering betyder en større magt til kunderne, derudover er der en tendens til, at de globale mineselskaber konsoliderer deres indkøb og reducerer antallet af leverandører til 2-3 hovedleverandører indenfor strategiske områder. Udviklingen går derfor i en retning, hvor de globale mineselskaber i højere grad vælger globale leverandører, der kan tilbyde en bred portefølje af produkter og serviceydelser.

En faldende kvalitet og udtømning af minernes malmkvalitet tvinger producenter til at have øget fokus på deres energiforbrug og deres CO₂ – emission. De strengere miljømæssige tiltag, som har stor fokus både i cement- og mineralindustrien tilbyder en stor mulighed for FLSmidth, som længe har haft fokus på at være førende indenfor bæredygtig teknologi.

Mineralindustrien har i mange år været præget af underinvesteringer, hvilket har ført til gamle miner med en forældet teknologi. Det har betydet, at den tilgængelige malm er blevet udnyttet, og at det nu i højere grad er nødvendigt for industrien at investere i ny teknologi, der kan udnytte de svært tilgængelige malmforekomster. Det har igen betydet øgede investeringsomkostninger og vanskeligere arbejdsbetingelser for mineselskaberne, da de i stigende grad har været nødsaget til at investere i fjerntliggende egne. Samtidig er det nødvendigt, at minedriften får den lokale regering og befolknings accept. Det er derfor blevet nødvendigt for mineselskaberne at være proaktive over for den lokale befolkning. Hvilket har betydet en øget fokus på bæredygtighed og stigende opmærksomhed på de miljømæssige konsekvenser forbundet med opførelsen af nye miner.

De seneste år (2011 og 2012) har der som resultat været et højt niveau af mining capex, hvor der har været mere fokus på kvalitet, rettidighed, samt rådighed og fleksibilitet til service og reservedele. Denne tendens kan ikke forventes at fortsætte ind i 2013, hvor der vil være mere tilbageholdenhed med investeringerne på grund af de makroøkonomiske usikkerheder, der har præget meget af 2012⁴⁸. Man har således også set en opbremsning af investeringer fra mineindustriens side siden midten af 2012.

Ligesom i cement, er der også store omkostninger forbundet med at skifte leverandør under etableringen af et mineanlæg.

På Customer Services fronten er der store synergieffekter for både kunden og FLSmidth, og det vurderes at have et stort vækstpotentiale. I implementeringen af deres nye strategi har FLSmidth fokus på yderligere kundeintimitet og lokal tilstedeværelse. Ved at styrke forholdet mellem FLSmidth og kunden, er det hensigten at skabe et loyalitetsbånd og et afhængighedsbånd til FLSmidth. Præmissen for en succesfuld implementering er en tilfreds kunde og et højt serviceniveau fra FLSmidths side, og resultatet vil være at kundens forhandlingsmagt til en vis grad vil falde yderligere.

FLSmidths O&M servicekontrakter er også med til at skabe et afhængighedsforhold. Der er eksempler, hvor kunder har fået deres projekter finansieret under forudsætning af, at FLSmidth har stået for opførelsen, vedligeholdelsen og den daglige styring af anlægget. En situation hvor kunden i høj grad er afhængig af FLSmidth⁴⁹.

3.2.2 Leverandørernes forhandlingsmagt

Leverandørernes forhandlingsmagt anses både inden for cement- og mineraldivisionen at være lav, men stigende.

Leverandørernes forhandlingsmagt vurderes som relativ lav, på grund af FLSmidth primært opererer som et rådgivende ingeniørforetagende, hvor koncernens interne ressourcer hovedsageligt består af ingeniører, der udvikler og konstruerer FLSmidths produkter. Fabrikationen er derimod lagt ud til et globalt net af underleverandører, hvilket betyder, at FLSmidths efterspørgsel på råmaterialer og energi (olie) er relativt begrænset.

Denne 'asset light' business model, hvor omkring 90 % af produktionen er outsourcet, betyder, udover at FLSmidth står stærkt over for leverandørerne, også at de har en fleksibel omkostningsstruktur⁵⁰.

Faren ved FLSmidths 'asset light' forretningsstruktur er, at de er sårbare overfor en hurtig stigning i efterspørgsel, hvor de vil være mindre fleksible end deres konkurrenter. Derudover vil der også opstå en vis

⁴⁸ Den forstærkede globale økonomiske og politiske usikkerhed, uro i eurozonen, finanspolitisk konsolidering i velstående lande m.v.

⁴⁹ FLSmidth, Capital Market Day 2012 presentation (FLSmidth.com)

⁵⁰ FLSmidth, Investor presentation 28. marts 2012

afhængighed af deres underleverandører. FLSmidth forsøger at minimere denne afhængighed af monopolistiske leverandører ved selv at producere essentielle reservedele samt dele, hvor der kun er en eller få underleverandører. Til standardiserede produkter er der ikke mangel på underleverandører. Derudover foretager de ved hvert projekt en risikovurdering af de aktuelle underleverandører.

Som en del af FLSmidths omkostningseffektivisering er det en operationel målsætning at øge antallet af leverandører fra lavprislande fra det nuværende niveau på omkring 42 % til et mål på 75 %. Det er en proces, der tager en årrække – hvilket skyldes FLSmidths grundige risikovurdering og deres due diligence arbejde på alle deres underleverandører, således at der ikke opstår uventede problemer, flaskehalse eller lignende.

Eftersom et af FLSmidths største aktiver er deres ansatte, må løninflationen ses som den største trussel for FLSmidth. Især i Indien, hvor FLSmidth har ca. 30 % af deres samlede arbejdsstyrke, er der en stor løninflation⁵¹. Dertil kommer at loyaliteten blandt indiske ingeniører er lav og konkurrencen høj, derfor er det også en udfordring for FLSmidth at beholde deres ansatte.

I takt med at FLSmidths forretningsgrundlag vil fokusere mere og mere på Customer Services, der kræver en tungere omkostningsstruktur med større lagre og reservedelsproduktion og flere ansatte, vil mere magt tilfalde leverandørerne.

Konklusionen er, at leverandørernes forhandlingsmagt er lav, men er langsomt stigende, primært grundet ændring i forretningsmix og øget løninflation i Indien.

3.2.3 Truslen fra substitutter

Truslen fra substitutter anses både inden for cement- og mineralindustrien for at være lav.

Der er ingen effektive substitutter for **cement** i de fleste af dens formål. Cement er den vigtigste del i infrastrukturprojekter, samt i anlægsarbejde. Dertil kommer, at cement er et gammelt produkt, der har eksisteret i flere tusinde år, og det er stadig ikke blevet erstattet.

Den teknologiske udvikling inden for cementproduktion har heller ikke ændret sig markant, efter de moderne cementovne blev udviklet for over 120 år siden. Den teknologiske udvikling fokuserer i dag på energi og reducere af CO₂ emissioner. FLSmidths teknologi møder alle de strengeste krav på området, og FLSmidth har haft fokus på bæredygtig teknologi i flere år og står stærkt på markedet.

⁵¹ Det er planen, at 90 % af alt standardiseret ingeniørarbejde skal foregå i Indien.

Derudover er der høje skifteomkostninger forbundet med at ændre leverandør under opførelsen af et cementanlæg. Dertil kommer, at opførelsen af et cementanlæg kræver stor knowhow og kapital, og FLSmidth kan servicere hele værdikæden indenfor et cementanlæg og under hele dets levetid.

I **Mineralindustrien** vurderes truslen også som lav. Udover genbrug af metaller og mineraler er den eneste metode at skaffe nye metaller og mineraler på at åbne nye miner eller optimere nytten af eksisterende miner.

Mineralindustrien er generelt præget af hårdt udnyttede miner, grundet en længere periode med underinvesteringer. Det har betydet store investeringer i 2012, som dog forventes at stilne af i 2013. Fokus på nye investeringer har været at reducere omkostninger og øge automatisering, samtidig med at CO₂ – emissioner reduceres. FLSmidth har en førende teknologi på alle disse områder, og det er svært at forstille sig alternativer til mineralindustriens fabrikker og anlæg.

Metaller og mineraler er efterspurgt i en lang række industrier, og mens nogen metaller muligvis kan substitueres med alternative materialer, er der en generel konsensus om, at både mineraller og metaller er svære at substituere.

Servicesegmentet er blevet en stor del af FLSmidths forretning; en del af deres totalløsning inkluderer drift- og vedligeholdelse. Der er de seneste år sket en betydelig udvikling fra en omsætning på 1 mia. i 2005 til en forventet omsætning på over 7,5 mia. kr. i 2012. Samtidig er overskudsgraden højere i service divisionen end den er ved traditionel opførelse af cement eller mineralanlæg. FLSmidths konkurrenter på cement- og mineralområdet har også en vis fokus på servicesegmentet. Man kan forvente en øget konkurrence fra nærtliggende industrier, der ser muligheden i den relativt store overskudsgrad, der er forbundet med at servicere anlæggene. FLSmidths erfaring og specialviden er svær at kopiere, men industrielle konglomerater med mange års erfaring inden for servicering og vedligeholdelse af store anlæg vil på sigt kunne trænge ind på markedet.

3.2.4 Truslen fra nye konkurrenter (Adgangsbarriere)

Truslen fra nye konkurrenter inden for cement anses for at være lav til medium, mens den inden for mineralindustrien anses for at være lav, men voksende.

Nye konkurrenter vil typisk forekomme i brancher, hvor der er høje overskudsgrader, og hvor der er stor efterspørgsel. Dertil kommer en række adgangsbarriere i form af opstartskapital, adgang til den rette teknologi, know-how og lignende.

I **cementindustrien** står FLSmidth stærkt rustet i forhold til nye konkurrenter. FLSmidth har et stærkt brand med over 120 års erfaring. De er kendt for at levere stærke produkter med høj pålidelighed gennem mange

år. Sådan et renommé er en stor adgangsbarriere for potentielle konkurrenter. Derudover har FLSmidth med deres erfaring også stor know-how inden for feltet, det gælder også inden for drift- og vedligeholdelse.

FLSmidth er en stor organisation med en global udstrækning, men samtidig med en lokal tilstedeværelse, hvilket er med til at skabe en større tilknytning til kunderne. – det kræver både global og lokal tilstedeværelse, hvilket betyder store investeringer, der agerer som høje adgangsbarrierer.

Dertil kommer, at der er høje teknologiske barrierer, som vil begrænse antallet af nye konkurrenter. FLSmidth og andre eksisterende leverandører har beskyttet deres teknologi med patenter, og det vil tage mange år at nå samme teknologiske niveau. Dertil kommer, at branchen er fyldt med tavs viden inden for service, vedligeholdelse, styring og planlægning⁵².

Den seneste store konkurrent på det globale marked for leverandører til Cementindustrien er kinesiske Sinoma. Sinomas konkurrencemæssige fordel ligger i en aggressiv prisstrategi, et tilbud der er muligt på grund af deres ejerforhold. Sinoma er kinesisk statsejet, hvorfor de har haft et monopol på det hjemlige marked, hvilket også er det absolut største marked. FLSmidths andre konkurrenter på det globale marked er over 100 år gamle virksomheder – hvilket tegner et billede af, hvor lang tid det tager at etablere sig på det globale marked.

Den lave afkastgrad på cementmarkedet er ligeledes med til at agere som adgangsbarriere. Markedet er simpelthen ikke attraktivt nok i forhold til at skulle konkurrere med virksomheder med over 100 års erfaring. Tendensen fra cementproducenternes side går desuden mod større leveranceomfang, og ordrene bliver placeret hos færre eller blot en enkelt leverandør. Dette er en fordel for FLSmidth, der kan tilbyde komplette løsninger til hele værdikæden, hvor nye konkurrenter formentlig ville starte ud fra en mindre del af værdikæden.

I **mineralindustrien** er truslen fra nye konkurrenter også lav, men mens man i cementindustrien har set kinesiske Sinoma komme stærkt ind på markedet ved at kopiere blandt andet FLSmidths teknologi og sætte sig tungt på markedet, har man endnu ikke oplevet en kinesisk invasion på markedet som leverandør til mineralindustrien. Kvalitetssikring og teknologisk viden er essentielt for et mineanlæg, og kinesiske kopister vil have svært ved at kopiere den know-how, der er forbundet med mange års erfaring. FLSmidth beskytter deres viden med patenter og producerer selv teknologisk følsomme komponenter, således at de ikke let bliver kopieret.

Leverandørudstyr til mineindustrien er forbundet med høje teknologiske barrierer, derfor er den mest sandsynlige indgang til markedet at købe sig til de nødvendige teknologiske processer. Da overskudsgraden

⁵² Jørgen Huno Rasmussen mener at FLSmidth er flere årtier foran deres kinesiske konkurrenter, Sinoma, på disse områder.

er begrænset, vil det kræve en vis størrelse at kunne udnytte synergier og stordriftsfordele. Derudover vil tendensen i fremtiden gå mod, at komplette løsninger bliver placeret hos få eller en enkelt leverandør. Af samme grund arbejder FLSmidth hen imod at kunne tilbyde komplette løsninger og blive en totalleverandør inden for deres fokusindustrier.

I markedet for **service**, vedligeholdelse og operations er der en potentiel trussel fra andre industrielle konglomerater, der har erfaring med services og operations fra andre industrier f.eks. energisektoren. Umiddelbart er det hér den største trussel fra nye konkurrenter ligger, da det også er hér, der er de højeste overskudsgrader. Der er færre teknologiske barrierer at bryde ned, og for en stor industriel virksomhed, der har erfaring fra lignende industrier, vil der også være færre omkostninger forbundet med at penetrere markedet.

3.2.5 Rivalisering i industrien

Konkurrenceintensiteten i cement er lav til medium, mens den i mineralindustrien vurderes til at være medium til høj.

I **cementindustrien** havde FLSmidth i 2011 en markedsandel på 31 % (36 % i 2010, eksklusive Kina), hvilket gør dem til globalt førende (eksklusivt Kina)⁵³. Forklaringen på det relativt store fald i markedsandel skal findes i to markeder, hvor FLSmidth traditionelt står stærkt. Indien og Nordafrika, skabte stort set ikke nogen ny forretning. Indien var påvirket af Inflation og økonomisk afmatning, mens den nordafrikanske region var påvirket af det arabiske forår og politiske uroligheder i den forbindelse. Det forventes, at FLSmidths markedsandel igen vil stige i 2012 og 2013, i takt med at den politiske uro i Nordafrika er stilnet af, og at økonomien tager til igen i Indien.

Markedet for ny cementovnskapacitet i 2012 var det laveste niveau i 10 år, hvilket er med til at intensivere konkurrencen yderligere⁵⁴. Det betyder, at der er øget pres på prisen, og der er mange tilbudsgivere på hvert projekt. Det er afhængigt fra kunde til kunde hvorvidt prisen er den afgørende faktor – teknologi, ekspertise og pålidelighed er også vigtige faktorer. FLSmidths styrke ligger i teknologisk niveau og ekspertise, samt deres stærke navn i cementindustrien. FLSmidth har også den konkurrencemæssige fordel, at de kan levere komplette cementanlæg og være med i alle stadier af værdikæden, lige fra planlægning over opførelsen til vedligeholdelsen og den daglige ledelse. Prismæssigt er FLSmidth blandt de dyreste og en af grundene til, at især Sinoma har vundet markedsandele de seneste år.

Der er fra cementproducenternes side en stigende fokus på 'total cost of ownership', effektivitet og mindre energiforbrug, herunder også reduceret CO₂ – udslip. På grund af den lange levetid for et cementanlæg,

⁵³ Det har ikke været muligt at få markedsandele for 2012 – Ud fra FLSmidths årsrapport hentydes til et godt år, og at de stadig er førende.

⁵⁴ Se bilag 1 for ny cementovnskapacitet

bliver den oprindelige anlægsudgift mindre vigtig i forhold til dens livslange performance. Det er en fordel for FLSmidth, hvis fokus ligger på teknologi og kvalitet. Konkurrenterne KHD og Polysius er ligesom FLSmidth gamle europæiske virksomheder, hvis fokus også ligger på teknologi og kvalitet, mens kinesiske Sinomas største konkurrencemæssige fordel og fokus ligger på prisen.

Konkurrencen i cementindustrien er rimelig konsolideret, hvor de fire største aktører har ca. 85 % af markedsandelen.

I **mineralindustrien** er det lidt sværere at definere FLSmidths markedsandel, som varierer i de forskellige markeder. FLSmidth fokuserer på fem industrier inden for mineralsektoren og på at levere komplette produktporteføljer inden for bestemte dele af industriens værdikæde. Ved at fokusere på udvalgte industrier og kombinere service og teknologi vil FLSmidth differentiere sig fra konkurrenterne – det er målet at implementere 'One Source' strategien fra cementindustrien til mineralindustrien, og med de seneste års strategiske opkøb kan FLSmidth nu tilbyde det i kobberindustrien og næsten i guld- og kulindustrien.

Industrien er meget mindre konsolideret end cementindustrien, og FLSmidths primære konkurrenter er Metso, Outotec, Sandvik og Atlas Copco.

I afsnittet nedenfor, *Konkurrenter*, vil der fokuseres mere på FLSmidths konkurrencesituation.

3.3 Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen vil tage udgangspunkt i Porters værdikædeanalyse. Porters værdikædeanalyse er et udbredt instrument til den interne del af den strategiske analyse. Værdikædeanalysen er udviklet til større produktionsvirksomheder, derfor er det nødvendigt at lave nogle justeringer i forhold til FLSmidth.

Valget er alligevel faldet på Porters værdikæde, da det er den mest udbredte teori til at analysere de interne forhold i en virksomhed. Interne analyser er i forvejen besværlige på grund af den begrænsede information. Modellen skal hjælpe med at finde frem til FLSmidths styrker og kernekompetencer og udpege de aktiviteter i virksomheden, som skaber værdi og en konkurrencemæssig fordel. I modellen bliver FLSmidths aktiviteter placeret i en kæde af primære aktiviteter, efterfulgt af deres støtteaktiviteter⁵⁵.

3.3.1 Primære aktiviteter

De traditionelle primære aktiviteter inkluderer: Indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg samt service. Der er i denne analyse blevet lagt vægt på *produktion, marketing og salg* samt *service*.

⁵⁵ Elling, s. 78-79 og Betabox.dk - Værdikædeanalyse

3.3.1.1 Produktion

Produktionselementet for FLSmidth er, med skiftet fra at være et konglomerat til at være en fokuseret rådgivende ingeniørvirksomhed med speciale i opsætning af mineral- og cementanlæg, blevet outsourcet. Det er en vigtig strategisk beslutning fra FLSmidths side, og det betyder, at de kan føre en 'asset light' forretning. Koncernens interne ressourcer består således primært af ingeniører, der udvikler projekter, konstruerer og servicerer udstyr, hvorimod størstedelen af fabrikationen er blevet lagt ud til underleverandører. Fokus skal ligge på deres kernekompetencer, og enhver intern produktion skal derfor have et strategisk mål, f.eks. at sikre patentrettigheder, være uafhængig af monopolistiske leverandører, sikre kortere leveringstid eller bestå af strategisk vigtige reservedele, der er efterspurgt og giver en høj fortjeneste⁵⁶. FLSmidth kan med sin fleksible omkostningsstruktur planlægge og tilpasse ressourcerne til de aktuelle markedsforhold.

Fordelen ved at føre en asset light forretningsmodel er, at FLSmidth bliver mindre sårbar over for en konjunkturedgang. Mineral- og i særdeleshed cementindustrien er begge konjunkturfølsomme industrier, og ved at begrænse mængden af bunden arbejdskapital, har FLSmidth kunne manøvrere mere frit end deres konkurrenter. Dette har medført, at FLSmidth har klaret sig stærkere igennem finanskrisen end andre sammenlignelige selskaber, som også vurderes til at være konjunkturfølsomme⁵⁷.

Ved ydermere at outsource størstedelen af produktionen kan FLSmidth fokusere på deres kernekompetencer, som er opførelsen af komplette cement- og mineralanlæg. Både indenfor cement- og mineralindustrien bliver der større fokus på total løsninger og total cost of ownership. FLSmidth imødekommer begge efterspørgsler fra industriernes side. I nogle mineralindustrier er FLSmidth alene om at tilbyde komplette løsninger, og de logistiske, organisatoriske erfaringer er svære at efterligne af konkurrenterne.

Fordelen ved en 'asset light' forretning skal vejes op mod de ulemper, det skaber. Ved at outsource store dele af produktionen, skaber FLSmidth en afhængighedsforhold til sine underleverandører, og i tilfælde af stor stigning i efterspørgsel vil man risikere at skabe en flaskehalseffekt og højere omkostninger sammenlignet med de konkurrenter, der er selvproducerende.

3.3.1.2 Marketing og salg

1. FLSmidth har 120 års erfaring og med dette skabt et velrenommeret navn og anerkendt brand. FLSmidth har, med deres skift fra konglomerat til specialiseret virksomhed, samlet alle deres aktiviteter under et navn, FLSmidth, for at kunne optimere nytten af brandet.

⁵⁶ FLSmidth 2011, s. 13

⁵⁷ Børsen, 1. oktober 2012

I en så investeringstung industri, som FLSmidth sælger deres produkter til, gælder almindelig marketing ikke. Her er det i højere grad erfaringer, et godt omdømme og det rigtige produkt, der er afgørende. FLSmidth står stærkt i alle kategorier – derudover står de i modsætning til flere af deres konkurrenter stærkt på alle de markeder, som de opererer på⁵⁸.

Konkurrencen er også meget prisfølsom, og med Sinomas indtog på det internationale marked er det stadig en vigtig faktor, som FLSmidth og de øvrige konkurrenter har måtte erkende. I dag er fokus større på kvalitet, effektivitet og teknologi. Der er fokus på 'total cost of ownership' – og på grund af et anlægs levetid bliver driftsomkostningerne vigtigere end prisen på opførelsen af anlægget. FLSmidths førende teknologi har her en stor konkurrencemæssig fordel over for især Sinoma.

Lokal tilstedeværelse er en vigtig faktor. FLSmidth er repræsenteret i over 50 lande og er stærkt repræsenteret både i Indien og Kina⁵⁹, som er de hurtigst voksende markeder. I Indien er FLSmidths tilstedeværelse så forankret, at FLSmidth anses som værende en lokal virksomhed. Den lokale kontakt til kunden er vigtig, og en del af FLSmidths nye vækststrategi er netop fokus på kundeintimitet. Det er vigtigt at skabe et loyalitetsbånd mellem kunden og FLSmidth, men den lokale tilstedeværelse er også vigtig for at få lokale tilladelser og licenser, som bliver stadig sværere at få.

3.3.1.3 Service – Customer Services

Service er et relativt nyt koncept for FLSmidth, fokus på servicesegmentet er først taget til de sidste 7-8 år, og er siden 2004-5 gået fra en omsætning på omkring 1 mia. til i dag at generere en omsætning på mere end 8 mia. kr.⁶⁰

Siden 2005 er serviceelementet blevet en strategisk vigtig del af FLSmidths forretningsgrundlag. After business markedet har enormt potentiale og en højere indtjeningsmargin end FLSmidths andre divisioner, med en EBIT-margin på omkring 15 %.

Mulighederne i Customer services kan sammenlignes med et isbjerg, hvor toppen af isbjerget er anlægget, mens alt under vandet er relateret til Customer Services.

