

Private Equity Case

- En strategisk analyse og værdiansættelse af Eltel Group



Afgangsprojekt: HD. 2. Del - Finansiering

Afleveringsdato: 2. Maj 2017

Forfatter: Pernille Møland Kjær Andersen

Antal sider: 97

Vejleder: Palle Nierhoff



Kolofon

Copenhagen Business School

HD. 2 del, finansiering

Afsluttende opgave

”Private Equity Case

- En strategisk analyse og værdiansættelse af Eltel Group”

Af Pernille Møland Kjær Andersen

20. januar 1991

Underskrift:

Vejleder: Palle Nierhoff

Virksomhed: Eltel Group

Afleveringsdato: 2. maj 2017

Antal normalsider: 97

Executive summary

This project concerns the infranet company Eltel Group.

Challenges with internal processes and projects in Africa and Norway have led to write-downs and has affected Eltel's image.

The main purpose of the assignment has been to find the fair value of Eltel's equity, and then assess whether a Private Equity fund will purchase them.

I have used discounted cash flow and residual income method to find the fair value of the company and then validated the value with the peer group. Both valuation methods are based on an accounting of Eltel's future economic conditions. The RIDO method discounted the residual income, that means the amounts of by which profits are expected to exceed the required rate of return on equity. Then it is credited to the book values of the net operating assets on the balance of the company. The DCF model discounted all future cash flows. Cash flows are estimated based on future estimations. Based on the valuation methods and sensitivity analysis, I find a fair value of equity of 519.62 Mill. EUR. This gives a premium of 52,25 percent relative to the current share price.

The branch is characterized by outsourcing of private and public sector technical functions such as communication systems, monitoring of a company's IT operations, etc. Political factors are of major importance to the industry developments. Eltel will be able to grow in several of their market areas. They have strong customer relationships that make them a strong player in the market.

The biggest question in the thesis was to answer if a Private Equity fund sees Eltel as a potential target. To answer this question, I have examined the criteria a Private Equity fund select their target companies. Private Equity funds select target companies based on the following criteria: cash flow, good market position with opportunity for expansion, growth opportunities, opportunity for efficiency, competent management and a clean balance and low debt.

Based on analyzes and assessments, I can find that Eltel will be attractive to a Private Equity fund. Eltel has a high debt ratio, which is negative from the Private Equity fund's point of view. Eltel has business areas including the African market, which is not profitable and can therefore be sold. The money from a divestment can be used to reduce the debt. The company meets the other criteria of being attractive for a Private Equity fund.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	6
2. Problemformulering.....	7
2.1 Projektdesign.....	8
3. Afgrænsning.....	9
4. Metode	10
4.1 Kildekritik	12
5. Tilstedeværelsen af kapitalfonde i Europa - værdiskabelse.....	13
5.1 Karaktertræk hos en optimal overtagelseskandidat.....	20
6. Virksomhedspræsentation af Eltel	24
6.1 Branchen i Europa og Afrika.....	26
6.2 Eltels placering i værdikæden.....	27
7. Strategisk analyse.....	29
7.1 PEST.....	30
7.1.1 Political.....	30
7.1.2 Economic	33
7.1.3 Socio-cultural conditions	36
7.1.4 Technological conditions.....	38
7.2 Porters Five Forces	39
7.2.1 Rivalry amongst existing competitors	40
7.2.2 Bargaining power of suppliers.....	41
7.2.3 Threat of new entrants.....	42
7.2.4 Bargaining power of buyers.....	42
7.2.5 Threat of substitute products or services	43
7.3 SWOT-analyse.....	43
7.3.1 Strength.....	43
7.3.2 Weakness	44
7.3.3 Opportunities	44
7.3.4 Threats	45
7.4 Delkonklusion af den strategiske analyse	45
8. Finansiell analyse.....	46
8.1 Nøgletalsanalyse	47
8.1.1 Return on invested capital	47
8.1.2 Profit Margin	48
8.1.3 Invested Capital	48
8.1.4 Assets turnover ratio	49
8.1.5 Net Interest Bearing Debt	49
8.1.6 Return on Equity.....	49
8.1.7 Gearing	50
9. Budgettering	50
9.1 Vækst i omsætning.....	51
9.2 Overskudsgrad	51
9.3 Aktivernes omsætningshastighed	52
9.4 Investeringer.....	52
9.5 Skattesats	52
9.6 Cash flow.....	52
10. Værdiansættelse	53