Service divisionen betyder en tættere kontakt med kunderne, hvilket resulterer i en højere loyalitet fra kundernes side. Derfor er lokal tilstedeværelse også en nødvendighed, og for at øge den lokale tilstedeværelse åbnede FLSmidth i 2012 de første tre af i alt otte planlagte supercentre. Centrene opføres i områder, hvor FLSmidth har betydelige mine- og cementaktiviteter. Derudover etableres der løbende lokale serviceenheder, der også er med til at bringe FLSmidth tættere på kunden⁶¹. Med den øgede lokale

⁵⁸ Deutsche Bank Markets Research: Outotec 6. December 2012

⁵⁹ FLSmidths position på det kinesiske marked er primært i mineralsegmentet.

⁶⁰ FLSmidth 2012, s. 30

⁶¹ FLSmidth 2012, s. 12

tilstedeværelse og fortsatte kontakt til kunderne vil FLSmidth også stå stærkere i reservedelsmarkedet, hvor små lokale spillere traditionelt har været aktive.

Udover opførelsen af supercentre har FLSmidth foretaget strategiske opkøb, ikke kun i forbindelse med udvidelse af produktporteføljen, men også ud fra et strategisk servicehensyn. Senest med købet af australske Ludowici, som udover at tilføje FLSmidth en komplet produktportefølje indenfor kulhåndtering og processing også tilføjer en stor servicesektion (65 % af Ludowicis aktiviteter var servicerelateret) og en styrket lokal tilstedeværelse i Australien og Oceanien, som er et vigtigt mineralområde.

FLSmidth har derudover udviklet et koncept for drifts- og vedligeholdelsesaftaler (O&M – Operations & Maintenance), hvilket støtter FLSmidths 'One Source' koncept. O&M giver kunden tilbuddet, at FLSmidth ikke alene står for opsætningen af cement- eller mineralanlæg, men også står for den daglige ledelse, produktion og vedligeholdelse af anlægget. O&M – konceptet er unikt og en stor konkurrencemæssig fordel for både FLSmidth og kunden. Der er således tilfælde, hvor kundens finansiering er blevet godkendt på grund af en aftale med FLSmidths O&M⁶². Som tegn på hvor stærkt et koncept FLSmidths O&M produktet er, vandt FLSmidth i 2012 en 7-årig O&M kontrakt i Egypten. Det usædvanlige ved kontrakten er, at det for første gang er på et anlæg, som oprindeligt er leveret af en konkurrent⁶³.

Alle seks fokusindustrier, som FLSmidth opererer indenfor, er alle cykliske. Servicedivisionen er med til at mindske FLSmidths konjunkturfølsomhed, da vedligeholdelse og reservedelsforretningen ikke på samme måde er påvirket af konjunkturerne.

3.3.2 Sekundære aktiviteter

Ud fra Porters værdikæde er støtteaktiviteterne: Virksomhedens infrastruktur, menneskelige ressourcer, produkt-og teknologiudvikling samt indkøb og forsyninger. Analysen vil tage udgangspunkt i disse støtteaktiviteter, men fokus vil blive lagt, så den passer på FLSmidths forretning.

3.3.2.1 Virksomhedens infrastruktur

Virksomhedens infrastruktur dækker her over FLSmidths strategi og struktur. FLSmidth har i 2012 startet implementeringen af en ny strategi og en ny virksomhedsstruktur. Struktur og strategi er forklaret i kapitel 2.

Den nye struktur skal øge synergien mellem de forskellige divisioner, og 2013 skal bruges til at effektivisere udnyttelsen og yderligere implementere den nye strategi.

⁶² FLSmidth, Capital Market day 2012

⁶³ FLSmidth 2012, s. 33

3.3.2.2 Teknologisk udvikling

FLSmidth ønsker at differentiere sig gennem deres teknologiske kompetencer, og det er målet konstant at udvikle den førende teknologi indenfor virksomhedens fokusområder. Den teknologiske udvikling er en vigtig målsætning for FLSmidth, og der afsættes ca. 1,5 – 2 % af omsætningen årligt til forskning og udvikling (målet er 2 %; 2012: 1,5 %). I FLSmidths nye strategi fra 2012 er et af de tre nøgletemaer i implementeringen: *Teknologisk lederskab*. Udover intern udvikling i forsknings og udviklingscentre, har FLSmidth også foretaget en række strategiske opkøb for at få adgang til ny teknologi.

3.3.2.3 Indkøb

Indkøb skal her forstås som opkøb. FLSmidth har gennem hele sin levetid opkøbt virksomheder, hvilket er en vigtig del af deres strategi.

FLSmidth har de seneste år intensiveret deres strategiske opkøb og fokuseret på at købe virksomheder, der kan være med til at styrke FLSmidths produktportefølje. Virksomhedsopkøbene er også en mulighed for at udvide FLSmidths geografiske markedsandele. Et godt eksempel er FLSmidths seneste store opkøb, Ludowici, som både skaffede FLSmidth teknologisk viden, samt en større andel på et vigtigt marked, det australske.

I 2012 købte FLSmidth syv virksomheder, mens man i 2013 vil fokusere på konsolidering og integration af de opkøbte virksomheder.

3.3.2.4 Menneskelige ressourcer

FLSmidth er en lærende organisation, hvor menneskelige ressourcer er FLSmidths vigtigste aktiv. Derfor sker der en kontinuerlig udvikling af medarbejderne, og FLSmidth har blandt andet udviklet karriere- og talentprogrammer for at styrke deres medarbejdere og for at gøre FLSmidth til en attraktiv arbejdsplads. Medarbejderloyalitet er vigtig for at skabe kontinuitet, og fordi der er meget implicit viden forbundet med arbejdet. I Indien er det en udfordring for FLSmidth at holde på deres medarbejder, da der ikke eksisterer samme loyalitetsbånd mellem ansatte og arbejdsgivere.

3.4 Konkurrenter

FLSmidth operer i dag primært på to markeder, cement- og mineralmarkedet. Mens cementmarkedet er gennemskueligt i forhold til FLSmidths nærmeste konkurrenter, er mineralmarkedet mere komplekst, og produktporteføljen er meget bredere. Ligeledes er markedsandelene sværere at definere i mineralmarkedet, end det er i cementmarkedet.

3.4.1 Konkurrenter - Cement

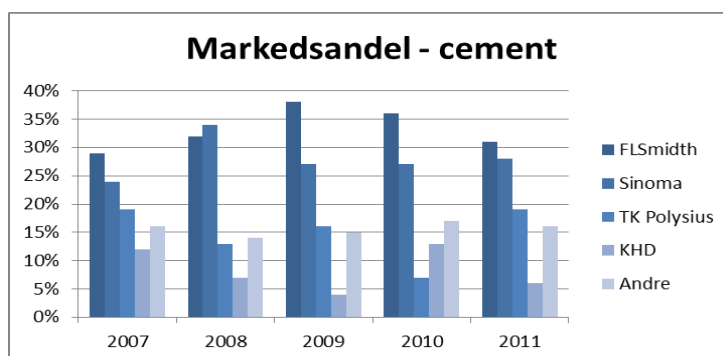
Figuren ovenfor viser fordelingen af det globale marked for ny cementovnkapacitet, ekskl. Kina. FLSmidths tre største konkurrenter indenfor cement er;

Figur 3.3: Markedsandel – Cement 2007 – 2011

Sinoma, Polysius (ThyssenKrupp) og KHD.

3.4.1.1 Sinoma

Sinoma er den næststørste udbyder af produktionsudstyr og produktionsanlæg til cementindustrien udenfor Kina. Sinoma er et statsejet kinesisk selskab og har nærmest monopol på det kinesiske marked, som i en række år har været mere eller mindre lukket land for udefra kommende konkurrenter.



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af FLSmidth 2007 – 2011 (2012 tal ikke tilgængelige)

Sinoma har de seneste år udvidet kraftigt uden for Kina og havde i 2011 en markedsandel udenfor Kina på 28 %. Sinoma har ekspanderet kraftigt i form af en aggressiv prisstrategi, som har været væsentlig lavere end dem fra FLSmidth og KHD. Til gengæld har deres teknologiske niveau været meget lavere end FLSmidth⁶⁴. Deres markedsandel toppede i 2008, hvor de havde en markedsandel uden for Kina på 34 % - den er dog faldet de seneste år, i takt med at FLSmidth og de øvrige konkurrenter er blevet bedre til at konkurrere på prisen.

Sinoma har især haft stor succes i det mellemøstlige marked ved at tilbyde lave priser og sende lavtlønnet arbejdskraft fra Kina til Mellemøsten. Ved at sende lavtlønnet arbejdskraft til de lande, hvor de opfører projekterne, har Sinoma med succes kunnet føre den aggressive prisstrategi. Deres internationale succes skyldes i høj grad, at flere lande i Mellemøsten har accepteret denne model. I mange andre lande er denne strategi ikke en mulighed, da andre lande typisk ikke er indstillet på at udstede store antal arbejdstilladelser til midlertidig arbejdskraft. Dette reducerer Sinomas konkurrencemæssige fordel betydeligt, da de primært konkurrerer på prisen og ikke den teknologiske kvalitet.

3.4.1.2 ThyssenKrupp Polysius

Polysius er et datterselskab i ThyssenKrupp gruppen, som er et industrikonglomerat og også en konkurrent på mineralmarkedet. ThyssenKrupp største marked er indenfor stålindustrien. ThyssenKrupp har en lang historie og er, ligesom FLSmidth, en traditionsrig virksomhed. På cementmarkedet udenfor Kina har Polysius i den analyserede periode haft en markedsandel på mellem 7 % og 19 %. I 2011 havde Polysius en markedsandel på 19 %. I modsætning til Sinoma konkurrerer Polysius, ligesom FLSmidth, primært på teknologien og ikke på prisen.

⁶⁴ J. P. Morgan Equity Research 30. September 2011 og FLSmidth, Capital Market Day 2012

3.4.1.3 KHD Humboldt

KHD er en tysk baseret virksomhed, hvis fokus er på opførelse af komplette cementanlæg. I 2011 havde KHD en markedsandel på 6 %. KHDs markedsandel har været meget volatil over den analyserende periode, fra 13 % til 4 %, og i perioden umiddelbart før havde de en markedsandel på 20 % (2006). KHD er ligesom FLSmidth en gammel virksomhed med over 150 års erfaring. Ligesom FLSmidth outsourcer KHD også størstedelen af deres produktion og fokuserer på teknologisk udvikling. I de seneste par år er KHD også begyndt at fokusere på servicesegmentet og begyndt at bygge servicecentre strategiske steder rundt omkring i verden. I 2011 blev der dannet en alliance med kinesiske CATIC, hvilket har banet vejen ind på det kinesiske cementmarked, som har store potentielle muligheder.

De tre ovenfor nævnte konkurrenter forventes fortsat at være FLSmidths primære konkurrenter på cementmarkedet i fremtiden. Derudover er der en markedsandel på ca. 16 %, som består af andre mindre typisk lokale leverandører, som globalt ikke er en trussel, men som kan have stor indflydelse lokalt.

3.4.2 Konkurrenter – mineraler

På mineralmarkedet er leverandørindustrien meget mere fragmenteret end på cementmarkedet. FLSmidth konkurrerer med forskellige globale spillere, der dækker forskellige dele af mineralanlæggets værdikæde. Derfor er der ikke i samme grad mulighed for at opgøre markedsandele og konkurrenter på samme måde, som det var muligt indenfor cement. Mineralmarkedet er også meget bredere end cementmarkedet, med spillere indenfor forskellige mineraler og metaller. Store spillere og konkurrenter for FLSmidth er; Metso, Outotec og Sandvik – de er blevet valgt ud fra lignende fokusområder. Andre konkurrenter inden for mineralmarkedet er ThyssenKrupp, Atlas Copco og Weir Minerals.

3.4.2.1 Metso

Metso er et internationalt industrikonglomerat med finske rødder. Ligesom FLSmidth er Metso også fokuseret på den teknologiske udvikling og vedvarende miljømæssige løsninger. Derudover er de også åbnet op for servicesegmentet, dog er det en nyere strategi hos Metso. Metso bevæger sig i andre markeder end FLSmidth og er i anden størrelse. Således havde de en omsætning på 7,5 mia. EURO (ca. 56 mia. kr.) i 2012 eller mere end dobbelt så meget som FLSmidth. Metso opererer blandt andet på kobber og guldmarkedet – to industrier, som er blandt FLSmidths seks fokusindustrier, og hvor FLSmidth står meget stærkt. Kobber er FLSmidths største minalsegment, og inden for guld er FLSmidth den eneste leverandør på markedet, der kan levere komplette løsninger, noget som i stigende grad bliver efterspurgt på markedet.

3.4.2.2 Outotec

Outotec er ligeledes en finsk virksomhed, der har sit fokus på mineralmarkedet. Outotecs største marked er kobber, hvor 33 % af deres omsætning på 2 mia. EURO kommer fra. Outotecs speciale er behandling af mineraler og metaller – lignende FLSmidths egen Mineral Processing division. Outotec har også begyndt et servicesegment og vil i fremtiden tilbyde service til anlæg gennem deres levetid.

3.4.2.3 Sandvik

Sandvik er et svensk globalt industrielt konglomerat. Sandvik er væsentlig større end FLSmidth målt på omsætning, således havde Sandvik i 2012 en omsætning på 98 mia. SEK – hvoraf 40 % stammer fra mineralindustrien. Sandviks produktportefølje er på nuværende tidspunkt større end FLSmidths – deres fokus ligger blandt andet inden for drilling, men ligesom FLSmidth også inden for processing og material handling. Sandvik har fokus på at være teknologisk førende, og de har mulighed for at opnå synergieffekter gennem deres andre kerneområder, som inkluderer både energi og luftfartsteknologi.

3.5 Aktieanalyse (beta)

For at underbygge den strategiske analyse og FLSmidths konkurrenter, analyseres aktiekursudviklingen for FLSmidth og deres konkurrenter inden for cement og mineralindustrien.

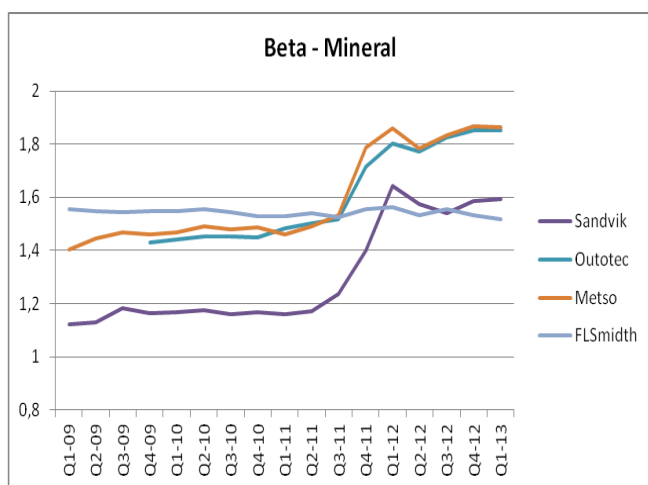
Formålet med analysen er at vurdere, hvordan FLSmidths og dens konkurrenters aktiekurs bevæger sig i forhold til markedet. Det gøres ved at udregne udviklingen af den 3-årige beta-værdi for de forskellige virksomheder, da beta indikerer den systematiske risiko i forhold til markedet. Markedets beta er en konstant på 1, en beta-værdi over 1 betyder at aktien er mere volatil eller risikobetonet end markedet, mens en beta under 1 indikerer, at aktien er mindre volatil og dermed mindre risikobetonet end markedet.

FLSmidth og dets konkurrenter opererer alle på det globale marked, men er registreret på forskellige aktiebørser. For at give det mest retvisende billede bruges MSCI World indekset som markedet⁶⁵.

Virksomhedernes beta-koefficient findes ud fra følgende formel:

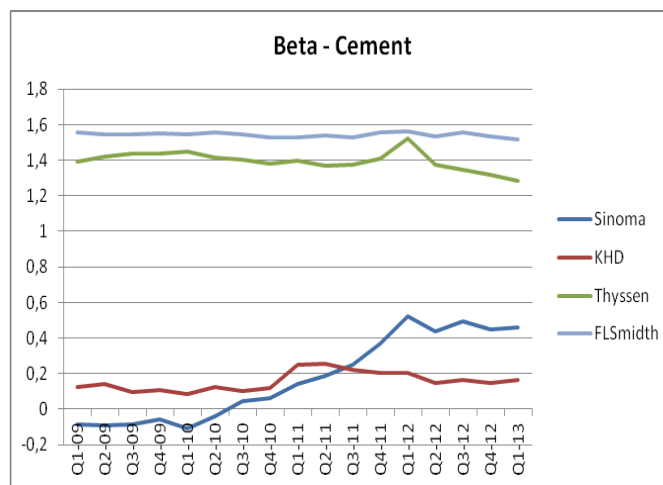
$$\beta_a = \frac{Cov(r_a, r_{MSCI})}{Var(r_{MSCI})}$$

Figur 3.4: Udvikling af 3-årige beta - Mineral



Kilde: Egen tilvirkning

Figur 3.5: Udvikling af 3-årige beta - Cement



Kilde: Egen tilvirkning

⁶⁵ Dataen er blevet trukket fra Datastream

På baggrund af den strategiske analyse er det ikke overraskende, at FLSmidths beta-koefficient ligger omkring 1,5 gennem perioden, ligesom konkurrenterne i mineralindustrien. Det er imidlertid overraskende, at Sinoma og i særdeleshed KHD, har en beta-koefficient langt under 1. Sinomas beta kan forklares med deres markedsandel på verdens største marked, det kinesiske, derudover er Sinoma registreret på Shanghai Stock Exchange i Kina, som stadig til dels er lukket for omverdenen, hvilket kan være med til at forklare aktiens bevægelser. KHDs konstante lave beta-koefficient er derimod meget overraskende. KHD ligner FLSmidths cementforretning og har umiddelbart samme risikoprofil, men beta-koefficienten indikerer noget andet.

3.5.1 Sharpe analyse

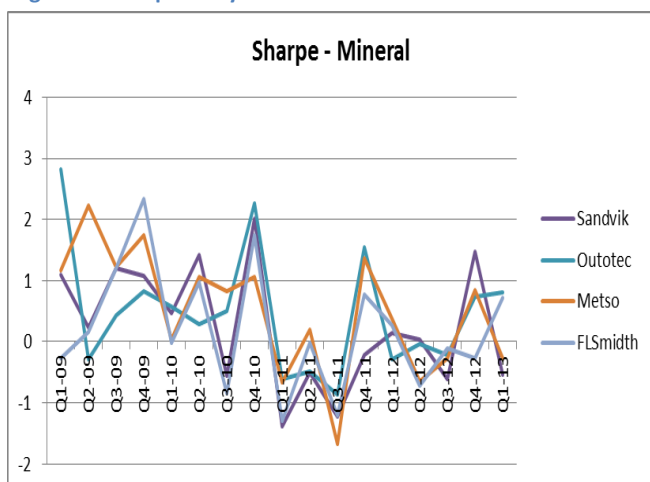
Ud fra ugentlige afkast trukket fra Datastream er der foretaget en analyse af aktiernes Sharpe-ratio udviklet over tid. Sharpe-ratio er et udtryk for afkastet i forhold til risikoen og måles på baggrund af den historiske volatilitet, eller Sharpe-ratio måler et risikojusteret merafkast.

Sharpe-ratio beregnes forenklet som det historiske afkast minus en benchmark⁶⁶, divideret med standardafvigelsen. Den valgte benchmark er afkastet på MSCI-indekset. Det betyder at Sharpe-ratioen fortæller, hvor godt aktien kompenserer investoren for den risiko, han tager i forhold til en investering i markedet. Jo højere en Sharpe-ratio desto højere afkast får investoren for den samme risiko.

Ved brug af nedenstående formel kan vi finde sharpe-ratioen for FLSmidth og deres konkurrenter.

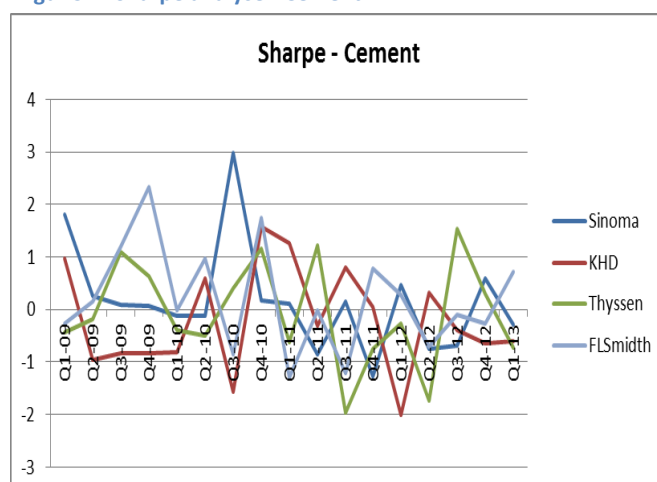
$$S = \frac{E[R - R_b]}{\sqrt{\text{var}[R - R_b]}}$$

Figur 1.6: Sharpe analyse - Mineral



Kilde: Egen tilvirkning

Figur 3.7: Sharpe analyse - Cement



Kilde: Egen tilvirkning

⁶⁶ I den oprindelige Sharpe-ratio var benchmark lig med den risikofrie rente; $S = \frac{E[R - R_f]}{\sqrt{\text{var}[R - R_f]}}$

I mineralindustrien er der en stærk korrelation blandt konkurrenterne og FLSmidth. Det er tydeligt, at der er tale om konjunkturfølsomme industrier, men også sencykliske – effekterne af finanskrisen ses først tydeligt i 2010 – 2011. Man kan se, at de store mineinvesteringer (capex) i anden halvdel af 2011 og starten af 2012 har en positiv effekt på udviklingen.

I cementindustrien er der ikke samme korrelation hverken mellem FLSmidth og konkurrenterne eller mellem konkurrenterne indbyrdes. Sinoma er som nævnt et særtilfælde, dels i form af deres position på det kinesiske marked, og dels i form af deres registrering på Shanghai Stock Exchange. ThyssenKrupp er et stort konglomerat, der også er en konkurrent på mineralmarkedet med en stor eksponering på stålmarkedet. KHD ligger i store perioder under nul, hvilket betyder en større risiko i forhold til konkurrenterne og markedet.

Figur 3.8: Sharpe-ratio oversigt over høj, lav og gennemsnit for FLSmidth og konkurrenter

Sharpe-ratio	Sinoma	KHD	Thyssen	Sandvik	Outotec	Metso	FLSmidth
Højeste	2,981	1,578	1,530	2,010	2,823	2,226	2,342
Gennemsnit	0,154	-0,202	-0,073	0,244	0,473	0,505	0,200
Laveste	-1,270	-2,018	-1,960	-1,389	-0,856	-1,676	-1,303

Kilde: Egen tilvirkning

FLSmidth performance sammenlignet med konkurrenterne ligger midt i feltet. FLSmidth klarer sig i Sharpe analysen bedre end cementkonkurrenterne, men værre end mineralkonkurrenterne. Det kan skyldes, at cementindustrien har lidt i den analyserede periode, mens der har været store investeringer på mineralmarkedet. I den analyserede periode er FLSmidth gået fra at være mest eksponeret på cementmarkedet til nu at have mest fokus på mineralmarkedet. Derfor er FLSmidths placering midt i feltet ikke overaskende.

3.6 SWOT og delkonklusion

Figur 3.9: SWOT – model

S Styrke	W Svagheder
Brand - ekspertise, know-how og pålidelighed One Source - totalløsninger Teknologi Asset light forretningsstruktur Fokus på Customer Services segmentet Bæredygtige produkter Global og Lokal tilstedeværelse Fokuseret på kernekompetencer Høje indgangsbarrierer i begge industrier	Fortsat meget konjunkturfølsom Opførelsestid - lang tid fra projekt til omsætning Material Handling startvanskeligheder Leverandørafhængighed pga forretningsstruktur Høje omkostninger - blandt de dyreste på markedet
O Muligheder	T Trusler
Fokus på miljø og bæredygtighed Øget fokus på 'Total cost of ownership' Økonomisk vækst i EMEs Kina - muligheder for øget markedsandele/liberalisering Større outsourcing til lavprislande Fokus på vækstmarkeder Mulighed for forbedringer på prisniveau	Fortsat usikkerhed i den globale økonomi Politisk ustabilitet Øget politisk indblanding og bureaukrati Lokale konkurrenter Faldende råvarepriser Finansieringsmuligheder for kunder Medarbejderloyalitet - FLSmidth er afhængig af de ansattes viden - FLSmidths stærkeste asset

Kilde: Egen tilvirkning

4 Regnskabsanalyse

Formålet med kapitlet er at afdække de finansielle værdidrivere der, sammen med de ikke-finansielle værdidrivere fra den strategiske analyse, skal afdække FLSmidths rentabilitet og værdiskabelse.

Regnskabsanalysen skal være med til at afdække FLSmidths afkastningsgrad (ROIC), merafkast (EVA), overskudsgrad (OG), aktivernes omsætningshastighed (AOH) samt se udviklingen gennem en common-size-analyse og trendanalyse.

En virksomheds værdiskabelse kommer primært fra to aktiviteter: driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Driftsaktiviteten omfatter typisk virksomhedens primære værdiskabende aktiviteter. Det gælder derfor om at reklassificere posterne i balancen og resultatopgørelsen som driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter.

4.1 Anvendt Regnskabspraksis og regnskabskvalitet

FLSmidth har siden 1. januar 2005 aflagt årsregnskaber i overensstemmelse med IFRS⁶⁷. Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede virksomheder, som fastlagt af NASDAQ OMX Copenhagen, samt IFRS-bekendtgørelsen udstedt i henhold til årsregnskabsloven⁶⁸. Der har ikke været ændringer i regnskabspraksis i den belyste periode, 2007 – 2012, hvilket betyder, at årsrapporterne er sammenlignelige⁶⁹. Derudover har Deloitte, som FLSmidths uafhængige revisor, ikke fundet anledning til nogle forbehold eller ændringer, men bekræfter at FLSmidths årsregnskab giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling.

4.2 Reformulering

I de følgende afsnit vil henholdsvis resultatopgørelsen og balancen blive reformuleret. Jeg vil i hvert afsnit notere en kommentar til poster, der skiller sig ud, eller ved hvilke der er blevet stillet spørgsmålstegn.

4.2.1 Resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen viser årets nettooverskud, på baggrund af FLSmidths drifts- og finansieringsaktiviteter. I den analytiske reformulering gælder det om at komme frem til NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) eller resultat af primær drift efter skat. Nøgleordet er *primær drift*. Driften er den primære drivkraft for værdiskabelsen i en virksomhed og er derfor vigtig at få isoleret⁷⁰. Hvad der indebærer *primær drift* er ikke entydigt defineret, ej heller er skellet mellem drift og finansiering altid helt tydeligt i regnskaber. Det kan derfor være nødvendigt at reformulere resultatopgørelsen for at få et mere retvisende resultat. Følgende poster har været til overvejelse i resultatopgørelsen.

4.2.1.1 Særlige engangsposter

Særlige engangsposter omfatter omkostninger og indtægter i forhold til koncernens primære aktiviteter. Posten vurderes at skulle indgå som en del af FLSmidths driftsaktiver og dermed i den reformulerede resultatopgørelse på baggrund af to overvejelser. Det er en post, der omhandler koncernens primære aktiviteter, og selvom FLSmidth oplyser, at der er tale om særlige *engangsposter*, går posten alligevel igen år efter år. Det er muligt, at det er forskellige poster hvert år, men det er konsistent inden for samme område.

4.2.1.2 Andre driftsindtægter, netto

FLSmidth påstår, at det drejer sig om indtægter og omkostninger, der er af sekundær betydning i forhold til koncernens aktiviteter. Der er tale om forskellige aktiviteter, herunder lejeindtægter, tilskud, royalties, mv.

⁶⁷ International Financial Reporting Standards

⁶⁸ FLSmidth 2012, s. 126

⁶⁹ Der har været mindre ændringer i regnskabsstandarder, men ikke nogen, der har ændret regnskabspraksis.

⁷⁰ Petersen & Plenborg (2007): Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 121

Umiddelbart er de ikke direkte linket til den primære drift, men der er tale om tilbagevendende poster i en sådan grad, at posten er medtaget i den reformulerede resultatopgørelse.

4.2.1.3 Dirty Surplus eller ikke-resultatførte driftsposter

Dirty surplus er et begreb for postering af indtægter og omkostninger uden om resultatopgørelsen og kaldes "dirty surplus accounting". Dirty surplus posteringer findes, hvis der i egenkapitalopgørelsen er andre overskudskomponenter end nettooverskuddet fra resultatopgørelsen. Der er typisk tale om valutakursreguleringer eller værdireguleringer på finansielle instrumenter.

De er blevet undladt, fordi de vurderes ikke at være en del af den primære drift, og hvis de bliver medtaget, kan give et forkert billede af indtjeningen på driften⁷¹.

4.2.1.4 Allokering af skat

Posten, "skat af årets resultat af fortsættende aktiviteter" er påvirket af både driften og de finansielle poster. Det beløb skal allokere ud, så det er fordelt mellem de driftsmæssige og finansielle aktiviteter. FLSmidt opnår de fleste år en skattemæssig fordel på grund af de finansielle omkostninger. Skattefordelen ved netto finansielle poster defineres som skatteskjoldet.

$$\text{Skatteskjold} = \text{netto finansielle poster} * \text{selskabsskatteprocenten}$$

Selskabsskatten er i hele perioden 25 %, som er skattesatsen, der skal bruges til at finde skatteskjoldet fra netto finansielle omkostninger. Skatteskjoldet skal indregnes som en del af skatten på EBIT, og senere skal rabatten modregnes i forhold til årets resultat.

Figur 4.1: Korrigeret skat af EBIT

Skat af EBIT	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Skat af årets resultat	653	646	590	403	667	584
Skatteskjold af finansielle poster	15,25	25,25	29,5	38,25	71,5	-13,25
Driftsskat af EBIT	668,25	671,25	619,5	441,25	738,5	570,75

Kilde: Egen tilvirkning

Efter overstående overvejelser får resultatopgørelsen følgende resultater.

⁷¹ Petersen & Plenborg (2004), s. 10.

Figur 4.2: Komprimeret analytisk resultatopgørelse

Analytisk Resultatopgørelse	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	19.967	25.285	23.134	20.186	21.998	24.849
Produktionsomkostninger	-15.695	-19.664	-17.728	-14.979	-16.264	-18.771
Bruttoresultat	4.272	5.621	5.406	5.207	5.734	6.078
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	2.106	2.804	2.733	2.426	2.663	2.742
Resultat af primær drift (EBIT)	1.824	2.409	2.261	1.990	2.171	1.988
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.253	1.671	1.820	1.371	1.500	1.320
Årets resultat	1.294	1.515	1.664	1.278	1.437	1.303

Kilde: Egen tilvirkning, for mere gennemførlig analytisk resultatopgørelse, se bilag 6

4.2.2 Analytisk balance af driften

Ved en reformulering af balancen opnås, at de reformulerede aktiver er forbundet til driften, og at passiverne er relateret til finansieringsaktiviteten. Summen af aktiverne/passiverne viser her *investeret kapital*. *Investeret kapital* viser, hvad virksomheden har investeret i driften, og hvordan den finansieres. Følgende poster har været til overvejelse i balancen.

4.2.2.1 Driftsaktiver

Driftsaktiver består af de aktiver, der er relateret til driften af FLSmidth. En række af driftsaktiverne består af materielle anlægsaktiver, der er nødvendige for at opretholde driften. Det drejer sig om *grunde og bygninger, tekniske anlæg og maskiner, driftsmaterialer og inventar og materielle aktiver under opførelse*. FLSmidth er primært en rådgivende forretning og outsourcer en stor del af produktionen. Således er deres materielle anlægsaktiver relativ små.

De immaterielle aktiver er ca. tre gange større end de materielle anlægsaktiver. De immaterielle består af *Goodwill, Erhvervede patenter og rettigheder, Kunderelationer, Andre immaterielle aktiver, Færdiggjorte udviklingsprojekter og Immaterielle aktiver under udvikling*.

Andre driftsaktiver. *Udskudte skatteaktiver* opstår typisk som følge af skattemæssige fremførbare underskud. Det kan både være i forbindelse med drift eller finansielle investeringer. Det fremgår ikke tydeligt af FLSmidths regnskab, hvor skatteaktivet hører hjemme. I de fleste tilfælde vil udskudte skatteaktiver være knyttet til driften, og derfor er posten blevet klassificeret som en del af driften⁷².

Varebeholdninger består af råvarer, varer under fremstilling og varelager. Stigningen i varebeholdningen skal ses i lyset af øget aktivitet i mineralsegmentet, samt udvidelse af forretningen gennem opkøb af virksomheder⁷³.

⁷² Petersen & Plenborg (2007), s. 147

⁷³ FLSmidth 2012 og 2011, hhv. side 108 og 110.

Igangværende arbejder for fremmed regning måles efter færdiggørelsesgraden og salgsværdien af den udførte andel af kontrakten.

Andre tilgodehavender. Det fremgår ikke af årsrapporten, hvorvidt *andre tilgodehavender* tilhører drift eller finansiering. Der er formentlig tale om både drift og finansiering. Der er derfor foretaget en korrektion i den analytiske balance, hvor *Andre tilgodehavender* er blevet delt op i hhv. drift og finansiering med en fordelingsnøgle, der hedder 75 % drift og 25 % finansiering⁷⁴.

Periodeafgrænsningsposter består af både finansielle og driftsmæssige poster. Manglende information i årsrapporten gør det umuligt at definere dem nærmere. Efter antagelse er de blevet posteret under driftsaktiver.

Forudbetalinger til underleverandører er forudbetalinger i forbindelse med *Igangværende arbejder for fremmed regning*.

Aktiver bestemt for salg omhandler primært Cembrit, som i anden halvdel af 2012 blev sat til salg, og resultater derfra posteres nu under ophørte aktiviteter på resultatopgørelsen. I balancen er posten blevet opført under anlægsaktiver.

Kapitalandele i associerede virksomheder. Det er muligt, at denne postering blandt andet består af renteindtægter og øvrige finansielle indtægter, men der er i noterne ikke tilstrækkelig information til at opdele resultat fra kapitalandele. Derfor bliver alle indtægter og omkostninger fra disse investeringer klassificeret som en del af driften.

4.2.2.2 Driftsforpligtelser

Driftsforpligtelser er de forpligtelser, der er forbundet til driften.

Hensatte forpligtelser omfatter, udover forpligtelser som *Udskudt skat* og *Pensionsforpligtelser*, også *Andre hensatte forpligtelser*, som dækker en bred række af hensættelser, herunder hensættelser til tabsgivende kontrakter, garantireklamationer på varer eller ydelser, restrukturering, hensættelser i forbindelse med salg af virksomheder og aktiviteter, samt hensættelser til tab på tvister og retssager⁷⁵.

Skyldige selskabsskatter er skyldig selskabsskat.

Leverandører af varer og tjenester er gæld til leverandører.

⁷⁴ Der er her tale om en skønsvurdering, da specifikationer ikke er oplyst i noterne. FLSmidt 2012, s. 108 og Petersen & Plenborg (2007), s. 147

⁷⁵ Petersen & Plenborg (2007), s. 489-490, samt FLSmidt 2012, s. 118

Anden gæld. Der gives ikke specifikke oplysninger om, hvad anden gæld indebærer. Feriepenge og kortfristede medarbejderobligationer mv. bliver nævnt i noten, som ikke er yderligere specificeret. Posten er blevet klassificeret som en driftspost; der er her tale om skønsvurdering.

Poster der er kommenteret under driftsaktiver er: *Udskudte skatteaktiver, Igangværende arbejder for fremmed regning, Periodeafgrænsningsposter og Aktiviteter bestemt for salg.*

4.2.2.3 Likvide beholdninger og Driftslikviditet

FLSmidth oplyser ikke, hvor stor en del af deres likvide beholdninger, der går til driften. I perioden 2007 – 2011 har FLSmidth haft en relativ stor likvid beholdning på mellem ca. 0,8 – 2,5 mia. kr.. Der er dog intet i FLSmidths årsrapporter der indikerer, at de har brug for en speciel høj likvid beholdning til driften. Deres strategiske plan lægger op til at være fleksibel. Derfor har de ikke bundet stor kapital i produktionsfaciliteter, hvilket kunne indikere en nødvendighed for en likvid beholdning for at øge deres parathed til skift i efterspørgslen. FLSmidth lægger ikke selv op til, at der er behov for en ekstraordinær driftslikviditet, og man må derfor antage, at de likvide beholdninger er placeret på rentebærende konti. De likvide beholdninger bliver derfor behandlet som et finansielt aktiv.

Angående driftslikviditet er omsætningen blevet brugt som et parameter, og driftslikviditeten er blevet sat til 1 % af omsætningen. Driftslikviditeten er blevet modregnet i de likvide beholdninger.

På baggrund af ovenstående analyse bliver den analytiske balance af driften som vist i nedenstående figur.

Figur 4.3: Analytisk Balance (drift)

Analytisk Balance (drift)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Anlægsaktiver i alt	7.743	8.223	8.435	9.162	10.727	14.477
Varebeholdninger	1.463	1.802	1.760	1.960	2.292	2.602
Tilgodehavender i alt	5.742	5.773	4.900	5.023	6.388	6.971
Periodeafgrænsningsposter	84	197	80	53	146	-16
Igangværende arbejder for fremmed regning, netto	866	178	-49	-726	-1.127	-862
Forudbetalinger til underleverandører	0	0	369	364	467	487
Driftslikviditet	200	253	231	202	220	248
Operative passiver i alt	-6.606	-6.780	-6.786	-7.065	-8.014	-7.976
Netto arbejdskapital	1.748	1.422	505	-190	372	1.454
Investeret kapital	9.491	9.645	8.940	8.972	11.099	15.931

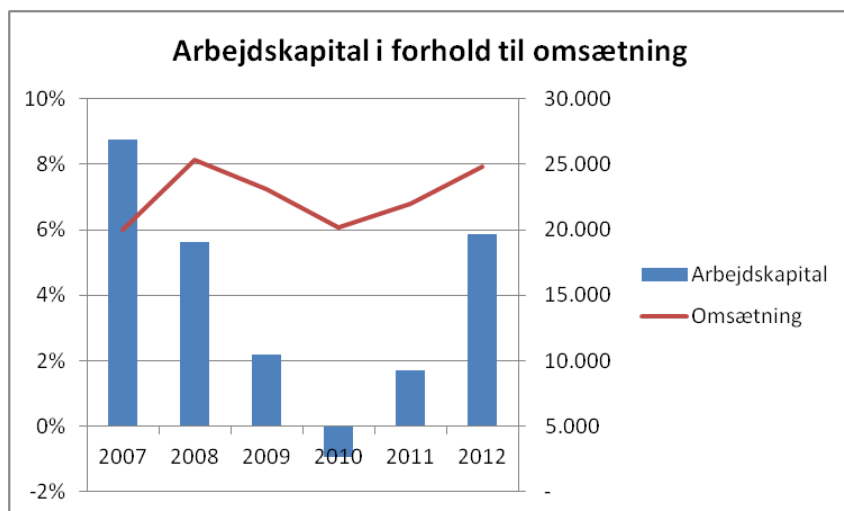
Kilde: Egen tilvirkning, for mere gennemførlig analytisk balance, se bilag 7

Hovedforklaringen på stigningen i den investerede kapital skal findes i virksomhedsopkøb og tilkøbt goodwill. Derudover har en del af de opkøbte virksomheder haft en større andel af intern produktion og lagerbeholdning⁷⁶.

⁷⁶ FLSmidth 2012, s.23

Den stigende arbejdskapital er til dels også opstået på grund af virksomhedsopkøb og til dels på grund af ændringen i forretningsmixet fra cementprojekter til mere fokus på Customer Services og mineralprojekter. Dertil kommer, at virksomhedsopkøbene har betydet flere produktionsselskaber under FLSmidth, hvilket også betyder øget arbejdskapital. Ved udgangen af 2012 tegnede produktionsselskaberne sig således for 85 % af den samlede arbejdskapital⁷⁷, sammenlignet med blot 23 % af koncernens omsætning. Som FLSmidth får solgt de opkøbte produktionsselskaber fra, vil arbejdskapitalen falde igen.

Figur 4.4: Arbejdskapital i forhold til omsætning



Kilde: Egen tilvirkning

4.2.3 Analytisk Balance af finansiering

Den analytiske balance af finansiering fortæller om de passiver, der er med til at finansiere driften. Balancen af finansiering består af egenkapitalen, finansielle forpligtelser og finansielle aktiver.

Finansielle forpligtelser består af både langfristede og kortfristede forpligtelser. De langsigtede forpligtelser består primært af bankgæld og prioritetsgæld. Som det fremgår i figuren nedenunder er de langfristede forpligtelser vokset markant i 2012. Det skyldes de mange opkøb, der blev foretaget i 2012, herunder specielt Ludowici.

De kortsigtede finansielle forpligtelser består udover bankgæld og prioritetsgæld, også af forudbetalinger fra kunder, finansielle leasingforpligtelser og i 2012 også forpligtelser, der er direkte forbundet med aktiver klassificeret som bestemt for salg. Både de kortfristede og langfristede forpligtelser antages at være rentebærende.

Udover de finansielle forpligtelser er der også forskellige finansielle aktiver. Her er der primært tale om likvide beholdninger, samt obligationer & børsnoterede aktier og andre værdipapirer.

⁷⁷ De 85 % er i forhold til FLSmidths officielle arbejdskapital på 1.629 mio. kr. FLSmidth 2012, s. 23

Figur 4.5: Analytisk balance (finansiering)

Analytisk Balance (finansiering)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapital	4.214	5.035	6.627	8.139	8.907	9.419
Langsigtede finansielle forpligtelser	2.935	2.565	1.671	1.511	1.910	4.492
Kortsigtede finansielle forpligtelser	3.669	2.993	3.114	1.979	1.905	3.754
Finansielle forpligtelser i alt	6.604	5.558	4.785	3.490	3.815	8.246
Finansielle aktiver	-1.327	-948	-2.472	-2.657	-1.623	-1.734
Investeret kapital	9.491	9.645	8.940	8.972	11.099	15.931

Kilde: Egen tilvirkning, for mere gennemførlig analytisk balance, se bilag 8

4.3 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen skal måle FLSmidths rentabilitet, d.v.s. måle FLSmidth mulighed for at tjene penge i fremtiden. Udviklingen i den historiske rentabilitet er et vigtigt element i fastlæggelsen af den fremtidige rentabilitet⁷⁸. I analysen vil der fokuseres på afkastningsgraden, EVA (merafkast), dekomponering af afkastningsgraden og en Comon-size-analyse.

4.3.1 Afkastningsgrad (ROIC)

Afkastningsgraden eller ROIC⁷⁹ skal forstås som afkastet af den investerede kapital og kan klassificeres som det overordnede rentabilitetsmål for driften. Afkastningsgraden udtrykkes som:

$$AG = \frac{NOPAT}{Inv.kapital} * 100$$

Afkastningsgraden måler rentabilitet uafhængig af FLSmidths kapitalstruktur, og er derfor bedre egnet end egenkapitalforretningen, der måler ud fra ejernes side og derfor også er afhængig af kapitalstrukturen.

Figur 4.6: ROIC, Afkastningsgraden - gennemsnit

ROIC	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Afkastningsgraden, primo		17,6%	18,9%	15,3%	16,7%	11,9%
Afkastningsgraden, ultimo	13,2%	17,3%	20,4%	15,3%	13,5%	8,3%
Afkastningsgraden, gennemsnit		17,5%	19,6%	15,3%	14,9%	9,8%

Kilde: Egen tilvirkning

For at finde afkastningsgraden bliver der brugt gennemsnitstal for investeret kapital, da der antages at være en generel udvikling gennem året⁸⁰. Som det kan ses varierer afkastningsgraden over perioden, gennemsnittet for perioden ligger på ca. 15 %.

Tendensen er svagt faldende. Det skyldes den sencykliske forretningsmodel, FLSmidth er underlagt, med mange projekter, der har en tidshorisont på 2 eller flere år. Det er tydeligt, at kølvandet på den globale

⁷⁸ Petersen & Plenborg (2007), 149

⁷⁹ Return on Invested Capital

⁸⁰ Plenborg, s. 150

økonomiske afmatning har ramt FLSmidth de seneste år. De langsigtede forventninger er dog ikke ændret, og der forventes en øget aktivitet på FLSmidths markeder i de kommende år, jf. kapitel 3.

Faldet i 2012 skyldes en stor stigning i den investerede kapital, mens driftsoverskuddet ikke er steget tilsvarende. Den voksende investerede kapital skyldes flere faktorer. Dels var 2012 et år med mange opkøb, hvor der i 2013 vil være fokus på konsolidering, og dels er FLSmidth i gang med et strategisk skift, hvor fokus i højere grad vil være på Customer Services og mineraldivisionerne. Især Customer Services kræver en større andel af investeret kapital sammenlignet med cementprojekter.

Material Handling har også været forbundet med startproblemer. Det skyldes til dels manglende projekterfaring og best-practise på området. Et fokusområde FLSmidth arbejder på at forberede. Divisionen vil formentlig også kæmpe i 2013, men det vurderes, at der er store vækstmuligheder, og på mellem- og langsiget er der gode indtjeningsmuligheder i divisionen.

4.3.2 Merafkast (EVA)

Det er imidlertid ikke nok til at vurdere, hvorvidt afkastningsgraden er på et tilfredsstillende niveau.

For at undersøge om afkastningsgraden er tilfredsstillende, kan man opstille denne imod ejernes afkastkrav. Ejernes afkastkrav defineres her som WACC, se mere i afsnit 6.1.1.2.. Ved at fratrække WACC fra afkastningsgraden får man et udtryk for merafkast.

$$\text{Merafkast (EVA)} = (AG - WACC) * \text{inv.kapital}$$

Merafkastet er synonymt med Economic Value Added (EVA) og udtrykker i hvilken udstrækning, FLSmidth er i stand til at genere en afkastningsgrad, der overstiger WACC – og dermed skaber et merafkast.

Figur 4.7: Merafkast for FLSmidths ejere (EVA)

DKK mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Merafkast (EVA)		810	940	560	653	112

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen ovenfor har FLSmidth genereret et merafkast alle de undersøgte år. Derudover er der en faldende tendens i merafkastet. Det skal nævnes, at den anvendte WACC er den samme for hele perioden – 9,1 %. Når afkastningsgraden er større end WACC'en, som det er tilfældet her, betyder det, at ejerne bliver kompenseret for den risiko, de løber ved at investere i FLSmidth.

Forklaringen for 2012 skal findes i, at 2012 har været et investeringsaktivt år for FLSmidth, og resultaterne af investeringerne endnu ikke har vist sig på bundlinjen. De strategiske og strukturelle skift, der er sket i 2012, har også medført nogle børnesygdomme, herunder Material Handling divisionen, som bidrog negativt med indtjeningen i 2012. Det forventes, at der i 2013 vil være mere fokus på indtjening,

effektivisering og udnyttelse af synergieffekter, og at man holder en pause med opkøbene. Ud fra shareholder value princippet er afkastningsgraden for 2012 dog ikke tilfredsstillende.

4.3.3 Dekomponering af afkastningsgraden

Afkastningsgraden udtrykker FLSmidths forrentning af den investerede kapital, men nøgletallet er ikke nok til at fortælle om rentabilitetens udviklingstendenser. For at få en mere indgående forståelse af afkastningsgraden er det derfor nødvendigt at dekomponere afkastningsgraden i hhv. overskudsgraden og omsætningshastigheden for den investerede kapital. Det kan lade sig gøre, da afkastningsgraden også beregnes som produktet af overskudsgraden og omsætningshastigheden⁸¹.

Overskudsgraden beskriver forholdet mellem indtægter og omkostninger. Overskudsgraden er således et udtryk for driftsoverskud per omsat krone. Alt andet lige er det attraktivt at have en høj overskudsgrad.

$$\text{Overskudsgrad}(OG) = \frac{NOPAT}{\text{Nettoomsætning}} * 100$$

Omsætningshastigheden udtrykker en virksomheds evne til at tilpasse investeret kapital til omsætningsniveauet. Omsætningshastigheden beskriver kapitalbindingen i virksomheden og viser, hvor kapitaltung den er.

$$\text{Omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Investeret Kapital}}$$

Figur 4.8: Dekomponering af afkastningsgraden i OG og AOH

Dekomponering af afkastningsgraden	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Overskudsgrad	6,3%	6,6%	7,9%	6,8%	6,8%	5,3%
Omsætningshastighed	2,64259123	2,48944215	2,25381992	2,1919812	1,83862511	

Kilde: Egen tilvirkning

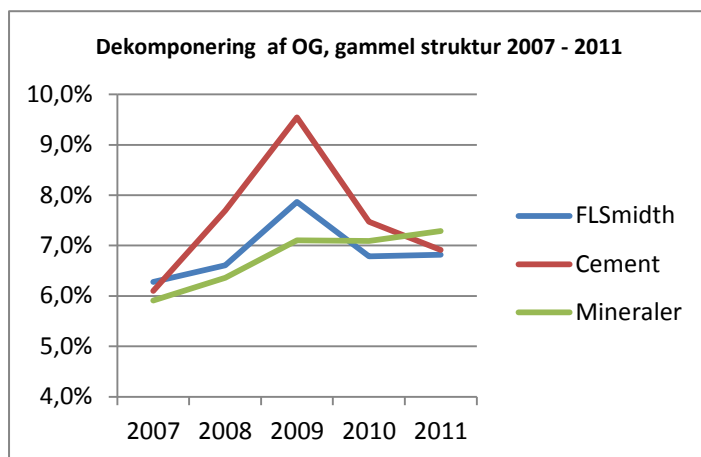
FLSmidths overskudsgrad er rimelig konstant over periode med et lille fald i 2012. Det må siges at være acceptabelt eftersom, at der i den analyserede periode har været den værste globale økonomiske krise i nyere tid. Forklaringen på den faldende omsætningshastighed skyldes, at FLSmidth i den analyserede periode har gennemgået lidt af en transformation, hvor man har skiftet fokus fra cement til mineraler og customer service, samt iværksat en vækststrategi. Denne vækststrategi har betydet, at FLSmidth aktivt har ekspanderet forretningen de seneste år med store opkøb, der har budt på stigende omkostninger. Det har betydet en stor stigning i den investerede kapital, som er steget 68 %, mens omsætningen kun er steget 25 % i samme periode. Den næste periode gælder det om at udnytte synergien fra de opkøbte virksomheder og være mere omkostningsbevidste.

⁸¹ Plenborg, s. 164

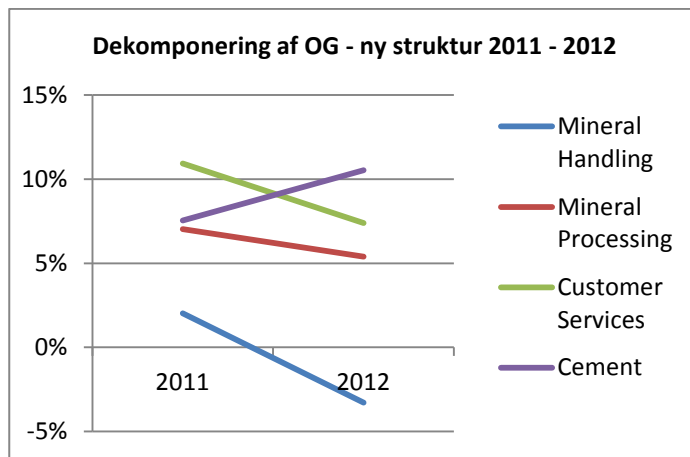
4.3.4 Dekomponering af overskudsgraden

En yderligere dekomponering af overskudsgraden er med til at vise, hvordan overskudsgraden ser ud i FLSmidths forskellige divisioner. På grund af FLSmidths nye struktur har det været nødvendigt at gøre det over to perioder med to forskellige strukturer.

Figur 4.9: Dekomponering af OG – Gammel struktur 2007 - 11



Figur 4.10: Dekomponering af OG – Ny struktur 2011 - 12



Kilde: Egen tilvirkning⁸²

Det har ikke været muligt at adskille Customer Services segmentet fra cement- og mineraldivisionerne i den gamle struktur i tilstrækkelig grad. Derfor indeholder både cement- og mineraldivisionerne serviceelementet i deres overskudsgrad. Det er med til at forklare, hvorfor overskudsgraden i cementdivisionen er højere end i mineraldivisionen i perioden 2007-2010, da serviceelementet er mere udviklet i cementforretningen, end det er i mineraldivisionen.

Ud fra den nye struktur viser cement en høj stigning i overskudsgraden fra 2011 til 2012. Det skyldes en bedre end ventet ordreaflvikling og tilbageførsel af eventualposter i forbindelse med afslutning af projekter modtaget i årene før krisen. De næste par år vil afspejle markedsvilkårene for 2-3 år siden, og overskudsgraden forventes at falde igen⁸³.

Faldet i Customer Services' overskudsgrad skyldes forhøjede omkostninger i forbindelse med integration af de seneste opkøb. Således er omsætningen steget med 34 %, mens produktionsomkostningerne og salgs-, dist.- og administrationsomkostningerne er steget med hhv. 37 % og 46 %. Overskudsgraden forventes at stige igen i 2013, og omsætningen forventes at ramme endnu et rekordniveau på baggrund af de seneste års ordreindgang.

⁸² I forbindelse med tilvirkningen af overskudsgraden af FLSmidths divisioner, gammel struktur, er det antaget at skat ligeligt bliver fordelt blandt segmenterne i forhold til de enkelte segmenters EBIT.

⁸³ FLSmidth 2012, s. 51

Som ventet viser dekomponeringen af overskudsgraden i den nye struktur en negativ vækst i Material Handling divisionen. Det skyldes problemer med projekteksekvering som følge af utilstrækkelig integration og undervurderede risici i forbindelse med ordre indgået i tidligere år. Forventningen til 2013 er en positiv udvikling, dog stadig kun med et resultat på omkring 0 %.

For at få en yderligere analyse af udviklingen er der foretaget en dekomponering af overskudsgraden og omsætningshastigheden ved hjælp af en common-size analyse og en trend analyse til at vurdere den historiske udvikling og se tendensen til den fremtidige udvikling.

4.4 Trendanalyse

Trendanalysen eller indekseringen er velegnet til at spotte trends i forskellige indtægts- og omkostningsposter⁸⁴.

Figur 4.11: Trendanalyse af resultatopgørelse, 2007 = 100

Trendanalyse - Resultatopgørelse komprimeret, 2007 = 100	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	100%	127%	116%	101%	110%	124%
Produktionsomkostninger	100%	125%	113%	95%	104%	120%
Bruttoresultat	100%	132%	127%	122%	134%	142%
Salgs-, dist.- og admin. omk.	100%	127%	127%	129%	142%	153%
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	100%	133,1%	129,8%	115,2%	126,4%	130,2%
Af- og nedskrivninger	100%	140%	167%	155%	174%	267%
Resultat af primær drift (EBIT)	100%	132,1%	124,0%	109,1%	119,0%	109,0%
Skat af resultat af primær drift	100%	129,4%	77,3%	108,5%	117,6%	117,1%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	100%	133,3%	145,2%	109,4%	119,7%	105,3%
Årets resultat	100%	117,1%	128,6%	98,8%	111,1%	100,7%

Kilde: Egen tilvirkning

Trendanalysen fortæller en lidt mere svingende version af den samme udvikling. Indekseringen viser, at FLSmidths status som konjunkturfølsom ikke er helt ubegrundet. Omsætningen i perioden har været cyklisk med en høj i 2008 og 2012 på hhv 127 % og 124 %, mens 2010 omsætningen kun var 1 % højere i forhold til 2007. I alt er omsætningen vokset med 24 %. På grund af de investeringer, der er foretaget som del af en vækststrategi, kan det forventes, at omsætningen vil stige yderligere de kommende år.

I samme periode er salgs-, dist.- og admin. omkostningerne steget med 53 %. Meget af forklaringen på stigningen kan henføres til virksomhedskøb og valutakurseffekt i forbindelse med FLSmidths vækststrategi. Omkostningsudviklingen er dog blevet for høj, og som følge deraf har FLSmidth i efteråret 2012 iværksat en omkostningseffektiviseringsplan, der skal nedbringe omkostningsniveauet⁸⁵.

⁸⁴ Plenborg, s.171

⁸⁵ Se kapitel 3 og FLSmidth 2012, s. 20

De store sving i af- og nedskrivninger kommer primært fra udviklingsprojekter, som er blevet nedskrevet i forbindelse med manglende resultater eller teknologi, der er blevet forældet.

4.5 Common-size-analyse

Som en indledning til budgetteringen er der lavet en common-size-analyse. Mens trendanalysen fokuserer på udviklingen i diverse regnskabsposter, er fokus i common-size-analysen både på udviklingen og niveauet for de enkelte omkostningsposter i forhold til omsætningen og de enkelte driftsaktiver i forhold til investeret kapital⁸⁶. I budgetteringen vil omsætningen også blive brugt som forhold i balancen. Se herom i kapitel 5.

Figur 4.12: Common-size-analyse af resultatopgørelsen

Common-size-analyse af resultatopgørelsen	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gennemsnit
vækst		21,0%	-9,3%	-14,6%	8,2%	11,5%	
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Produktionsomkostninger	-78,6%	-77,8%	-76,6%	-74,2%	-73,9%	-75,5%	-76,1%
Bruttoresultat	21,4%	22,2%	23,4%	25,8%	26,1%	24,5%	23,9%
Salgs-, dist.- og admin. omkostninger	-11%	-11%	-12%	-14%	-14%	-14%	-12,9%
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	10,5%	11,1%	11,8%	12,0%	12,1%	11,0%	11,4%
Af- og nedskrivninger	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-2,1%
Resultat af primær drift (EBIT)	9,1%	9,5%	9,8%	9,9%	9,9%	8,0%	9,4%
Skat af resultat af primær drift	-2,9%	-2,9%	-1,9%	-3,1%	-3,1%	-2,7%	-2,7%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	6,3%	6,6%	7,9%	6,8%	6,8%	5,3%	6,6%
Periodens resultat	6,5%	6,0%	7,2%	6,3%	6,5%	5,2%	6,3%

Kilde: Egen tilvirkning

Common-size-analysen er med til at bekræfte de tidligere antagelser om, at salgs-, dist.- og administrationsomkostningerne er vokset for meget i forbindelse med vækststrategien. Således udgør de i 2007 11 %, og er vokset til at udgøre 14 % af omsætningen i 2012.

De andre poster er relativ konstante, der er dog en tendens til faldende overskud, men ikke mere end hvad man kan forvente i en tid med global økonomisk usikkerhed.

Common-size-analysen bakker således op omkring de allerede observerede udviklinger i regnskabsanalysen. Common-size-analysen vil blive brugt yderligere i budgetteringen.

Se bilag 9-12 for den komplette common-size-analyse og for common-size-analyse af balancen.

4.6 Opsummering på regnskabsanalysen

Regnskabspraksis har været den samme gennem hele perioden, hvilket har gjort regnskaberne sammenlignelige.

⁸⁶ Plenborg, s. 172-173

FLSmidths nye struktur fra 2012 har været en udfordring i forbindelse med dekomponeringen af overskudsgraden.

Regnskabsanalysen bærer præg af, at den analyserede periode har været præget af en global økonomisk krise. Dette har betydet faldende overskudsgrad, samtidig med at konkurrencen er blevet intensiveret.

I samme periode har FLSmidth gradvist ændret deres forretningskoncept. Dette kan ses blandt andet ved en voksende investeret kapital og voksende arbejdskapital.

FLSmidth har gennem hele perioden formået at skabe et merafkast og klaret sig igennem en turbulent periode med vækst og lønsomhed og har holdt en rimelig konstant indtjening. Eneste punkt er den faldende omsætningshastighed. Forklaringen skal formentlig findes i den globale økonomiske situation kombineret med skift i strategi – der har krævet ekstra omkostninger og længere tid til eksekvering af projekter.

Ud fra den strategiske analyse er der ikke nogen store overraskelser i regnskabsanalysen.

5 Budgettering

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen foretages en budgettering af FLSmidth for perioden 2013-22. Ved en kortere budgetteringsperiode vil terminalværdien få for stor indflydelse på værdiansættelsen. Terminalperioden har stadig en stor indflydelse på værdiansættelsen; derfor gælder det om ikke at have for stor en vækst i terminalperioden eller steady state perioden.

Budgetteringen af FLSmidth skal bruges til at finde de fremtidige cash flows, som den kapitalbaserede værdiansættelsesmodel, DCF, er afhængig af. I de følgende afsnit vil jeg diskutere relevante og interessante nøgletal og baggrunden for deres forecast, forankret i den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

5.1 Budgetforudsætninger

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen opstilles der her nogle forudsætninger eller antagelser, der vil påvirke budgetteringen.

5.1.1 Konjunkturfølsomhed

FLSmidth er en konjunkturfølsom virksomhed, og derfor kan man også forvente varierende resultater i fremtiden. Som det er kommet frem i den strategiske analyse har FLSmidth ændret deres strategi, med et øget fokus på mineralindustrien og ikke mindst på Customer Service divisionen. Den øgede satsning på Customer Services vil i fremtiden gøre FLSmidth mindre følsom over for konjunkturer, da serviceelementet ikke i samme grad er påvirket af konjunkturer, som især cementdivisionen er.

FLSmidth er stadig og vil også fremover være en konjunkturfølsom virksomhed. Det er dog opfattelsen, at deres indtjeningsevne i lavkonjunkturer stadig er positiv. Især med den øgede fokus på Customer Services.

Der er i den budgetterede periode blevet valgt at udvande de forventede konjunkturfølsomme perioder og i stedet komme frem til en gradvis udvikling, som fører til en steady state.

5.1.2 Vækst i FLSmidths industrier

Som det allerede er konstateret ovenfor er FLSmidth i høj grad en konjunkturfølsom virksomhed. De opererer globalt, og de industrier, de er involveret i, er afhængige af den globale økonomiske udvikling. Som det er nævnt i den strategiske analyse, er der en korrelation mellem FLSmidths indtjening og den globale økonomiske udvikling. FLSmidth og deres industrier er tungt repræsenteret på især BRIC- og EME økonomier. Væksten hos FLSmidth kan i den første del af den budgetterede periode delvis findes i den nuværende ordrebeholdning.

Ved en segmentering af de nye divisioner kan man se, at det er Mineral Processing og Customer Services, som står for den største del af omsætningen. Mineral Processing har en høj eksponering over for de mineraler, der har klaret sig bedst (guld og kobber). Customer Services divisionen er meget mindre påvirket af konjunkturerne og nyder stor ordreindgang, selv i et marked præget af stor usikkerhed. På sigt vil cement divisionen rejse sig igen – den globale finansielle afmatning og politisk usikkerhed har betydet et stop i nykontraheret cement i markeder, hvor FLSmidth har en stærk position.

5.1.3 Generelle udfordringer

I den analyserede periode har verden oplevet en global finanskrisen, og den er ikke slut endnu. Der er fortsat en global økonomisk afmatning, og selv vækstmarkeder som Kina og Indien er blevet ramt. FLSmidth har en sen cyklisk forretningsplan, hvor store dele af omsætningen først bliver en realitet 2-3 år efter ordreindgangen, grundet den lange periode det tager at opføre et cementanlæg eller anlægge en ny mine. Derfor blev FLSmidth først påvirket af krisen i 2009-2010. Derfor er det vanskeligt at bruge analyseperioden til at bestemme den umiddelbare udvikling.

5.2 Budgettering af resultatopgørelsen

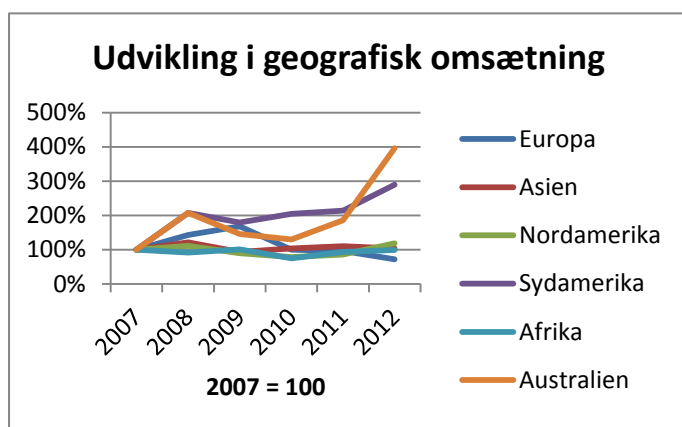
Hvis man ser på den analyserede periode er den tydeligt præget af den store økonomiske vækst, der var på det globale marked, og den efterfølgende finansielle krise. Selvom finanskrisen startede i 2007, kan man først se krisen hos FLSmidth i 2009-2010 – og selv i den periode ser man, at FLSmidth holder indtjeningsniveauet rimeligt. Det skyldes blandt andet den øgede andel af servicesegmentet, som i løbet af den analyserede periode er blevet en stadig mere central del af FLSmidths strategi.

5.2.1 Budgettering af omsætningen

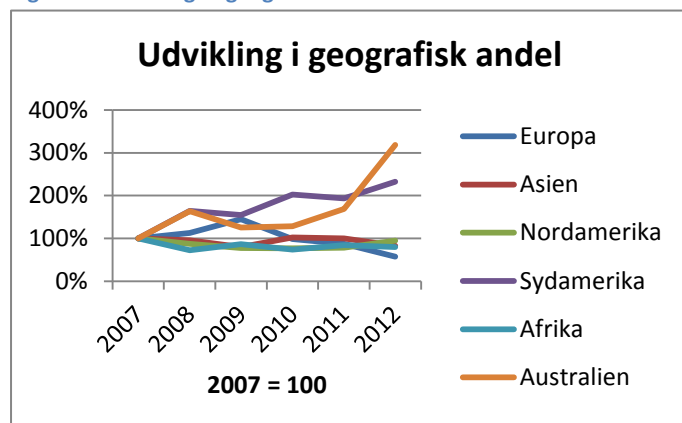
Omsætningen er den centrale driver for budgetteringen. Men der er også mange vanskeligheder ved at budgettere omsætningen, da præmisserne for den fremtidige omsætning har ændret sig i forhold til den historiske omsætning. Over den analyserede periode har FLSmidth i 4 af de 5 år haft en koncernstruktur med to divisioner, cement og mineral, samt et datterselskab i form af Cembrit. Perioden har budt på et skift i fokus fra cement til mineraler. Cembrit har ikke på noget tidspunkt været en del af kerneaktiviteterne, og et salg har længe ligget i kortene. I 2012 skiftede FLSmidth koncernstruktur og gik fra to til fire divisioner, og Cembrit er blevet sat til salg. Samtidig har FLSmidth i perioden påbegyndt en 'One source'-strategi, hvor FLSmidth vil være en komplet udbyder af hele værdikæden for cement og mineralanlæg – fra opførelse til daglig ledelse og vedligeholdelse. Med den strategi er fokus blevet rettet mod servicesegmentet.

Hvis man ser på den geografiske udvikling, er de mest drastiske ændringer en stor stigning i det sydamerikanske marked, hvilket passer godt med den vækst, der har været i regionen. Det store spring i den australske udvikling skal ses i lyset af købet af Ludowici, som har givet FLSmidth en stærk position i regionen.

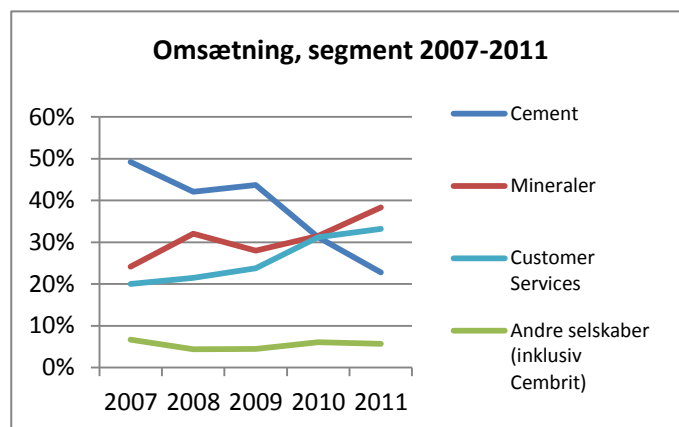
Figur 5.1: Geografisk udvikling af omsætning



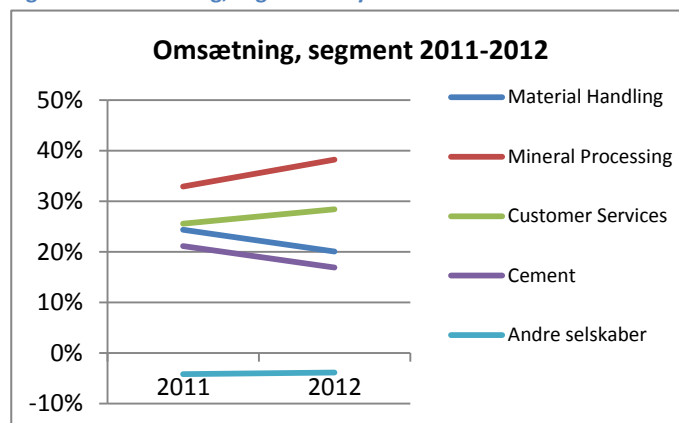
Figur 5.2 Udvikling af geografisk andel



Figur 5.3: Omsætning, segment - gammel struktur



Figur 5.4: Omsætning, segment – ny struktur



Kilde: Figur 5.1 – 5.4, egen tilvirkning

Grunden til at der ikke er sket en stor udvikling i Afrika, skyldes ikke mindst de politiske uroligheder, der har været i Nordafrika, med det arabiske forår. Det nordamerikanske marked har overraskende været meget stabilt, mens det europæiske marked nærmest er gået i stå og halveret over perioden.

På grund af den nye struktur er der ikke segmenteret data for de nye divisioner for mere end 2 år. Der er derfor en vis udfordring ved den historiske udvikling. I figur 5.3 vises udviklingen af omsætningen fordelt på den gamle struktur, dog korrigeret for Customer Services segmentet. Customer Services segmentet i perioden er derfor præget af en vis usikkerhed, da tallene er baseret på noter fra cement og mineral divisionerne. Figur 5.4 viser de to seneste års udvikling ud fra de nye divisioner. Ud fra tallene, baseret på den nye struktur, kombineret med en konjunkturfølsom virksomhed, er det vanskeligt at forudsige et 10 – årig budget.

Der er dog alligevel tydelige tegn på, hvordan omsætningen vil udvikle sig. Mineral- og customer service divisionerne synes at være fremtiden for FLSmidth. Især customer services divisionen er vigtig for budgetteringsperioden. Det skyldes, at divisionen er mindre konjunkturfølsom⁸⁷ og står i dag for ca. 30 % af FLSmidths omsætning. Derfor kan man godt forvente en mere stabil udvikling af omsætningen, dog stadig påvirket af den globale økonomi. Mineraldivisionen vil på mellem- og lang sigt være den største division for FLSmidth. De eksisterende miner er generelt presset grundet udtømning og faldende malmkvalitet. Dertil kommer, at den økonomiske udvikling i BRIC, EME og udviklingslande betyder en øget efterspørgsel på en række mineraler. På kort- og mellemsigt er cementdivisionen afhængig af en øget tilgang til det kinesiske marked, som lige nu er lukket land. Derudover er FLSmidth afhængig af, at deres stærke markeder kommer i gang med produktionen igen, især det indiske og nordafrikanske marked.

FLSmidth forventer selv en omsætningsvækst på mellem 9-21 % i 2013, og det skyldes blandt andet den nuværende ordrebeholdning, hvor en stor del vil blive omsat i 2013. FLSmidths ordrebeholdning har en omsætningshastighed på ca. 0,85-89, og med en nuværende ordrebeholdning på 29,5 mia. kr. kan man forvente en omsætning på ca. 26,5 mia. kr.. Dertil er der typisk en omsætning fra den løbende ordreindgang på ca. 10-20 % - det betyder en yderligere omsætning på ca. 2,5 – 5 mia. kr. Samlet set en forventet omsætning på ca. 29 – 31,5 mia. kr., hvilket passer meget godt med FLSmidths forventninger for 2013.

Figur 5.5: Ordrebeholdningens omsætningshastighed

Ordrebeholdningens omsætningshastighed	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ordreindgang	24.131	30.179	13.326	20.780	24.044	27.727
Ordrebeholdning	25.361	30.485	21.205	23.719	27.136	29.451
Ordreafvikling		25.055	22.606	18.266	20.627	25.412
Ordrebeholdningens hastighed		0,897289	0,874676	0,813196	0,811208	0,898157

Kilde: Egen tilvirkning

⁸⁷ Se den strategiske analyse

På den baggrund er væksten for omsætningen i perioden ansat til følgende:

Figur 2.6: Omsætning, budgetteret

Omsætning - DKK mio.	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
vækst		11,0%	8,0%	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Nettoomsætning	24.849	27.582	29.789	31.576	33.471	35.144	36.550	38.012	39.156	40.334	41.548

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.2 Budgettering af produktionsomkostninger, samt salgs-, dist.- og adm. omk

Produktionsomkostninger er den største omkostning for FLSmidth, og i den historiske periode har produktionsomkostningerne ligget på 76 % af omsætningen. Posten har været relativ stabil med en lav på 74 % og en høj på 78 %.

Produktionsomkostninger omfatter bl.a. råmaterialer, forbrugsvarer, direkte lønomkostninger samt indirekte produktionsomkostninger såsom vedligeholdelse og drift af produktionsanlæg samt administration og fabriksledelse. Derudover bliver omkostninger til forskning og udvikling også indregnet i produktionsomkostningerne, hvilket alene står for ca. 2 % (målet – i 2012 var det 1,5 %) ⁸⁸.

Efter et 2012 med mange opkøb og store udgifter har FLSmidth i 2013 valgt at fokusere på konsolidering, omkostningsbesparelse, samt integration og effektivisering af forventede synergier. Med en øget synergieffekt og øget fokus på konsolidering.

FLSmidth har en erklæret strategi, der går ud på at øge andelen af deres indkøb/outsourcing i lavprislande fra nuværende 40 % til over 75 %. Derudover er det en målsætning, at 90 % af al standardmæssigt ingeniørarbejde i forbindelse med ordrer skal foregå i Indien.

Derudover har FLSmidth, som konsekvens af de høje omkostninger blandt andet forbundet med deres vækststrategi, valgt at indføre en omkostningseffektiviseringsplan. Omkostningseffektiviseringsplanen går ud på en øget nytte af synergier og brug af fælles funktioner på tværs af divisioner og geografi. Derudover gælder det om at drage nytte af stordriftsfordele, køre en strammere omkostningsstyring på lokalt og globalt plan samt Flytte en større andel af omkostningsbasen til lavprislande.

Mens det burde være muligt at sænke produktionsomkostningerne i forhold til den analyserede periodes gennemsnit på 76 %, kan man forvente et øget pres på både salgsomkostninger og administrationsomkostninger. På trods af at FLSmidth har erklæret, at 90 % af ingeniørarbejdet skal foregå i Indien, et lavprisland især sammenlignet med Danmark, så er det forventningen, at den høje inflation i Indien vil øge presset på højere lønninger. Derudover er der ikke samme loyalitetskultur i Indien, som i Danmark, hvorfor det her er nødvendigt med attraktive lønninger for at holde på de ansatte.

⁸⁸ FLSmidth 2012, s.128

Særlige engangsposter bliver budgetteret som gennemsnittet af den analyserede periode. Ud fra ovenstående fås den budgetterede EBITDA.

Figur 5.7: EBITDA, budgetteret

EBITDA	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsætning	24.849	27.582	29.789	31.576	33.471	35.144	36.550	38.012	39.156	40.334	41.548
Produktionsomkostninger	-18.771	-20.825	-22.491	-23.777	-25.204	-26.429	-27.449	-28.509	-29.250	-30.130	-31.036
Bruttoresultat	6.078	6.758	7.298	7.799	8.267	8.716	9.101	9.503	9.906	10.205	10.512
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.570	-1.793	-1.936	-2.116	-2.309	-2.460	-2.595	-2.737	-2.858	-2.944	-3.033
Administrationsomkostninger	-1.858	-2.151	-2.324	-2.526	-2.678	-2.952	-3.070	-3.193	-3.446	-3.549	-3.656
Særlige engangsposter	-17	-7	-8	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-11	-11
Andre driftsindtægter, netto	109	138	149	158	167	176	183	190	196	202	208
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	2.742	2.944	3.179	3.307	3.439	3.470	3.609	3.753	3.788	3.902	4.019

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.3 Budgettering af af- og nedskrivninger

Af- og nedskrivninger af immaterielle aktiver består af af- og nedskrivninger af goodwill, patenter, kunderelationer og andre immaterielle aktiver, som årligt bliver testet for værdiforringelse. I den analyserede periode har af- og nedskrivningerne været meget stabile, og budgetteringen er blevet sat ud fra gennemsnittet af den analyserede periode.

Af- og nedskrivninger af materielle aktiver består primært af bygninger, produktionsanlæg og maskiner samt andre anlæg, driftsmateriel og inventar. Afskrivninger foretages lineært over aktivernes forventede levetid til den forventede restværdi. For bygninger afskrives der over 20 – 40 år. Tekniske anlæg, maskiner, driftsmidler og inventar afskrives over 3 – 10 år.

5.2.4 Budgettering af skat og beregning af NOPAT

Der bruges til budgetteringen den gennemsnitlige effektive skat af den analyserede periode, 30 %. Til skatteskjoldet fra finansielle omkostninger bruges selskabsskatten 2012, 25 %.

Ud fra ovenstående poster fås en **NOPAT** for budgetperioden.

Figur 5.6: NOPAT, budgetteret

NOPAT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat af primær drift (EBIT)	1.988	2.372	2.562	2.652	2.744	2.741	2.851	2.965	2.976	3.065	3.157
Skat af resultat af primær drift	-668	-700	-756	-783	-810	-809	-841	-875	-878	-905	-932
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.320	1.672	1.805	1.869	1.934	1.932	2.009	2.089	2.097	2.160	2.225

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.5 Budgettering af finansielle poster og beregning af årets resultat

Finansielle poster omfatter renteindtægter, rentekomkostninger, realiserede og urealiserede valutakursreguleringer samt rentekomkostninger af finansielle leasingydelser. På baggrund af rentekomkostningerne er netto lånerenten for 2012 udregnet til 2,4 %.

Størstedelen af de finansielle poster stammer fra valutakursreguleringer og reguleringer af finansielle instrumenter. Der er en stor usikkerhed forbundet med de fremtidige poster, hvorfor de er budgetteret på baggrund af deres gennemsnitlige procentdel af omsætningen.

Ud fra de ovenstående poster fås årets resultat i den budgetterede periode.

Figur 5.9: Årets resultat, budgetteret

Årets resultat	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.320	1.672	1.805	1.869	1.934	1.932	2.009	2.089	2.097	2.160	2.225
Finansielle indtægter	1.005	1.315	1.420	1.506	1.596	1.676	1.743	1.813	1.867	1.923	1.981
Finansielle omkostninger	-1.066	-1.445	-1.560	-1.654	-1.753	-1.841	-1.914	-1.991	-2.051	-2.113	-2.176
Skat af finansielle poster, netto	15	32	35	37	39	41	43	45	46	47	49
Ophørte aktiviteter, efter skat	29	10	11	11	12	13	13	14	14	15	15
Årets resultat	1.303	1.585	1.711	1.770	1.829	1.821	1.894	1.969	1.973	2.033	2.094

Kilde: Egen tilvirkning

5.3 Budgettering af balancen

Balancen er som udgangspunkt budgetteret ud fra den gennemsnitlige procentdel af omsætningen fra 2007 – 2012. Det er en naturlig fordeling, eftersom drift og finansiering i høj grad følger udviklingen af omsætningen.

Nedenfor er der kommenteret på poster, som forventes at ændre sig i den kommende budgetperiode.

5.3.1 Drift – balancen

5.3.1.1 Goodwill og andre immaterielle aktiver

FLSmidth foretager årligt en test for værdiforringelse af goodwill, posten er dog steget gennem hele den analyserede periode. Goodwill posten er steget meget de seneste år, hvilket blandt andet skyldes virksomhedsopkøb og en øget fokus på branding af navnet FLSmidth i forbindelse med deres 'One Source' strategi. FLSmidth vil i den kommende periode holde igen med opkøbene for at fokusere på konsolidering. FLSmidths nye division Material Handling har haft problemer i 2012 med projekteksekvering. Fortsætter denne tendens, vil det skade FLSmidths navn og dermed FLSmidths goodwill. Derudover har FLSmidth en række patenter og værdifulde kunderelationer, der øger værdien af de immaterielle aktiver. Goodwill vil fortsætte med at stige i takt med, at FLSmidth kan tilbyde komplette anlæg og serviceydelser gennem hele værdikæden for en række industrier. Kunderelationer bliver stadig vigtigere, hvorfor denne post kan forventes at stige.

5.3.1.2 Varebeholdninger

Varebeholdninger har ligget på et gennemsnit på 8,8 % af omsætningen over den analyserende periode. De sidste par år dog over 10 %. Det skyldes dels et skift i forretningsmixet, og dels at varebeholdningen er steget i takt med virksomhedsopkøb, der har haft egenproduktion og lager. Det forventes, at varebeholdningen vil holde det nuværende høje niveau primært på grund af skift i forretningsmix til øget

fokus på Customer Services. Det vil kræve et større lager af essentielle reservedele fordelt globalt på de forskellige servicecentre.

5.3.1.3 Tilgodehavende

Det forventes, at *tilgodehavende fra salg og ydelser* vil falde i den kommende budgetperiode. Det skyldes FLSmidths skift i fokus fra cement til mineraler og service. Der er i cementindustrien tradition for store forudbetalinger i forbindelse med opførelse af cementanlæg. I takt med at cement bliver en mindre del af FLSmidths samlede omsætning, vil andelen af tilgodehavende også falde.

Figur 5.10: Balance, budgetteret (drift)

Analytisk Balance (drift)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Anlægsaktiver i alt	14.477	13.169	13.793	14.352	15.080	15.620	16.081	16.448	16.832	17.188	17.554
Varebeholdninger	2.602	2.758	2.979	3.158	3.347	3.514	3.655	3.801	3.916	4.033	4.155
Tilgodehavender i alt	6.971	7.475	7.924	8.241	8.569	8.821	8.991	9.161	9.241	9.317	9.598
Periodeafgrænsningsposter	-16	110	119	126	134	141	146	152	157	161	166
Igangværende arbejder for fremmed regning, netto	-862	-855	-804	-789	-669	-562	-439	-456	-470	-484	-499
Forudbetalinger til underleverandører	487	331	357	379	402	422	439	456	470	484	499
Driftslikviditet	248	276	298	316	335	351	366	380	392	403	415
Operative passiver i alt	-7.976	-9.090	-9.817	-10.406	-11.030	-11.582	-12.045	-12.527	-12.904	-13.292	-13.692
Netto arbejdskapital	1.454	1.005	1.056	1.025	1.086	1.105	1.113	967	801	623	642
Investeret kapital	15.931	14.174	14.849	15.376	16.166	16.725	17.194	17.415	17.632	17.811	18.196

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.2 Finansiering – balancen

Som udgangspunkt forventes udviklingen i de finansielle forpligtelser og aktiver at udvikle sig i overensstemmelse med den gennemsnitlige udvikling i den analyserede periode. De finansielle forpligtelser forventes at stige i takt med, at omsætningen stiger.

Den budgetterede egenkapital bliver fundet ved at trække de samlede finansielle forpligtelser fra den investerede kapital i driftsbalancen.

5.3.2.1 Bankgæld og andre finansielle poster

I 2012 har FLSmidth været meget aktiv med at opkøbe virksomheder. Det har betydet en markant stigning i bankgæld og anden rentebærende gæld⁸⁹. Det forventes, at FLSmidth de næste år vil fokusere mere på den organiske vækst og holde igen med vækst gennem opkøb. Derudover har FLSmidth en konservativ tilgang til kapitalstruktur, og det vil være en prioritet at sænke bankgælden over de næste år.

Man kan forvente, at forudbetalinger fra kunder bliver en smule mindre, dels på grund af skift i forretningsmixet, og dels på grund af at den øgede konkurrence vil betyde at forudbetalingerne vil blive mindre.

⁸⁹ Den langfristede bankgæld steg fra 3,8 % af omsætningen i 2011 til 13,9 % af omsætningen i 2012 – I den analyserede periode er gennemsnittet for den langfristede bankgæld 6,4 % af omsætningen. Se mere i bilag 11 og 19

FLSmidth har altid kørt med en stor likvid beholdning, og det er en bevist strategi. Alligevel kan skift i forretningsmix bevirke, at der skal bindes en større andel af kapital, og det kan gå ud over de likvide beholdninger.

Figur 5.11: Balance, budgetteret (finansiering)

Analytisk Balance (finansiering)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Egenkapital	9.419	7.972	8.478	8.971	9.645	10.193	10.693	10.959	11.647	11.646	11.846
Langsigtede finansielle forpligtelser	4.492	4.480	4.660	4.750	4.868	4.936	4.950	4.958	4.520	4.656	4.796
Kortsigtede finansielle forpligtelser	3.754	3.569	3.736	3.834	3.997	4.091	4.182	4.273	4.323	4.453	4.587
Finansielle forpligtelser i alt	8.246	8.050	8.396	8.584	8.865	9.027	9.132	9.231	8.843	9.109	9.383
Finansielle aktiver	-1.734	-1.848	-2.026	-2.179	-2.343	-2.495	-2.632	-2.775	-2.858	-2.944	-3.033
Investeret kapital	15.931	14.174	14.849	15.376	16.166	16.725	17.194	17.415	17.632	17.811	18.196

Kilde: Egen tilvirkning

5.4 Opsummering af budget

Der er altid en stor usikkerhed forbundet med en fremtidig budgettering over en længere periode. Især for en virksomhed som FLSmidth, som er inde i en periode med forandring – strategisk og strukturelt. Derudover opererer FLSmidth på et konjunkturfølsomt marked, som fortsat er præget af usikkerhed som følge af den globale økonomiske krise.

Budgetteringen, der er baseret på den strategiske analyse, samt regnskabsanalysen er udarbejdet i forbindelse med værdiansættelse af FLSmidth. Eftersom der er en vis usikkerhed forbundet med budgetteringen, vil der i forbindelse med værdiansættelsen foretages en følsomhedsanalyse.

6 Værdiansættelse

På baggrund af de foregående analyser og budgetteringen foretages en værdiansættelse for at estimere markedsværdien af FLSmidth.

6.1 Anvendte værdiansættelsesmodeller

Der findes overordnet fire forskellige typer værdiansættelses modeller; kapitalværdibaserede modeller (herunder DCF-modellen), relative værdiansættelsesmodeller (multipler), substansværdimodeller (likvidation) og realoptionsmodeller.

Der er valgt at udføre en værdiansættelse ved hjælp af DCF-modellen, da det er den mest anvendte værdiansættelsesmodel i praksis. Derudover vil der også blive udført en multipelbaseret værdiansættelse. De to metoder er blandt de i praksis mest anvendte. DCF på grund af dens gennemsigtighed og multipel på grund af dens enkelthed. De to modeller er ikke direkte sammenlignelige, så de vil ikke give det samme resultat, DCF-modellen er den primære model og den multipelbaserede bruges som kvalificeret kontrol.

6.1.1 DCF-modellen

DCF-modellen er en kapitalbaseret værdiansættelsesmodel, der estimerer markedsværdien af egenkapitalen på baggrund af det frie cash flow, som virksomheden forventes at generere i fremtiden. På

baggrund af de prognoser, der blev foretaget i kapitel 5, findes det fremtidige cash flow, som bliver tilbagediskonteret med diskonteringsfaktoren, $WACC^{90}$, der afspejler virksomhedens risikoprofil. Dertil lægges perioden efter de budgetterede cash flows, terminalværdien, som også tilbagediskonteres til nutidsværdi. Til sidst fratrækkes gæld, da aktiens værdi er knyttet til egenkapitalen og ikke FLSmidths samlede værdi.

Derudover er der en antagelse om et konstant fremtidigt afkastkrav – og heraf defineres virksomhedens værdi som:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

hvor,

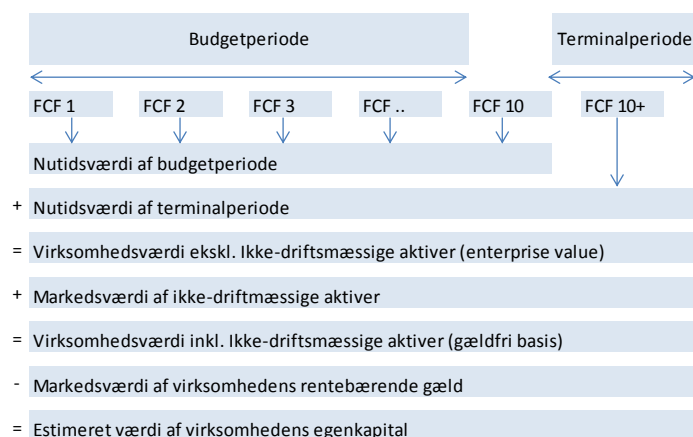
EV = Virksomhedens værdi

FCF = Det frie cash flow til egenkapital- og fremmedkapitalindskyderne

WACC = Virksomhedens vægtede kapitalomkostninger

DCF-modellen antager, at alt overskydende likviditet fra drift, finansiering eller udbytte – bliver investeret med en nutidsværdi på nul. Modellens input er baseret på analyserne i de foregående kapitler.

Figur 6.1: Værdiansættelse ved DCF



Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra 'Værdiansættelse af virksomheder' af Petersen og Plenborg

I de følgende afsnit vil FCF og WACC beregnes, hvorefter der kan foretages en værdiansættelse ved hjælp af DCF-modellen.

6.1.1.1 Frit Cash Flow

Det frie cash flow er den del, der fremkommer efter at pengestrømme til drift og investering er afholdt.

⁹⁰ WACC'en antages som et konstant fremtidigt afkastkrav.

På baggrund af budgetteringen i kapitel 5 kan det estimerede frie cash flow beregnes. Der bliver taget udgangspunkt i det primære resultat efter drift (NOPAT), hvor der bliver lagt afskrivninger til for at finde brutto cash flow. Derefter bliver der taget højde for ændringer i arbejdskapitalen, som også bliver lagt til – hvilket giver cash flow fra driften. Til sidst tillægges ændringer i driftsaktiver, mens afskrivninger igen bliver fjernet for at finde det frie cash flow⁹¹.

Figur 6.2: Det frie cash flow

Free Cash flow	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPAT	1.320	1.672	1.805	1.869	1.934	1.932	2.009	2.089	2.097	2.160	2.225
Afskrivninger	754	572	618	655	694	729	758	788	812	837	862
Brutto cash flow	2.074	2.244	2.423	2.524	2.629	2.661	2.767	2.878	2.909	2.997	3.087
Ændringer i arbejdskapitalen	1.082	-449	51	-31	61	19	8	-146	-167	-178	19
Cash flow fra driften	3.156	1.795	2.474	2.493	2.690	2.680	2.775	2.732	2.743	2.819	3.106
Ændringer i driftsaktiver	206	267	213	163	338	152	156	48	84	126	130
afskrivninger	-754	-572	-618	-655	-694	-729	-758	-788	-812	-837	-862
FCF	2.608	1.490	2.069	2.001	2.334	2.103	2.173	1.992	2.015	2.109	2.374

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figuren defineres FCF før renteomkostninger og andre finansielle pengestrømme, hvilket skyldes, at FCF defineres som det cash flow, der tilgår indskyderne af både egenkapital og fremmedkapital⁹².

6.1.1.2 WACC

I DCF-modellen benyttes WACC som diskonteringsfaktor. WACC eller de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger viser både långiverens og ejernes samlede afkastkrav.. Formlen for WACC ser ud som følgende:

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

hvor:

D/V = Gældsandel

E/V = Egenkapitalandel

k_d = Fremmedkapitalomkostninger

k_e = Ejernes afkastkrav

t = Effektive skattesats

⁹¹ Petersen & Plenborg (2004), s. 5

⁹² Bønding & Balslev, s. 4

I de følgende afsnit vil de nødvendige elementer for at beregne WACC'en blive udregnet.

6.1.1.3 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen består af markedsværdien af egenkapitalen og værdien af gælden. Markedsværdien af egenkapitalen beregnes som den totale værdi af de udstedte aktier. FLSmidths aktiekurs d. 01. 03. 2012 var på 384,9 kr., FLSmidth har udstedt 53.200.000 aktier – Det giver en aktuel markedsværdi af egenkapitalen på 19.953.260.648 DKK.

FLSmidths rentebærende gæld per 31. 12. 2012 var på 4.378.000.000 DKK. Det giver FLSmidth en samlet værdi på 24.331.260.648 DKK.

Det betyder, at FLSmidths kapitalstruktur består af 18 % gæld og 82 % egenkapital⁹³. Det er ikke overraskende, da FLSmidth har en meget konservativ tilgang til kapitalstruktur og gæld⁹⁴.

6.1.1.4 Fremmedkapitalens afkastkrav

FLSmidths fremmedkapitalomkostning kan beskrives som et udtryk for den risikofrie rente plus FLSmidths nettolånerente.

For at finde fremmedkapitalens afkastkrav skal den risikofrie rente og FLSmidths nettolånerente defineres.

Estimering af den risikofrie rente er baseret på den 10-årige danske statsobligation. Den risikofrie rente er baseret på den 10-årige danske statsobligation udstedt i 2013 til kurs 100. Der benyttes obligationer med lang løbetid for at være konsistent med løbetiden for de cash flows, der skal diskonteres. Der antages heraf en risikofri rente på 1,5 %.

Estimeringen af FLSmidths nettolånerente er baseret på 2012-tal. Nettolånerenten beregnes ved at dividere FLSmidths finansielle renteomkostninger med deres finansielle forpligtelser. Ud fra den beregning er den anvendte nettolånerente for FLSmidth 2,4 %.

Det betyder, at fremmedkapitalens afkastkrav kan beregnes til 3,9 % (1,5 % + 2,4 %).

6.1.1.5 Ejernes afkastkrav

Til at beregne ejernes afkastkrav bruges CAPM-modellen, Capital Asset Pricing Model. CAPM udtrykkes ved nedenstående formel:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

hvor, R_f = den risikofrie rente, β_i = beta (systematisk risiko), $E(R_m)$ = det forventede markedsaftast.

⁹³ Kapitalstrukturen vil typisk være dynamisk og kræve løbende tilpasninger, men til beregning af WACC antages ofte en statisk kapitalstruktur. Petersen & Plenborg (2004).

⁹⁴ FLSmidth 2012, s. 4

For at finde ejernes afkastkrav er det nødvendigt at finde FLSmidths beta. FLSmidths beta-koefficient fortæller FLSmidths systematiske risiko i forhold til markedet, markedets beta er en konstant på 1.

For at beregne FLSmidths beta er det oplagt at bruge OMX C20-indekset, da FLSmidth selv er en del af indekset. Jeg har dog valgt at bruge MSCI World indekset. Dels fordi OMX C20 indekset efterhånden er så påvirket af Novo Nordisk grundet deres størrelse, og dels fordi FLSmidth i langt højere grad er en global virksomhed end en dansk virksomhed. Således omsatte FLSmidth i 2012 kun for 56 mio. kr. i Danmark mod en samlet omsætning på i alt ca. 25 mia. kr. Beregningen sker ved at opstille FLSmidths afkast mod MSCI World-indekset afkast og lave en regressionsanalyse, ud fra følgende formel:

$$\beta_{FLS} = \frac{Cov(R_{FLS}, R_{msci})}{Var(R_{msci})}$$

Ved denne udregning gennem en regressionsanalyse fås følgende resultat:

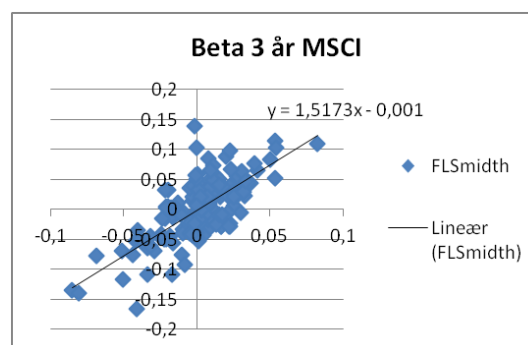
Figur 6.3: Beta for FLSmidth

Beta for FLSmidth OMX CPH			Beta for FLSmidth MSCI World		
Beta 1 år	Beta 3 år	Beta 5 år	Beta 1 år	Beta 3 år	Beta 5 år
1,0786	1,458086	1,534629	1,598637	1,517301	1,552369

Kilde: Egen tilvirkning

Udover den 1-årige beta fra det danske indeks, er der en stærk konsensus om, at beta for FLSmidth ligger omkring 1,5. Som forventet betyder dette, at FLSmidth som en konjunkturfølsom virksomhed er mere volatil end markedet.

Figur 6.4: Beta 3 år MSCI, scatter



FLSmidths billede i det offentlige forum er, at den er en meget konjunkturfølsom virksomhed, og deres beta afspejler dette billede. Beta-koefficienten synes imidlertid ikke at afspejle, at FLSmidth faktisk generer ca. 30 % af deres omsætning gennem deres service division, som i modsætning til resten af deres forretning ikke er præget af konjunkturer på samme måde som opførelse af cement- og mineralanlæg. Ud fra omsætnings- og indtjeningsmuligheder ved de konstant voksende ordrebøger, virker beta-koefficienten høj for FLSmidth.⁹⁵

Udover FLSmidths beta-koefficient skal det forventede afkast for markedet også findes. Der er ikke nogen direkte måde at forudse markedsafkastet på, og hvad man kan forvente. Der er flere metoder til at forudsige det forventede afkast. Her er det besluttet at bruge historiske data. Aswath Damodaran fra Stern

⁹⁵ Det var forventet at betalen lå høj, da FLSmidth har prædikatet 'cyklisk' og 'konjunkturfølsom'. Børsen 1. oktober 2012, Investorer fejlvurderer FLSmidth.

School of Business har i en artikel samlet historiske data fra 1900 til 2011 og på den baggrund lavet et aritmetisk gennemsnit af den forventede markedsrisikopræmie. Den er for Danmark 4,4 % og for verdenen 5,9 %⁹⁶. Det forventede afkast for markedet er markedsrisikopræmien plus den risikofrie rente. Med den nuværende risikofrie rente ser de forventede markedsafkast ud som følgende: Danmark: 5,9 % og for verdenen: 7,4 %. Jævnfør samme argumentation for valg af beta, har jeg valgt at bruge den forventede markedsrisikopræmie for verdenen. Derudover vil man også kræve et højere afkast for en højrisiko aktie, som FLSmidth må antages at være.

Alle ukendte faktorer for at kunne beregne ejernes afkastgrad er blevet fundet, og ejernes afkastgrad kan nu findes ud fra CAPM-formlen.

$$E(R_i) = 1,5\% + 1,52 * (7,4 - 2,0) = 10,5\%$$

6.1.1.6 Beregning af WACC

Efter at kapitalstruktur, fremmedkapitalens afkastgrad og ejernes afkastgrad er fastlagt, kan man nu beregne FLSmidths WACC. Som skattesats bliver den gennemsnitlige effektive skattesats på 30 % benyttet.

$$WACC = (1 - 0,3) * 3,9\% * 18\% + 10,5\% * 82\% = 9,1\%$$

6.2 Værdiansættelse med DCF-modellen

Efter at have beregnet de nødvendige ubekendte til DCF-modellen kan værdien af FLSmidth nu beregnes.

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

⁹⁶ Damodaran (2011), s. 29-30

Figur 6.5: Værdiansættelse ved DCF-metoden

DCF Værdiansættelse	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
WACC	9,1%										
Steady state	3,0%										
Periode		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Diskonteringsfaktor		1,09064	1,18951	1,29733	1,41492	1,54318	1,68306	1,83562	2,00201	2,18348	2,38140
FCF		1.490	2.069	2.001	2.334	2.103	2.173	1.992	2.015	2.109	2.374
Nutidsværdi af FCF	13.006	1.366	1.739	1.543	1.650	1.363	1.291	1.085	1.006	966	997
Terminalværdi											40381,67
Nutidsværdi af Terminalværdi	16.957										
Virksomhedsværdi	29.963										
Gæld	6.512										
Virksomhedsværdi (gældfri basis)	23.451.173.968										
Værdi af minoritetsinteresser	49										
Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital	23.451.173.919										
Antal udestående aktier	51.840.116,0										
Pris per aktie	452,4										

Kilde: Egen tilvirkning

Ved en værdiansættelse med DCF-metoden fås en estimeret værdi af egenkapitalen på 23.269.274.639 DKK Kr., og fordelt på 51.940.116 aktier giver det en estimeret pris på FLSmidths aktie på 452,4 kr.. I forhold til dagens kurs per 1. marts 2013 på 384,9 kr. er det en upside på 67,5 kr. per aktie eller ca. 18 %. Sidst aktie var oppe i 452 var d. 22. februar 2012.

FLSmidth aktiens udvikling er præget af meget volatilitet, hvilket også kom frem under estimeringen af aktiens beta. I 2012 startede aktien på 337,5 kr. og sluttede i 327,2 kr., men undervejs toppede den i 455 og var nede i 294. De første to måneder af 2013 har budt på en stigning på 58 kr. eller 18 %.

FLSmidth har gennem hele den analyserede periode udvist en stabil indtjeningsevne, samtidig med at de har ført en aggressiv vækststrategi. Den næste periode vil blive brugt på konsolidering og effektivisering af synergi med de nyindkøbte virksomheder. FLSmidth har kaldt 2013 for et overgangså, og det er muligt, at det vil påvirke indtjeningen negativt og dermed forventningerne til fremtiden. FLSmidth opererer på store vækstmarkeder, og med deres succesfulde integration af service divisionen og deres konservative tilgang til kapitalstrukturen virker en FLSmidth som en sikker langsigtet investering.

6.3 Følsomhedsanalyse

FLSmidths aktiekurs er fundet underlagt en del forudsætninger og antagelser. Derfor er det oplagt at se på, hvad der sker i tilfælde af, at nogle af disse antagelser udvikler sig anderledes.

Der er blevet lavet en følsomhedsanalyse over ændringer i væksten og i WACC'en. De to poster har stor indflydelse på aktiens værdi. Samtidig er der mange faktorer, der kan ændre de to poster i fremtiden. WACC er blandt andet afhængig af kapitalstrukturen, den risikofrie rente, lånerenten, beta-koefficienten, afkastkrav fra ejer og låner m.m.. Væksten er påvirket af mange faktorer, belyst i den strategiske analyse, som kan udvikle sig i andre retninger i fremtiden.

Figur 6.6: Følsomhedsanalyse af FLSmidths estimerede værdi

Ændring i væksten	Ændring i WACC							Ændring i væksten	Ændring i WACC								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%		3,0%		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
	3,0%	N/A	2.473,9	1.224,6	792,4	573	440		350,7	3,0%	N/A	447%	171%	75%	27%	-3%	-22%
	2,0%	2.692,2	1.332,0	861,8	623,2	478,7	381,8		312,3	2,0%	495%	194%	90%	38%	6%	-16%	-31%
	1,0%	1.449,7	937,6	677,9	520,9	415,6	340,2		283,4	1,0%	220%	107%	50%	15%	-8%	-25%	-37%
	0,0%	1.020,5	737,6	566,8	452,4	370,4	308,8		260,9	0,0%	126%	63%	25%	0%	-18%	-32%	-42%
	-1,0%	802,9	616,8	492,3	403,3	336,4	284,4		242,8	-1,0%	77%	36%	9%	-11%	-26%	-37%	-46%
	-2,0%	671,4	535,9	439	366,4	310	264,9		228	-2,0%	48%	18%	-3%	-19%	-31%	-41%	-50%
	-3,0%	583,4	477,9	397,9	337,6	288,7	248,8		215,7	-3,0%	29%	6%	-12%	-25%	-36%	-45%	-52%

Kilde: Egen tilvirkning

Figuren ovenfor viser til venstre ændringen i prisen på FLSmidths aktie, og til højre vises den i procentvis ændring. Aktieprisen er især følsom overfor WACC'en, som svinger mellem en upside på 126 % og en downside på 42 %. Væksten har ikke helt samme effekt med en mulig upside på 75 % og en downside på 25 %. Der skal tages højde for, at budgetperioden er på 10 år. Hvis perioden havde været kortere (f.eks. 5 år), ville aktieprisen ikke være ligeså følsom overfor ændringerne.

6.4 Multipler

Efter værdiansættelsen ved hjælp af DCF-metoden, udføres en relativværdiansættelse ved hjælp af multipler for at sikre DCF-metodens konklusion. Der er her tale om et 'sikkerhedstjek' for at se, om værdiansættelsen ved DCF-metoden ikke afviger markant fra sammenlignelige selskaber. Valget er faldet på denne type af værdiansættelsesmodel, da den sammen med DCF-modellen er blandt de mest benyttede modeller i praksis⁹⁷.

Brugen af multipler sker ved at vurdere, om værdien af et selskab er relativt dyrere eller billigere end sammenlignelige selskaber. Det gøres ved at finde relevante sammenlignelige multipler og udvælge sammenlignelige selskaber. I praksis vil det være særdeles vanskeligt at finde to virksomheder, som har samme rentabilitet, risiko, vækstmuligheder og regnskabspraksis⁹⁸. Det er heller ikke muligt med FLSmidth og dens konkurrenter. FLSmidth opererer på et globalt marked i to forskellige industrier mod konkurrenter, der enten er specialister, konglomerater, globale eller lokale – med andre ord er det svært at finde direkte konkurrenter til FLSmidth som helhed. Dertil er der yderligere usikkerhed forbundet med multiplerne, da anvendelsen af disse kræver sammenlignelige parametre.

For at kompensere herfor er der valgt seks *sammenlignelige* konkurrenter og seks forskellige multipler til at danne baggrund for værdiansættelsen.

Ud fra multiplerne i figur 6.7 er der tre grupper inden for hver multipel; højeste, gennemsnit og laveste. I de tre grupper er FLSmidths markedsværdi estimeret for alle seks multipler. Det er vurderet, at ThyssenKrupps

⁹⁷ Petersen & Plenborg (2004), s. 11

⁹⁸ Petersen & Plenborg (2004), s. 12

Figur 6.7: Oversigt over multipler

Multipler	EV Sales	EV Ebitda	EV EBIT	Price Earnings	Price Sales	Price Book
Sinoma	0,4	7,1	8,8	17,6	0,6	3
KHD				17,9	1,1	1,1
ThyssenKrupp	0,4	6,4	18,2		0,2	2,4
Metso	0,7	6,6	8,3	12,9	0,6	2,2
Outotec	0,8	7,8	9,1	15,0	0,9	4
Sandvik	1,5	8,5	10,9	15,9	1,3	3,6
FLSmidth	0,8	7,7	9,9	13,0	0,7	1,8

Kilde: Egen tilvirkning baseret på tal fra Thomson One

hjælp af multipler svinger aktiekursen fra 203,2 kr. til 523,2 kr.. I forhold til DCF-metoden, som værdisatte FLSmidths aktie til 452,4 kr. ligger multiplerne noget blandet. DCF-metoden ligger mellem den gennemsnitlige peer ratio og den højeste peer ratio. Umiddelbart ligger multipelværdiansættelserne en smule lavt i forhold til DCF-metoden.

EV/EBIT multipel på 18,2 skiller sig så meget ud fra resten af multiplerne, at den ikke bliver medtaget i modellen. Det er værd at bemærke, at FLSmidth hverken har den laveste eller højeste multipel i nogen af de seks grupper. Baseret på ovenstående multipler fås følgende værdier for FLSmidth:

Ifølge værdiansættelsen af FLSmidth ved

Det skyldes, at værdiansættelse ved hjælp af multipler som udgangspunkt afspejler en værdiansættelse af en minoritetsaktiepost. I tilfælde af virksomhedstransaktioner, der omhandler en majoritetsaktiepost, skal der derfor tages højde for dette. Ved overtagelse af en majoritetsaktiepost er der mulighed for at påvirke cash flowet positivt ved synergier og reducere risiko i forhold til indtjeningssikkerhed. I DCF-modellen er disse forhold indbygget og taget højde for via cash flowet og kapitalomkostningen⁹⁹. Derfor skal man i forbindelse med værdiansættelse via multipler korrigere for dette forhold. Det kan gøres ved flere metoder; man kan tillægge en majoritetspræmie eller man kan øge multiplen¹⁰⁰.

Figur 6.8: Værdiansættelse af FLSmidth ved multipler

Estimeret markedsværdi af FLSmidth	EV SALES	EV Ebitda	EV EBIT	Price Earnings	Price Sales	Price Book	Gennemsnit	Aktie Pris
Estimeret markedsværdi baseret på højeste peer ratio	32895,5	18.929,0	17.291,2	23.628,0	32.303,7	37.676,0	27.120,6	523,2
Estimeret markedsværdi baseret på gennemsnitlige peer ratio	14672,9	15.775,7	14.309,2	20.306,0	19.169,2	24.354,8	18.098,0	349,1
Estimeret markedsværdi baseret på laveste peer ratio	5561,6	13.170,8	12.122,4	17.028,0	4.969,8	10.360,9	10.535,6	203,2

Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på historiske virksomhedsovertagelser på børsen i København har den gennemsnitlige majoritetspræmie været på 40 %, hvilket dækker over en spredning på 10 % - 100 %. Præmien i forhold til DCF-modellens pris skal kompensere for den værdi, der ligger i at få kontrol over virksomheden og have muligheden for at påvirke strategi med henblik på at øge fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder og/eller reducere risikoen¹⁰¹.

Figur 8.9: Oversigt af FLSmidths aktiepris ved multipler justeret for majoritetspræmie, Kilde: Egen tilvirkning

Estimeret markedsværdi af FLSmidth	Aktie Pris	Kontrolpræmie / majoritetspræmie									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Højeste peer ratio	523,2	575,5	627,8	680,1	732,4	784,7	837,1	889,4	941,7	994,0	1046,3
Gennemsnitlige peer ratio	349,1	384,0	418,9	453,8	488,8	523,7	558,6	593,5	628,4	663,3	698,2
Laveste peer ratio	203,2	223,6	243,9	264,2	284,5	304,8	325,2	345,5	365,8	386,1	406,5

⁹⁹ Gennem den bagvedliggende analyse, der er foretaget i forbindelse med værdiansættelsen med DCF-modellen

¹⁰⁰ Petersen & Plenborg (2004), s. 13

¹⁰¹ Petersen & Plenborg (2004), s. 13

Hvis man ser den estimerede værdi fundet ved hjælp af DCF-metode, er der en majoritetspræmie på 29,6 % i forhold til den aktiepris, der er fundet ved de gennemsnitlige peer ratio multipler. En majoritetspræmie, der ligger under gennemsnittet på 40 %. Værdiansættelsen via multipler bekræfter DCF-modellens værdiansættelse, og der findes ikke anledning til at tvivle på den estimerede værdiansættelse.

7 Konklusion

På baggrund af fundamentalanalysen af FLSmidth, er den teoretiske værdi af FLSmidths aktie fundet til 452,4 kr.. Sammenlignet med aktiekursen d. 1. marts 2013 på 384,9 kr. er det en upside på 67,5 kr. eller 18 %. I forhold til FLSmidths strategiske og økonomiske potentiale vurderes aktien på nuværende tidspunkt at være undervurderet i forhold til den teoretiske pris.

FLSmidth har de sidste 10 år udviklet sig til en moderne international virksomhed. Med salget af Cembrit vil FLSmidth have frasolgt de sidste elementer af et gammel konglomerat og kan nu rette alt fokus på deres kernekompetencer. Den øgede fokus på kernekompetencer betyder, at FLSmidth står stærkt på de markeder, de færdes på, og det er målsætningen kun at være på markeder, hvor de enten er eller kan blive markedsførende. Målet er at kunne tilbyde totalløsninger via deres 'one source' program, der indebærer alt fra opførelse af anlæg til daglig ledelse og vedligeholdelse. Med de seneste års opkøb kan FLSmidth nu tilbyde dette til cement-, kobber- samt kulindustrien og snart også til guldindustrien. FLSmidths målsætning om at blive den foretrukne totalleverandør inden for deres seks fokusindustrier passer med at markedet udvikler sig mod færre udbydere, og at flere kunder foretrækker at samle deres ordrer hos enkelte leverandører.

På grund af FLSmidths forretningsstruktur som en rådgivende virksomhed, der outsourcer det meste af deres produktion, kan FLSmidth nemt tilpasse sig til de aktuelle markedsforhold. Mens cement- og mineralmarkederne har været påvirket af den globale økonomiske krise de seneste år, er der på længere sigt positive forventninger til investeringer. Efterspørgslen på mineraler og cement fortsætter med at vokse på grund af de samfundsmæssige ændringer i udviklingslandene, hvor en voksende middelklasse øger efterspørgslen på infrastruktur, boliger og andre forbrugsgoder baseret på cement, metaller og mineraler.

FLSmidth opererer på konjunkturfølsomme markeder, som er blevet hårdt ramt i den analyserede periode. FLSmidth selv er en yderst konjunkturfølsom virksomhed. På grund af FLSmidths forretningsstruktur som en rådgivende virksomhed, der outsourcer det meste af deres produktion, kan FLSmidth nemt tilpasse sig til de aktuelle markedsforhold. Derudover har FLSmidth de seneste år haft en øget fokus på servicesegmentet og er gået fra en omsætning i segmentet fra 1 mia. kr. i 2004 til en forventet omsætning i 2013 på 8 -10 mia. kr.. Den strategiske fordel forbundet med denne udvikling kan næppe undervurderes. Servicesegmentet er, i modsætning til deres anden primære forretning, opførelse af cement- og mineralanlæg, ikke præget af den samme konjunkturfølsomhed.

Med over 120 års erfaring har FLSmidth ekspertise, know-how og et stærkt brand bygget på mange års pålidelighed. Samtidig med at FLSmidth er en global virksomhed, har FLSmidth også en stærk lokal tilstedeværelse med supercentre og servicecentre placeret strategisk i hele verdenen.

Både cement- og mineralindustrien er meget energitunge industrier, som står for store dele af verdens CO₂ udslip. Der er derfor politisk pres på industrien og et øget fokus på miljø og bæredygtighed. FLSmidth tilbyder førende bæredygtig teknologi, og de potentielle muligheder er store.

Udover en øget fokus på miljø og bæredygtighed, er der kommet en øget fokus på 'total cost of ownership'. Tidligere har der været hård konkurrence på prisen i forbindelse med projekter, og mens der stadig er konkurrence på prisen, er fokus skiftet til den samlede pris på anlægget gennem hele dets levetid. Den øgede fokus på 'total cost of ownership' er en stor mulighed for FLSmidth, da den initiale anlægsudgift bliver mindre vigtig, og effektivitet og pålidelighed bliver mere vigtig.

Udviklingen i markedet har i den analyserede periode været præget af den globale økonomiske afmatning og den usikkerhed, der har været i kølvandet på den finansielle krise. Perioden har været påvirket af politisk uro i områder, hvor FLSmidth står stærkt, og deres største marked, Indien, er gået helt i stå. Alligevel har FLSmidth gennem perioden opretholdt en jævn overskudsgrad, og ordreindgangen har med undtagelse af et enkelt år også været konsistent.

Efter en grundig analyse af ikke-finansielle og finansielle værdidrivere og en budgetteret periode på 10 år blev den teoretiske pris på FLSmidths aktie estimeret til 452,4 kr. efter værdiansættelse med DCF-metoden. Følsomhedsanalysen viste, at aktieprisen især er påvirket ved en potentiel ændring i WACC. En ændring i WACC'en er ikke usandsynlig, da den er påvirket af mange interne og eksterne faktorer som kapitalstruktur, renten og afkastkravet fra ejer og låner. Dertil betyder den lange budgetterede periode også, at den estimerede aktiepris er ekstra følsom over for ændring i WACC'en.

Som validering af den teoretiske aktiepris fundet ved DCF-metoden blev der også foretaget en værdiansættelse ved hjælp af multipler. Ud fra gennemsnittet af seks konkurrenters multipler blev FLSmidths aktiepris fundet til 349,1 kr. Værdiansættelsen ved hjælp af multipler tager udgangspunkt i en minoritetsaktiepost, og tager ikke højde for de muligheder der er for at påvirke værdien positivt ved overtagelse af en majoritetsaktiepost.

I praksis betyder det, at der ofte tillægges en majoritetspræmie til værdiansættelsen ved multipler. Historisk har gennemsnittet for majoritetspræmien været 40 % i forhold til den estimerede aktiepris ved DCF. Hvis man ser på den estimerede aktiepris fundet ved hjælp af DCF og aktieprisen fundet ved multipler, skal der tillægges en majoritetspræmie på 29,6 %. På baggrund af disse betragtninger kan det konkluderes, at aktieprisen fundet ud fra DCF-metoden består multiplens sikkerhedstjek.

Historisk set har FLSmidth-aktie været yderst volatil, og på trods af den øgede fokus på mindre konjunkturfølsomme indtjeningsmuligheder vil den fortsat være volatil i fremtiden. Derfor er FLSmidths aktie bedst egnet til en langsigtet investering.

8 Litteraturliste:

8.1.1 Bøger:

- Andersen, Ib (2003): *Den skinbarlige virkelighed – Vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne*, 2. udgave, Forlaget Samfundslitteratur
- Brealey, Richard, Stuart Meyers og Franklin Allen (2008): *Principles of Corporate Finance*, 9. Udgave, McGraw-Hill
- Elling, Jens og Ole Sørensen (2005): *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*, 2. udgave, Gjellerup
- Petersen, Christian og Thomas Plenborg (2007): *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*, 1. udgave, Forlaget Thomsen

8.1.2 Videnskabelige artikler:

- Bønding, Anders Kunze og Peter Balslev: *Værdiansættelse af virksomhed – En introduktion til værdiansættelsens rolle og gennemgang af de gængse modeller hertil*. Børsens ledelseshåndbøger
- Damodaran, Aswath (2012): *Equity Risk Premiums (ERP) – Determinants, Estimation and Implications*, Stern School of Business
- Fink, Jakob: *Introduktion til multipelbaseret værdiansættelse*, Børsens ledelseshåndbøger
- Petersen, Christian og Thomas Plenborg (2004): *Værdiansættelse af virksomheder – En kort gennemgang af de gængse modeller til værdiansættelse*, Børsens ledelseshåndbøger
- Plenborg, Thomas (2000): *Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel*, Børsens ledelseshåndbøger

8.1.3 Avis artikler:

- Børsen (1. oktober 2012): *Investorer fejlvurderer FLSmidt-aktien*

8.1.4 Rapporter:

- Goldman sachs: *The expanding middle class*, Global Economics Paper no. 140
- Business risks facing mining and metals 2012 – 2013, Ernst & Young
- J.P. Morgan Equity Research: FLSmidt – 30 september 2011
- Deutsche Bank Markets Research: Outotec – 6. December 2012

8.1.5 Årsrapporter og andet investor relations

- FLSmidth årsrapport 2004 – 2012
- FLSmidth delårsrapporter 2011 – 2012
- FLSmidth Capital Market day 2012 slides og live præsentation (video)

8.1.6 Årsrapporter fra konkurrenter

- Sinoma årsrapport 2011 – 2012
- KHD årsrapport 2011 -2012
- ThyssenKrupp 2011 – 2012
- Metso 2011 – 2012
- Outotec 2011 - 2012
- Sandvik 2011 – 2012

8.1.7 Hjemmesider:

- FLSmidth – www.flsmidth.com
- International monetary fund – www.imf.org
- Euroinvestor – www.euroinvestor.dk
- Betabox – Teorier og modeller – www.betabox.dk
- Skat – www.skat.dk
- Damodaran online – pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
- Danmarks nationalbank - www.nationalbanken.dk

8.1.8 Databaser:

- Datastream
- World Economic Outlook (IMF)
- Bloomberg
- Thomson One

9 Figuroversigt

1. Figur 1.1: Elementer i en værdiansættelse af virksomheder
2. Figur 1.2: Afhandlingens vidensproduktion
3. Figur 1.3: Afhandlingens struktur

4. Figur 2.1: Gammel struktur og ny struktur
5. Figur 2.2: Aktionærfordelingen 2012
6. Figur 2.3: Omsætning 2012 fordelt på divisioner, geografi og landekategorier
7. Figur 3.1: Estimeret BNP i procent
8. Figur 3.2: Ordreindgang fordelt på industrier 2012
9. Figur 3.3: Markedsandel – cement 2007 – 2011
10. Figur 3.4: Udvikling af 3-årige beta - Mineral
11. Figur 3.5: Udvikling af 3-årige beta – Cement
12. Figur 3.6: Sharpe analyse – Mineral
13. Figur 3.7: Sharpe analyse – Cement
14. Figur 3.8: Sharpe-ratio oversigt over høj, lav og gennemsnit for FLSmidt og konkurrenter
15. Figur 3.9: SWOT model
16. Figur 4.1: Korregeret skat af EBIT
17. Figur 4.2: Komprimeret analytisk resultatopgørelse
18. Figur 4.3: Analytisk balance (drift)
19. Figur 4.4: Arbejdskapital i forhold til omsætning
20. Figur 4.5: Analytisk balance (finansiering)
21. Figur 4.6: ROIC – afkastningsgraden, gennemsnit
22. Figur 4.7: Merafkast for FLSmidt's ejere (EVA)
23. Figur 4.8: Dekomponering af afkastgrad i OG og AOH
24. Figur 4.9: Dekomponering af OG gammel struktur 2007 – 2011
25. Figur 4.10: Dekomponering af OG ny struktur 2011 – 2012
26. Figur 4.11: Trendanalyse af resultatopgørelsen
27. Figur 4.12: Common-size-analyse af resultatopgørelsen
28. Figur 5.1: Geografisk udvikling af omsætning
29. Figur 5.2: Udvikling i geografisk andel
30. Figur 5.3: Omsætning i segment – gammel struktur 2007 – 2011
31. Figur 5.4: Omsætning i segment – ny struktur 2011 – 2012
32. Figur 5.5: Ordrebeholdningens omsætningshastighed
33. Figur 5.6: Omsætning, budgetteret
34. Figur 5.7: EBITDA, budgetteret
35. Figur 5.8: NOPAT, budgetteret
36. Figur 5.9: Årets resultat, budgetteret
37. Figur 5.10: Balance, budgetteret (drift)
38. Figur 5.11: Balance, budgetteret (finansiering)
39. Figur 6.1: Værdiansættelse ved DCF, opbygning

40. Figur 6.2: Det frie cash flow
41. Figur 6.3: Beta for FLSmidth
42. Figur 6.4: Beta 3 år MSCI, scatter
43. Figur 6.5: Værdiansættelse af FLSmidth ved DCF-metode
44. Figur 6.6: Følsomhedsanalyse af FLSmidths estimerede værdi
45. Figur 6.7: Oversigt over multipler
46. Figur 6.8: Værdiansættelse af FLSmidth ved multipler
47. Figur 6.9: Oversigt af FLSmidths aktiepris justeret for majoritetspræmie

10 Bilagsoversigt

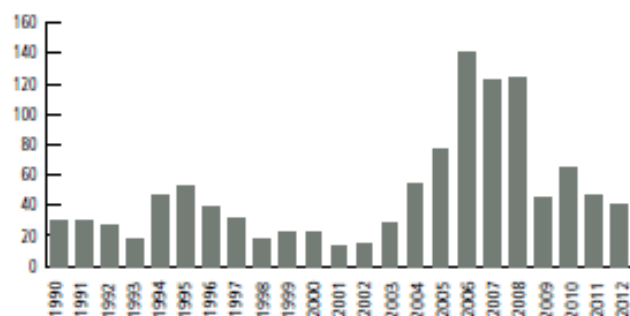
1. Bilag 1: Global nykontraheret ovnkapacitet (eksklusiv Kina)
2. Bilag 2: FLSmidths vurdering af projektrisici
3. Bilag 3: Officiel resultatopgørelse
4. Bilag 4: Officiel balance, aktiver
5. Bilag 5: Officiel balance, passiver
6. Bilag 6: Resultatopgørelse, reformuleret (fuld version)
7. Bilag 7: Balance, drift, reformuleret (fuld version)
8. Bilag 8: Balance, finansiering, reformuleret (fuld version)
9. Bilag 9: Common-size-analyse, resultatopgørelse (reformuleret, fuld version)
10. Bilag 10: Common-size-analyse, balance (drift – reformuleret) i forhold til omsætningen
11. Bilag 11: Common-size-analyse, balance (finansiering – reformuleret) i forhold til omsætningen
12. Bilag 12: Common.size-analyse, balance (drift – reformuleret) i forhold til investeret kapital
13. Bilag 13: Trendanalyse, resultatopgørelse (reformuleret)
14. Bilag 14: Trendanalyse, balance (drift – reformuleret)
15. Bilag 15: trendanalyse, balance (finansiering – reformuleret)
16. Bilag 16: Det frie cash flow
17. Bilag 17: Budgetteret resultatopgørelse (fuld version)
18. Bilag 18: Budgetteret balance, drift (fuld version)
19. Bilag 19: Budgetteret balance, finansiering (fuld version)

11 Bilag

Bilag 1: Global nykontraheret ovnkapacitet (eksklusiv Kina)

Global nykontraheret ovnkapacitet (eksklusiv Kina) *)

Mio. årsstors

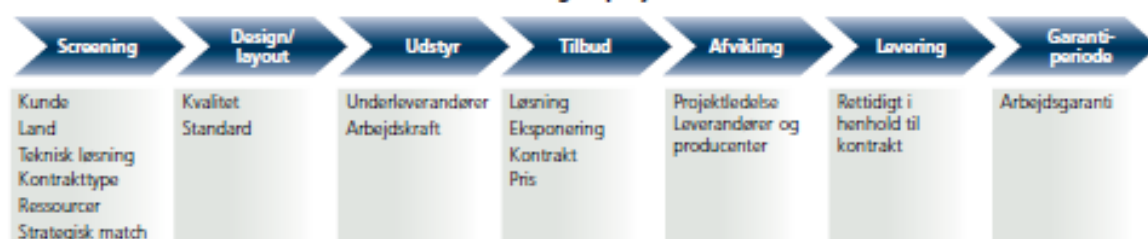


■ Nykontraheret ovnkapacitet

*) Data for ovnkapacitet vil ikke fremover blive publiceret, da data bliver mindre og mindre valide

Bilag 2: FLSmidths vurdering af projektrisici

Vurdering af projektrisici



Bilag 3: Officiel Resultatopgørelse

Officiel resultatopgørelse DKK mio.	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Nettoomsætning	24.849	21.998	20.186	23.134	25.285	19.967
Produktionsomkostninger	-18.771	-16.264	-14.979	-17.728	-19.664	-15.695
Bruttoresultat	6.078	5.734	5.207	5.406	5.621	4.272
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.570	-1.500	-1.346	-1.200	-1.257	-1.025
Administrationsomkostninger	-1.858	-1.679	-1.552	-1.642	-1.579	-1.216
Andre driftsindtægter / (-omkostninger)	109	92	78	161	126	69
Resultat før særlige engangsposter, af- og nedskrivninger (EBITDA)	2.759	2.647	2.387	2.725	2.911	2.100
Særlige engangsposter	-17	16	39	8	-107	6
Af- og nedskrivninger af materielle aktiver	-240	-234	-187	-242	-227	-119
Resultat før ned- og afskrivninger af Immaterielle anlægsaktiver (EBITA)	2.502	2.429	2.239	2.491	2.577	1.987
Af- og nedskrivninger af Immaterielle aktiver	-514	-258	-249	-230	-168	-163
Resultat før finansielle poster og skat (EBIT)	1.988	2.171	1.990	2.261	2.409	1.824
Finansielle indtægter	1.005	861	989	1.562	1.474	1.031
Finansielle omkostninger	-1.066	-962	-1.107	-1.715	-1.760	-978
Resultat før skat (EBT)	1.927	2.070	1.872	2.108	2.123	1.877
Skat af årets resultat	-653	-646	-590	-403	-667	-584
Årets resultat af fortsættende aktiviteter	1.274	1.424	1.282	1.705	1.456	1.293
Årets resultat af ophørte aktiviteter	29	13	-4	-41	59	1
Årets resultat	1.303	1.437	1.278	1.664	1.515	1.294
Fordeles således:						
Aktionærerne i FLSmidth & Co. A/S' andel af årets resultat	1.306	1.427	1.284	1.670	1.515	1.294
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	-3	10	-6	-6	0	0
	1.303	1.437	1.278	1.664	1.515	1.294

Bilag 4: Officiel Balance, aktiver

Officiel Balance, aktiver						
DKK mio.	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Goodwill	4.852	4.119	3.663	3.369	3.263	3.191
Erhvervede patenter og rettigheder	1.587	1.159	1.021	1.016	1.059	1.091
Kunderelationer	1.801	1.130	1.006	954	893	914
Andre immaterielle aktiver	314	185	156	188	233	184
Færdiggjorte udviklingsprojekter	40	47	62	13	24	26
Immaterielle aktiver under udvikling	593	511	240	149	50	19
Immaterielle aktiver	9.187	7.151	6.148	5.689	5.522	5.425
Grunde og bygninger	1.614	1.365	1.269	971	858	760
Tekniske anlæg og maskiner	757	699	710	691	547	477
Driftsmidler og inventar	221	213	234	222	234	200
Materielle aktiver under opførelse	175	284	70	68	256	109
Materielle aktiver	2.767	2.561	2.283	1.952	1.895	1.546
Kapitalandele i associerede virksomheder	9	1	3	3	3	4
Andre værdipapirer og kapitalandele	64	59	63	29	38	58
Andre finansielle aktiver	0	-	-	-	21	8
Pensionsaktiver	7	9	15	-	2	6
Udskudte skatteaktiver	970	1.014	728	791	774	752
Finansielle aktiver	1.050	1.083	809	823	838	828
Langfristede aktiver i alt	13.004	10.795	9.240	8.464	8.255	7.799
Varebeholdninger	2.602	2.292	1.960	1.760	1.802	1.463
Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser	5.915	5.554	4.238	4.270	5.063	4.939
Igangværende arbejder for fremmed regning	5.276	3.633	3.120	3.617	3.501	3.072
Forudbetalinger til underleverandører	487	467	364	369	-	-
Andre tilgodehavende	1.408	1.112	1.046	840	946	1.070
Periodeafgrænsningsposter	73	181	97	118	236	120
Tilgodehavender	13.159	10.947	8.865	9.214	9.746	9.201
Obligationer og børsnoterede aktier	26	104	136	75	142	244
Likvide beholdninger	1.540	1.402	2.398	2.389	784	957
Aktiver klassificeret som bestemt for salg	1.544	-	-	-	-	-
Kortfristede aktiver i alt	18.871	14.745	13.359	13.438	12.474	11.865
AKTIVER I ALT	31.875	25.540	22.599	21.902	20.729	19.664

Bilag 5: Officiel balance, passiver

Officiel balance, passiver DKK mio.	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Aktiekapital	1.064	1.064	1.064	1.064	1.064	1.064
Valutakursreguleringer	-8	142	235	-290	-271	-24
Værdireguleringer af sikringstransaktioner	4	-14	10	-4	1	14
Reserve for finansielle aktiver disponible for salg	0	0	-31	-30	0	0
Overført resultat	7.831	7.189	6.328	5.598	4.219	2.778
Foreslåede udbytter	479	479	479	266	0	372
Aktionærerne i FLSmidth & Co A/S' andel af egenkapital	9.370	8.860	8.085	6.604	5.013	4.204
Minoritetsaktionærers andel af egenkapital	49	47	54	23	22	10
Egenkapital i alt	9.419	8.907	8.139	6.627	5.035	4.214
Udsudte skatteforpligtelser	882	886	813	682	628	688
Pensionsforpligtelser	289	207	219	246	200	126
Andre hensatte forpligtelser	515	530	602	739	710	1.077
Prioritetsgæld	352	352	346	358	376	386
Bankgæld	3.465	825	812	813	1.074	1.829
Finansielle leasingsforpligtelser	15	10	8	8	8	10
Forudbetalinger fra kunder	275	435	218	306	1.054	681
Andre gældsforpligtelser	385	288	127	186	53	29
Langfristede gældsforpligtelser	6.178	3.533	3.145	3.338	4.103	4.826
Pensionsforpligtelser	11	19	0	0	0	0
Prioritetsgæld	0	0	0	17	6	7
Andre hensatte forpligtelser	1.123	1.384	1.404	1.199	1.142	699
Bankgæld	538	126	4	7	86	481
Finansielle leasingforpligtelser	8	8	2	3	2	3
Forudbetalinger fra kunder	2.714	1.771	1.973	3.087	2.899	3.178
Igangværende arbejder for fremmed regning	6.138	4.760	3.846	3.666	3.323	2.206
Leverandører af varer og tjenesteydelser	3.092	2.682	2.192	2.421	2.748	2.464
Skyldige selskabsskatte	600	398	340	211	248	299
Andre gældsforpligtelser	1.471	1.917	1.510	1.288	1.106	1.259
Periodeafgrænsningsposter	89	35	44	38	39	36
Kortfristede forpligtelser	15.784	13.100	11.315	11.937	11.599	10.632
Forpligtelser direkte forbundet med aktiver klassificeret som bestemt for salg	494	0	0	0	0	0
Kortfristede forpligtelser	16.278	13.100	11.315	11.937	11.599	10.632
Forpligtelser i alt	22.456	16.633	14.460	15.275	15.702	15.458
PASSIVER I ALT	31.875	25.540	22.599	21.902	20.737	19.672

Bilag 6: Resultatopgørelse, reformuleret (fuld version)

Analytisk resultatopgørelse						
DKK mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
vækst		21,0%	-9,3%	-14,6%	8,2%	11,5%
Nettoomsætning	19.967	25.285	23.134	20.186	21.998	24.849
Produktionsomkostninger	-15.695	-19.664	-17.728	-14.979	-16.264	-18.771
Bruttoresultat	4.272	5.621	5.406	5.207	5.734	6.078
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.025	-1.257	-1.200	-1.346	-1.500	-1.570
Administrationsomkostninger	-1.216	-1.579	-1.642	-1.552	-1.679	-1.858
Særlige engangsposter	6	-107	8	39	16	-17
Andre driftsindtægter, netto	69	126	161	78	92	109
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	2.106	2.804	2.733	2.426	2.663	2.742
<i>Margin</i>	10,5%	11,1%	11,8%	12,0%	12,1%	11,0%
Af- og nedskrivninger af immaterielle aktiver	-163	-168	-230	-187	-234	-514
Af- og nedskrivninger af materielle aktiver	-119	-227	-242	-249	-258	-240
Resultat af primær drift (EBIT)	1.824	2.409	2.261	1.990	2.171	1.988
Skat af resultat af primær drift	-571	-739	-441	-620	-671	-668
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.253	1.671	1.820	1.371	1.500	1.320
Finansielle indtægter	1.031	1.474	1.101	989	861	1.005
Finansielle omkostninger	-978	-1.760	-1.254	-1.107	-962	-1.066
Skat af finansielle poster, netto	-13	72	38	30	25	15
Ophørte aktiviteter, efter skat	1	59	-41	-4	13	29
Årets resultat	1.294	1.515	1.664	1.278	1.437	1.303

Bilag 7: Balance, drift, reformuleret (fuld version)

Analytisk Balance (drift)						
DKK mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	3.191	3.263	3.369	3.663	4.119	4.852
Erhvervede patenter og rettigheder	1.091	1.059	1.016	1.021	1.159	1.587
Kunderelationer	914	893	954	1.006	1.130	1.801
Andre immaterielle aktiver	184	233	188	156	185	314
Færdiggjorte udviklingsprojekter	26	24	13	62	47	40
Immaterielle aktiver under udvikling	19	50	149	240	511	593
Immaterielle anlægsaktiver i alt	5.425	5.522	5.689	6.148	7.151	9.187
Grunde og bygninger	760	858	971	1.269	1.365	1.614
Tekniske anlæg og maskiner	477	547	691	710	699	757
Driftsmidler og inventar	200	234	222	234	213	221
Andre materielle aktiver	-	-	-	-	-	0
Materielle aktiver under opførelse	109	256	68	70	284	175
Materielle anlægsaktiver i alt	1.546	1.895	1.952	2.283	2.561	2.767
Kapitalandele i associerede virksomheder	4	3	3	3	1	9
Udskudte skatteaktiver	752	774	791	728	1.014	970
Andre aktiver	8	21	0	0	0	0
Aktiver bestemt for salg	8	8	0	0	0	1.544
Anlægsaktiver i alt	7.743	8.223	8.435	9.162	10.727	14.477
Varebeholdninger	1.463	1.802	1.760	1.960	2.292	2.602
Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser	4.939	5.063	4.270	4.238	5.554	5.915
Andre tilgodehavende	803	710	630	785	834	1.056
Periodeafgrænsningsposter	120	236	118	97	181	73
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	200	253	231	202	220	248
Hensatte forpligtelser i alt	-2.584	-2.678	-2.866	-3.023	-3.017	-2.813
Leverandører af varer og tjenesteydelser (leverandørgæld)	-2.464	-2.748	-2.421	-2.192	-2.682	-3.092
Skyldige selskabsskatter	-299	-248	-211	-340	-398	-600
Anden gæld	-1.259	-1.106	-1.288	-1.510	-1.917	-1.471
Periodeafgrænsningsposter	-36	-39	-38	-44	-35	-89
Igangværende arbejder for fremmed regning, netto	866	178	-49	-726	-1.127	-862
Forudbetalinger til underleverandører	0	0	369	364	467	487
Arbejdskapital, netto	1.748	1.422	505	-190	372	1.454
Investeret kapital	9.491	9.645	8.940	8.972	11.099	15.931

Bilag 8: Balance, finansiering, reformuleret (fuld version)

Analytisk Balance (finansiering)						
DKK mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Balance (passiver)						
Egenkapital	3.832	5.013	6.338	7.606	8.381	8.891
Udbytte	372	0	266	479	479	479
Aktionærerne i FLSmidth & Co. Andel af egenkapital	4.204	5.013	6.604	8.085	8.860	9.370
Minoritetsinteresser	10	22	23	54	47	49
Egenkapital i alt	4.214	5.035	6.627	8.139	8.907	9.419
Prioritetsgæld	386	376	358	346	352	352
Bankgæld	1.829	1.074	813	812	825	3.465
Finansielle leasingsforpligtelser	10	8	8	8	10	15
Forudbetalinger fra kunder	681	1.054	306	218	435	275
Andre gældsforpligtelser	29	53	186	127	288	385
Langfristede forpligtelser i alt	2.935	2.565	1.671	1.511	1.910	4.492
Bankgæld, kortfristet	481	86	7	4	126	538
Prioritetsgæld, kortfristet	7	6	17	0	0	0
Finansielle leasingforpligtelser, kortfristet	3	2	3	2	8	8
Forudbetalinger fra kunder	3.178	2.899	3.087	1.973	1.771	2.714
Obligationer & børsnoterede aktier	-244	-142	-75	-136	-104	-26
Likvide beholdninger	-757	-531	-2.158	-2.196	-1.182	-1.292
Andre tilgodehavende	-267,5	-236,5	-210	-261,5	-278	-352
Andre værdipapirer og kapitalandele	-58	-38	-29	-63	-59	-64
Forpligtelser ved salg						494
Nettorentebærende gæld	5.277	4.610	2.313	833	2.192	6.512
Investeret kapital	9.491	9.645	8.940	8.972	11.099	15.931

Bilag 9: Common-size-analyse, Resultatopgørelse (reformuleret)

Common-size-analyse Resultatopgørelse (analytisk)							
DKK mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gennemsnit
vækst		21,0%	-9,3%	-14,6%	8,2%	11,5%	3,4%
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ophørende aktiviteter	-0,5%	-1,1%	-0,9%	-0,8%	-0,9%		-0,8%
Produktionsomkostninger	-78,6%	-77,8%	-76,6%	-74,2%	-73,9%	-75,5%	-76,1%
Bruttoresultat	21,4%	22,2%	23,4%	25,8%	26,1%	24,5%	23,9%
Salgs- og distributionsomkostninger	-5,1%	-5,0%	-5,2%	-6,7%	-6,8%	-6,3%	-5,8%
Administrationsomkostninger	-6,1%	-6,2%	-7,1%	-7,7%	-7,6%	-7,5%	-7,0%
Særlige engangsposter	0,0%	-0,4%	0,0%	0,2%	0,1%	-0,1%	0,0%
Andre driftsindtægter, netto	0,3%	0,5%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	10,5%	11,1%	11,8%	12,0%	12,1%	11,0%	11,4%
<i>Margin</i>							
Af- og nedskrivninger af immaterielle aktiver	-0,8%	-0,7%	-1,0%	-0,9%	-1,1%	-2,1%	-1,1%
Af- og nedskrivninger af materielle aktiver	-0,6%	-0,9%	-1,0%	-1,2%	-1,2%	-1,0%	-1,0%
Resultat af primær drift (EBIT)	9,1%	9,5%	9,8%	9,9%	9,9%	8,0%	9,4%
Skat af resultat af primær drift	-2,9%	-2,9%	-1,9%	-3,1%	-3,1%	-2,7%	-2,7%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	6,3%	6,6%	7,9%	6,8%	6,8%	5,3%	6,6%
Finansielle indtægter	5,2%	5,8%	4,8%	4,9%	3,9%	4,0%	4,8%
Finansielle omkostninger	-4,9%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-4,4%	-4,3%	-5,2%
Skat af finansielle poster, netto	-0,1%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ophørte aktiviteter, efter skat	0,0%	0,2%	-0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Periodens resultat	6,5%	6,0%	7,2%	6,3%	6,5%	5,2%	6,3%

Bilag 10: Common-size-analyse, balance (drift – reformuleret) i forhold til omsætningen

Common-size-analyse Analytisk Balance (drift)							
DKK mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gennemsnit
Goodwill	16,0%	12,9%	14,6%	18,1%	18,7%	19,5%	16,6%
Erhvervede patenter og rettigheder	5,5%	4,2%	4,4%	5,1%	5,3%	6,4%	5,1%
Kunderelationer	4,6%	3,5%	4,1%	5,0%	5,1%	7,2%	4,9%
Andre immaterielle aktiver	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	1,3%	0,9%
Færdiggjorte udviklingsprojekter	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Immaterielle aktiver under udvikling	0,1%	0,2%	0,6%	1,2%	2,3%	2,4%	1,1%
Immaterielle anlægsaktiver i alt	27,2%	21,8%	24,6%	30,5%	32,5%	37,0%	28,9%
Grunde og bygninger	3,8%	3,4%	4,2%	6,3%	6,2%	6,5%	5,1%
Tekniske anlæg og maskiner	2,4%	2,2%	3,0%	3,5%	3,2%	3,0%	2,9%
Driftsmidler og inventar	1,0%	0,9%	1,0%	1,2%	1,0%	0,9%	1,0%
Andre materielle aktiver	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Materielle aktiver under opførelse	0,5%	1,0%	0,3%	0,3%	1,3%	0,7%	0,7%
Materielle anlægsaktiver i alt	7,7%	7,5%	8,4%	11,3%	11,6%	11,1%	9,6%
Kapitalandele i associerede virksomheder	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Udskudte skatteaktiver	3,8%	3,1%	3,4%	3,6%	4,6%	3,9%	3,7%
Andre aktiver	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiver bestemt for salg	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,2%	1,0%
Anlægsaktiver i alt	38,8%	32,5%	36,5%	45,4%	48,8%	58,3%	43,4%
Varebeholdninger	7,3%	7,1%	7,6%	9,7%	10,4%	10,5%	8,8%
Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser	24,7%	20,0%	18,5%	21,0%	25,2%	23,8%	22,2%
Andre tilgodehavende	4,0%	2,8%	2,7%	3,9%	3,8%	4,2%	3,6%
Periodeafgrænsningsposter	0,6%	0,9%	0,5%	0,5%	0,8%	0,3%	0,6%
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Hensatte forpligtelser i alt	-12,9%	-10,6%	-12,4%	-15,0%	-13,7%	-11,3%	-12,7%
Leverandører af varer og tjenesteydelser (leverandørgæld)	-12,3%	-10,9%	-10,5%	-10,9%	-12,2%	-12,4%	-11,5%
Skyldige selskabsskatter	-1,5%	-1,0%	-0,9%	-1,7%	-1,8%	-2,4%	-1,5%
Anden gæld	-6,3%	-4,4%	-5,6%	-7,5%	-8,7%	-5,9%	-6,4%
Periodeafgrænsningsposter	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,4%	-0,2%
Igangværende arbejder for fremmed regning, netto	4,3%	0,7%	-0,2%	-3,6%	-5,1%	-3,5%	-1,2%
Forudbetalinger til underleverandører	0,0%	0,0%	1,6%	1,8%	2,1%	2,0%	1,2%
Arbejdskapital, netto	8,8%	5,6%	2,2%	-0,9%	1,7%	5,9%	3,9%
Investeret kapital	47,5%	38,1%	38,6%	44,4%	50,5%	64,1%	47,2%

Bilag 11: Common-size-analyse, balance (finansiering – reformuleret) i forhold til omsætningen

Common-size-analyse Analytisk Balance (finansiering)							
DKK mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gennemsnit
Balance (passiver)							
Egenkapital							
Udbytte	1,9%	0,0%	1,1%	2,4%	2,2%	1,9%	
Aktionærerne i FLSmidth & Co. Andel af egenkapital	21,1%	19,8%	28,5%	40,1%	40,3%	37,7%	
Minoritetsinteresser	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Egenkapital i alt	21,1%	19,9%	28,6%	40,3%	40,5%	37,9%	31,4%
Prioritetsgæld	1,9%	1,5%	1,5%	1,7%	1,6%	1,4%	1,6%
Bankgæld	9,2%	4,2%	3,5%	4,0%	3,8%	13,9%	6,4%
Finansielle leasingsforpligtelser	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Forudbetalinger fra kunder	3,4%	4,2%	1,3%	1,1%	2,0%	1,1%	2,2%
Andre gældsforpligtelser	0,1%	0,2%	0,8%	0,6%	1,3%	1,5%	0,8%
Langfristede forpligtelser i alt	14,7%	10,1%	7,2%	7,5%	8,7%	18,1%	11,1%
Bankgæld, kortfristet	2,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,6%	2,2%	0,9%
Prioritetsgæld, kortfristet	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finansielle leasingforpligtelser, kortfristet	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forudbetalinger fra kunder	15,9%	11,5%	13,3%	9,8%	8,1%	10,9%	11,6%
Obligationer & børsnoterede aktier	-1,2%	-0,6%	-0,3%	-0,7%	-0,5%	-0,1%	-0,6%
Likvide beholdninger	-3,8%	-2,1%	-9,3%	-10,9%	-5,4%	-5,2%	-6,1%
Andre tilgodehavende	-1,3%	-0,9%	-0,9%	-1,3%	-1,3%	-1,4%	-1,2%
Andre værdipapirer og kapitalandele	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%
Forpligtelser ved salg	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,3%
Nettorentebærende gæld	26,4%	18,2%	10,0%	4,1%	10,0%	26,2%	15,8%
Investeret kapital	47,5%	38,1%	38,6%	44,4%	50,5%	64,1%	47,2%

Bilag 12: Common-size-analyse, balance (drift – reformuleret) i forhold til investeret kapital

Common-size-analyse							
Balancen (drift) - i forhold til investeret kapital	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gennemsnit
Goodwill	34%	34%	38%	41%	37%	30%	36%
Erhvervede patenter og rettigheder	11%	11%	11%	11%	10%	10%	11%
Kunderelationer	10%	9%	11%	11%	10%	11%	10%
Andre immaterielle aktiver	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Færdiggjorte udviklingsprojekter	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Immaterielle aktiver under udvikling	0%	1%	2%	3%	5%	4%	2%
Immaterielle anlægsaktiver i alt	57%	57%	64%	69%	64%	58%	61%
Grunde og bygninger	8%	9%	11%	14%	12%	10%	11%
Tekniske anlæg og maskiner	5%	6%	8%	8%	6%	5%	6%
Driftsmidler og inventar	2%	2%	2%	3%	2%	1%	2%
Andre materielle aktiver	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Materielle aktiver under opførelse	1%	3%	1%	1%	3%	1%	2%
Materielle anlægsaktiver i alt	16%	20%	22%	25%	23%	17%	21%
Kapitalandele i associerede virksomheder	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udskudte skatteaktiver	8%	8%	9%	8%	9%	6%	8%
Andre aktiver	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Aktiver bestemt for salg	0%	0%	0%	0%	0%	10%	2%
Anlægsaktiver i alt	82%	85%	94%	102%	97%	91%	92%
Varebeholdninger	15%	19%	20%	22%	21%	16%	19%
Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser	52%	52%	48%	47%	50%	37%	48%
Andre tilgodehavende	8%	7%	7%	9%	8%	7%	8%
Periodeafgrænsningsposter	1%	2%	1%	1%	2%	0%	1%
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
Hensatte forpligtelser i alt	-27%	-28%	-32%	-34%	-27%	-18%	-28%
Leverandører af varer og tjenesteydelser (leverandørgæld)	-26%	-28%	-27%	-24%	-24%	-19%	-25%
Skyldige selskabsskatter	-3%	-3%	-2%	-4%	-4%	-4%	-3%
Anden gæld	-13%	-11%	-14%	-17%	-17%	-9%	-14%
Periodeafgrænsningsposter	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%
Igangværende arbejder for fremmed regning, netto	9%	2%	-1%	-8%	-10%	-5%	-2%
Forudbetalinger til underleverandører	0%	0%	4%	4%	4%	3%	3%
Arbejdskapital, netto	18%	15%	6%	-2%	3%	9%	8%
Investeret kapital	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Bilag 13: Trendanalyse, resultatopgørelse (reformuleret)

Trendanalyse						
Resultatopgørelse (analytisk)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	100,0%	126,6%	115,9%	101,1%	110,2%	124,5%
Produktionsomkostninger	100,0%	125,3%	113,0%	95,4%	103,6%	119,6%
Bruttoresultat	100,0%	131,6%	126,5%	121,9%	134,2%	142,3%
Salgs- og distributionsomkostninger	100,0%	122,6%	117,1%	131,3%	146,3%	153,2%
Administrationsomkostninger	100,0%	129,9%	135,0%	127,6%	138,1%	152,8%
Særlige engangsposter	100,0%	-1783,3%	133,3%	650,0%	266,7%	-283,3%
Andre driftsindtægter, netto	100,0%	182,6%	233,3%	113,0%	133,3%	158,0%
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	100,0%	133,1%	129,8%	115,2%	126,4%	130,2%
<i>Margin</i>	100,0%	105,1%	112,0%	113,9%	114,8%	104,6%
Af- og nedskrivninger af immaterielle aktiver	100,0%	103,1%	141,1%	114,7%	143,6%	315,3%
Af- og nedskrivninger af materielle aktiver	100,0%	190,8%	203,4%	209,2%	216,8%	201,7%
Resultat af primær drift (EBIT)	100,0%	132,1%	124,0%	109,1%	119,0%	109,0%
Skat af resultat af primær drift	100,0%	129,4%	77,3%	108,5%	117,6%	117,1%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	100,0%	133,3%	145,2%	109,4%	119,7%	105,3%
Finansielle indtægter	100,0%	143,0%	106,8%	95,9%	83,5%	97,5%
Finansielle omkostninger	100,0%	180,0%	128,2%	113,2%	98,4%	109,0%
Skat af finansielle poster, netto	100,0%	-539,6%	-288,7%	-222,6%	-190,6%	-115,1%
Ophørte aktiviteter, efter skat	100,0%	5900,0%	-4100,0%	-400,0%	1300,0%	2900,0%
Periodens resultat	100,0%	117,1%	128,6%	98,8%	111,1%	100,7%

Bilag 14: Trendanalyse, balance (drift – reformuleret)

Trendanalyse						
Balance (analytisk)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	100%	102%	106%	115%	129%	152%
Erhvervede patenter og rettigheder	100%	97%	93%	94%	106%	145%
Kunderelationer	100%	98%	104%	110%	124%	197%
Andre immaterielle aktiver	100%	127%	102%	85%	101%	171%
Færdiggjorte udviklingsprojekter	100%	92%	50%	238%	181%	154%
Immaterielle aktiver under udvikling	100%	263%	784%	1263%	2689%	3121%
Immaterielle anlægsaktiver i alt	100%	102%	105%	113%	132%	169%
Grunde og bygninger	100%	113%	128%	167%	180%	212%
Tekniske anlæg og maskiner	100%	115%	145%	149%	147%	159%
Driftsmidler og inventar	100%	117%	111%	117%	107%	111%
Andre materielle aktiver						
Materielle aktiver under opførelse	100%	235%	62%	64%	261%	161%
Materielle anlægsaktiver i alt	100%	123%	126%	148%	166%	179%
Kapitalandele i associerede virksomheder	100%	75%	75%	75%	25%	225%
Udskudte skatteaktiver	100%	103%	105%	97%	135%	129%
Andre aktiver	100%	263%	0%	0%	0%	0%
Aktiver bestemt for salg	100%	100%	0%	0%	0%	19300%
Anlægsaktiver i alt	100%	106%	109%	118%	139%	187%
Varebeholdninger	100%	123%	120%	134%	157%	178%
Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser	100%	103%	86%	86%	112%	120%
Andre tilgodehavende	100%	88%	79%	98%	104%	132%
Periodeafgrænsningsposter	100%	197%	98%	81%	151%	61%
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	100%	127%	116%	101%	110%	124%
Hensatte forpligtelser i alt	100%	104%	111%	117%	117%	109%
Leverandører af varer og tjenesteydelser (leverandørgæld)	100%	112%	98%	89%	109%	125%
Skyldige selskabsskatter	100%	83%	71%	114%	133%	201%
Anden gæld	100%	88%	102%	120%	152%	117%
Periodeafgrænsningsposter	100%	108%	106%	122%	97%	247%
Igangværende arbejder for fremmed regning, netto	100%	21%	-6%	-84%	-130%	-100%
Forudbetalinger til underleverandører						
Arbejdskapital, netto	100%	81%	29%	-11%	21%	83%
Investeret kapital	100%	102%	94%	95%	117%	168%

Bilag 15: Trendanalyse af balance (finansiering – reformuleret)

Trendanalyse						
Analytisk Balance (finansiering)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapital						
Udbytte						
Aktionærerne i FLSmidt & Co. Andel af egenkapital						
Minoritetsinteresser						
Egenkapital i alt	100%	119%	157%	193%	211%	224%
Prioritetsgæld	100%	97%	93%	90%	91%	91%
Bankgæld	100%	59%	44%	44%	45%	189%
Finansielle leasingforpligtelser	100%	80%	80%	80%	100%	150%
Forudbetalinger fra kunder	100%	155%	45%	32%	64%	40%
Andre gældsforpligtelser	100%	183%	641%	438%	993%	1328%
Langfristede forpligtelser i alt	100%	87%	57%	51%	65%	153%
Bankgæld, kortfristet	100%	18%	1%	1%	26%	112%
Prioritetsgæld, kortfristet	100%	86%	243%	0%	0%	0%
Finansielle leasingforpligtelser, kortfristet	100%	67%	100%	67%	267%	267%
Forudbetalinger fra kunder	100%	91%	97%	62%	56%	85%
Obligationer & børsnoterede aktier	100%	58%	31%	56%	43%	11%
Likvide beholdninger	100%	70%	285%	290%	156%	171%
Andre tilgodehavende	100%	88%	79%	98%	104%	132%
Andre værdipapirer og kapitalandele	100%	66%	50%	109%	102%	110%
Forpligtelser ved salg						
Nettorentebærende gæld	100%	87%	44%	16%	42%	123%
Investeret kapital	100%	102%	94%	95%	117%	168%

Bilag 16: Det frie cash flow

FCF	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NOPAT	1.671	1.820	1.371	1.500	1.320	
Afskrivninger	395	472	436	492	754	
Brutto cash flow	2.066	2.292	1.807	1.992	2.074	
Ændringer i arbejdskapitalen	-326	-917	-695	562	1.082	
Cash flow fra driften	1.740	1.375	1.112	2.553	3.156	
Ændringer i driftsaktiver	349	57	331	278	206	
afskrivninger	-395	-472	-436	-492	-754	
Frit cash flow (FCF)	1.694	960	1.007	2.339	2.608	

Bilag 17: Budgetteret resultatopgørelse (fuld version)

Analytisk resultatopgørelse											
	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsætning	24.849	27582	29789	31576	33471	35144	36550	38012	39156	40334	41548
Produktionsomkostninger	-18.771	-20825	-22491	-23777	-25204	-26429	-27449	-28509	-29250	-30130	-31036
Bruttoresultat	6.078	6.758	7.298	7.799	8.267	8.716	9.101	9.503	9.906	10.205	10.512
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.570	-1793	-1936	-2116	-2309	-2460	-2595	-2737	-2858	-2944	-3033
Administrationsomkostninger	-1.858	-2151	-2324	-2526	-2678	-2952	-3070	-3193	-3446	-3549	-3656
Særlige engangsposter	-17	-7	-8	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-11	-11
Andre driftsindtægter, netto	109	138	149	158	167	176	183	190	196	202	208
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	2.742	2.944	3.179	3.307	3.439	3.470	3.609	3.753	3.788	3.902	4.019
Margin	11,0%	10,7%	10,7%	10,5%	10,3%	9,9%	9,9%	9,9%	9,7%	9,7%	9,7%
Af- og nedskrivninger af immaterielle aktiver	-514	-300	-324	-344	-364	-383	-398	-414	-426	-439	-452
Af- og nedskrivninger af materielle aktiver	-240	-272	-294	-311	-330	-346	-360	-375	-386	-397	-409
Resultat af primær drift (EBIT)	1.988	2.372	2.562	2.652	2.744	2.741	2.851	2.965	2.976	3.065	3.157
Skat af resultat af primær drift	-668	-700	-756	-783	-810	-809	-841	-875	-878	-905	-932
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.320	1.672	1.805	1.869	1.934	1.932	2.009	2.089	2.097	2.160	2.225
Finansielle indtægter	1.005	1315	1420	1506	1596	1676	1743	1813	1867	1923	1981
Finansielle omkostninger	-1.066	-1445	-1560	-1654	-1753	-1841	-1914	-1991	-2051	-2113	-2176
Skat af finansielle poster, netto	15	32	35	37	39	41	43	45	46	47	49
Ophørte aktiviteter, efter skat	29	10	11	11	12	13	13	14	14	15	15
Årets resultat	1.303	1.585	1.711	1.770	1.829	1.821	1.894	1.969	1.973	2.033	2.094

Bilag 18: Budgetteret balance, drift (fuld version)

Analytisk Balance (drift)											
DKK mio.	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Goodwill	4.852	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Erhvervede patenter og rettigheder	1.587	1.407	1.519	1.610	1.707	1.792	1.864	1.939	1.997	2.057	2.119
Kunderelationer	1.801	1.986	2.145	2.305	2.443	2.601	2.741	2.851	2.976	3.065	3.158
Andre immaterielle aktiver	314	248	268	284	301	316	329	342	352	363	374
Færdiggjorte udviklingsprojekter	40	55	60	63	67	70	73	76	78	81	83
Immaterielle aktiver under udvikling	593	414	447	505	569	633	658	722	783	807	831
Immaterielle anlægsaktiver i alt	9.187	9.110	9.439	9.768	10.088	10.412	10.665	10.930	11.187	11.373	11.565
Grunde og bygninger	1.614	1.793	1.906	1.989	2.075	2.144	2.230	2.319	2.349	2.420	2.493
Tekniske anlæg og maskiner	757	827	894	947	1.004	1.054	1.097	1.140	1.175	1.210	1.246
Driftsmidler og inventar	221	276	298	316	335	351	366	380	392	403	415
Andre materielle aktiver	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materielle aktiver under opførelse	175	138	149	158	335	351	366	266	274	282	291
Materielle anlægsaktiver i alt	2.767	3.034	3.247	3.410	3.749	3.901	4.057	4.105	4.190	4.316	4.446
Kapitalandele i associerede virksomheder	9	5	5	5	6	6	6	6	7	7	7
Udskudte skatteaktiver	970	1.021	1.102	1.168	1.238	1.300	1.352	1.406	1.449	1.492	1.537
Andre aktiver	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiver bestemt for salg	1.544	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anlægsaktiver i alt	14.477	13.169	13.793	14.352	15.080	15.620	16.081	16.448	16.832	17.188	17.554
Varebeholdninger	2.602	2.758	2.979	3.158	3.347	3.514	3.655	3.801	3.916	4.033	4.155
Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser	5.915	6.482	6.851	7.105	7.364	7.556	7.676	7.793	7.831	7.865	8.102
Andre tilgodehavende	1.056	993	1.072	1.137	1.205	1.265	1.316	1.368	1.410	1.452	1.496
Periodeafgrænsningsposter	73	165	179	189	201	211	219	228	235	242	249
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	248	276	298	316	335	351	366	380	392	403	415
Hensatte forpligtelser i alt	-2.813	-3.491	-3.770	-3.996	-4.236	-4.448	-4.626	-4.811	-4.955	-5.104	-5.258
Leverandører af varer og tjenesteydelser (lever)	-3.092	-3.420	-3.694	-3.915	-4.150	-4.358	-4.532	-4.714	-4.855	-5.001	-5.152
Skyldige selskabsskatter	-600	-414	-447	-474	-502	-527	-548	-570	-587	-605	-623
Anden gæld	-1.471	-1.765	-1.906	-2.021	-2.142	-2.249	-2.339	-2.433	-2.506	-2.581	-2.659
Periodeafgrænsningsposter	-89	-55	-60	-63	-67	-70	-73	-76	-78	-81	-83
Igangværende arbejder for fremmed regning, r	-862	-855	-804	-789	-669	-562	-439	-456	-470	-484	-499
Forudbetalinger til underleverandører	487	331	357	379	402	422	439	456	470	484	499
Arbejdskapital, netto	1.454	1.005	1.056	1.025	1.086	1.105	1.113	967	801	623	642
Investeret kapital	15.931	14.174	14.849	15.376	16.166	16.725	17.194	17.415	17.632	17.811	18.196

Bilag 19: Budgetteret balance, finansiering (fuld version)

Analytisk Balance (finansiering)											
DKK mio.	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Balance (passiver)											
Egenkapital	8.891										
Udbytte	479										
Aktionærer i FLSmidth & Co. Andel af egenk:	9.370										
Minoritetsinteresser	49										
Egenkapital i alt	9.419	7.972	8.478	8.971	9.645	10.193	10.693	10.959	11.647	11.646	11.846
Prioritetsgæld	352	441	477	505	536	562	585	608	626	645	665
Bankgæld	3.465	3.310	3.426	3.473	3.514	3.514	3.472	3.421	2.937	3.025	3.116
Finansielle leasingsforpligtelser	15	12	13	14	15	15	16	17	17	18	18
Forudbetalinger fra kunder	275	303	328	347	402	457	512	570	626	645	665
Andre gældsforpligtelser	385	414	417	410	402	387	366	342	313	323	332
Langfristede forpligtelser i alt	4.492	4.480	4.660	4.750	4.868	4.936	4.950	4.958	4.520	4.656	4.796
Bankgæld, kortfristet	538	552	536	505	536	562	512	456	392	403	415
Prioritetsgæld, kortfristet	0	6	7	7	7	8	8	8	9	9	9
Finansielle leasingforpligtelser, kortfristet	8	5	6	6	6	7	7	7	7	8	8
Forudbetalinger fra kunder	2.714	3.006	3.187	3.316	3.448	3.514	3.655	3.801	3.916	4.033	4.155
Obligationer & børsnoterede aktier	-26	-28	-30	-32	-33	-35	-37	-38	-39	-40	-42
Likvide beholdninger	-1.292	-1.434	-1.579	-1.705	-1.841	-1.968	-2.083	-2.205	-2.271	-2.339	-2.410
Andre tilgodehavende	-352	-331	-357	-379	-402	-422	-439	-456	-470	-484	-499
Andre værdipapirer og kapitalandele	-64	-55	-60	-63	-67	-70	-73	-76	-78	-81	-83
Forpligtelser ved salg	494	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettorentebærende gæld	6.512	6.202	6.370	6.405	6.522	6.532	6.500	6.456	5.985	6.165	6.350
Investeret kapital	15.931	14.174	14.849	15.376	16.166	16.725	17.194	17.415	17.632	17.811	18.196