10.1 DCF-modellen	53
10.2 RIDO-modellen	54
10.3 Bestemmelse af "Weighted Average Cost of Capital" – WACC	55
10.3.1 Ejernes afkastkrav.....	55
10.3.2 Risikofri rente	56
10.3.3 Risikopræmie.....	57
10.3.4 Beta.....	58
10.4 Følsomhedsanalyse.....	62
10.5 Peergroup-analyse.....	64
11. Leverage buy-out (LBO).....	67
11.1 Hvad vil en kapitalfond maksimalt betale for Eltel?	69
11.2 Er Eltel attraktiv for en kapitalfond?	72
12. Konklusion	75
13. Litteraturliste.....	78
14. Bilag.....	81

1. Indledning

Eltel har været noteret på den svenske børs "Nasdaq Stockholm" siden 6. februar 2015. Børsnoteringen tiltræk mange investorer og aktien blev overtegnet.¹ Her 2 år efter børsnoteringen har Eltel i det seneste år været ude for en del modgang og nedjusteringer af forventningerne til resultatet, som følge af udfordringer med interne processer og projekter der er gået galt. Aktiekursen er som følge af nedjusteringerne faldet fra 85,75 SEK d. 01.02.2016 til 52,25 d. 28.02.2017 et fald svarende til 39 %. Kravene fra bankerne er strammet til, og der er indgået nye aftaler. Eltel blev i 2004 opkøbt af den nordiske kapitalfond Industri Kapital (IK Investments Partners). Det gav Eltel mulighed for at fusionerer med Swedia Networks som jf. Eltel selv var et vendepunkt for dem. Fusionen gjorde det muligt, at ekspandere til nye markeder. Industri Kapital solgte i 2007 Eltel til 3i Kapitalfond. Kapitalfonden 3i ejede Eltel frem til børsnoteringen i februar 2015. At blive overtaget af Industri Kapital gav Eltel muligheden for, at ekspandere til nye markeder og tage markedsandele ved at opkøbe andre virksomheder.

Eltel er den dag i dag repræsenteret i de nordiske lande samt Baltikum, Polen, Tyskland og Storbritannien. Der er stort behov for Eltels ydelser grundet en øget levestandard, som medfører større efterspørgsel efter effektiv infrastruktur.

Interne udfordringer, væksten og konsolideringen på markederne, er det der gør Eltel til et interessant emne at dykke ned i, set fra en kapitalfonds synspunkt. Branchen er udfordret af politiske og økonomiske aspekter.

Derfor mener jeg, at det er interessant netop nu at kigge på et muligt opkøb af virksomheden fra en kapitalfonds synspunkt. Ønsker en kapitalfond, at overtage en virksomhed med store udfordringer? Opgaven vil munde ud i en grundig analyse af, hvorvidt det vil være attraktivt for en kapitalfond, at købe Eltel. Det vil være med udgangspunkt i analyser, der skal dække nuværende økonomiske forhold samt give et indblik i fremtidsudsigterne for Eltel.

¹ <http://www.eltelnetworks.com/da/dansk/nyhederdk/eltel-er-nu-borsnoteret-pa-nasdaq-stockholm>

2. Problemformulering

Eltels faldende aktiekurs og modgang gør det interessant at se på om Eltel vil være en mulig opkøbskandidat set fra en kapitalfonds synspunkt. Jeg vil derfor analysere selskabets fremtid og om Eltel opfylder kriterierne for at være kapitalfondsejet. Følgende problemstilling søges besvaret gennem opgaven:

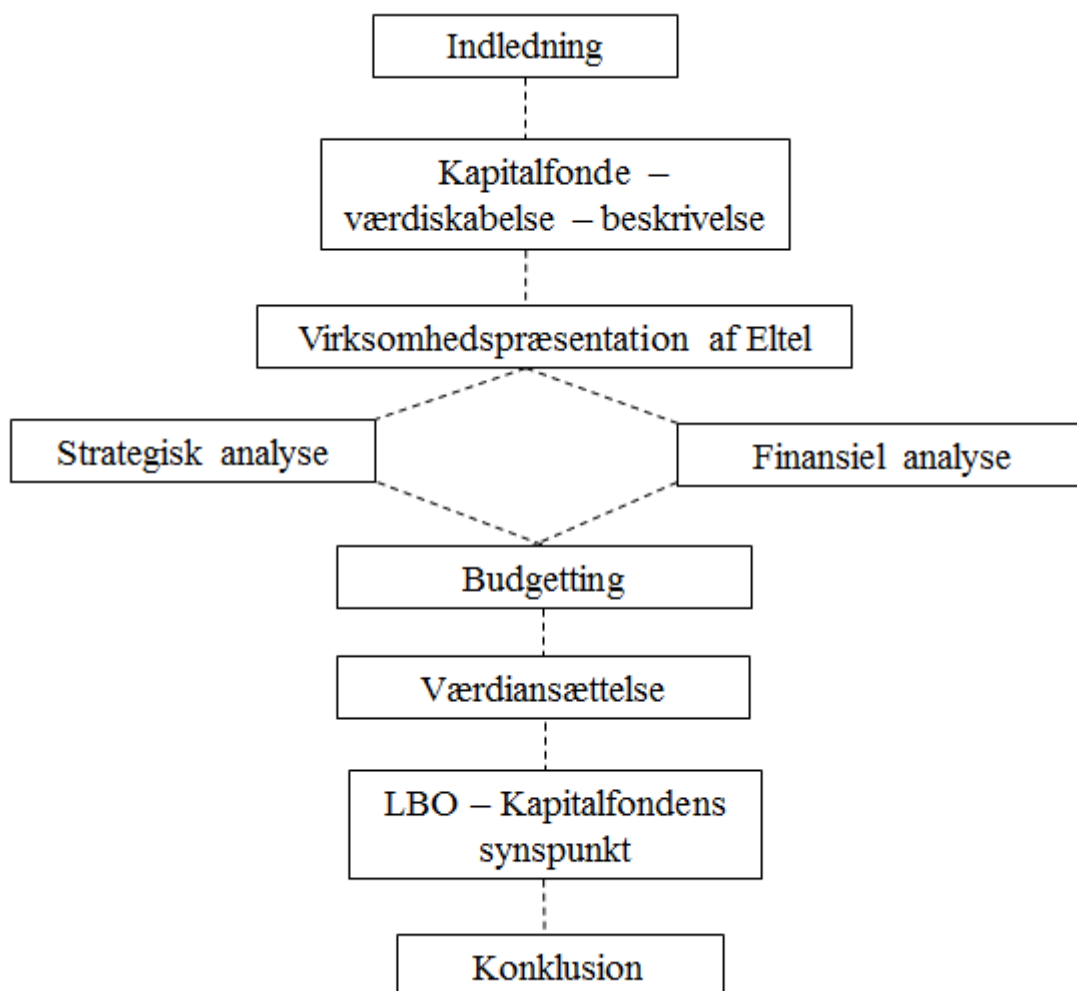
- **Ud fra en fundamentalanalyse, herunder en strategisk-, regnskabs- og finansiellanalyse, hvad bør et selskab som Eltel koste?**
- **Hvad vil en kapitalfond betale for en virksomhed som Eltel, og hvilket afkast vil investeringen skulle genere for at være interessant?**

For at lave en systematisk fremstilling af opgaven, har jeg valgt at inddrage følgende arbejdsspørgsmål:

- Hvilke kriterier vælger kapitalfonde virksomheder ud fra?
- Hvilke kendetegn er der ved et godt leverage buy-out selskab?
- Hvad er Eltel for en virksomhed?
- Hvordan er Eltel strategisk positioneret på markedet og i forhold til konkurrenterne?
- Hvordan har Eltels regnskaber udviklet sig i de sidste 5 år?
- Hvordan er rentabiliteten i virksomheden, og hvorledes har rentabiliteten historisk udviklet sig?
- Ud fra den strategiske analyse, hvilke værdidrivere er de vigtige for værdiansættelsen i budgetperioden?
- Hvad kan værdien af egenkapitalen estimeres til ud fra budgetteringen?
- Hvilke værdidrivere samt komponenter i WACC er værdiansættelsen følsom overfor?
- Vil Eltel være interessant for en kapitalfond?
- Hvad vil en kapitalfond betale for Eltel?

2.1 Projektdesign

I de efterfølgende afsnit vil jeg gennemgå opgavens struktur. Afsnittet har til formål at give læseren et overblik over opgavens sammensætning samt redegøre for valgte modeller og metoder. Jeg har valgt at strukturere min opgave ud fra følgende opsætning:



3. Afgrænsning

Tirsdag d. 28.02.2017 er fastsat som skæringsdato og dermed udgør denne dato dagen for værdiansættelsen af Eltel. Efterfølgende interne oplysninger fra Eltel i form af fondsbørsmeddelelser og lignende samt eksterne begivenheder medtages ikke i opgaven.

I opgaven afgrænses der fra, at tage stilling til, om Eltes aktionærer er villige til, at sælge deres virksomhed, og til hvilken pris de vil være interesserede. Det vil ikke blive diskuteret, om hvorvidt ejerstrukturen i Eltel vil umuliggøre det for en kapitalfond at opkøbe selskabet. Det forudsættes at i og med selskabet er børsnoteret, så er det i realiteten til salg.

Jeg afgrænser mig fra at vurdere Eltel økonomiske performance samt operationelle udvikling for de år hvor selskabet har været kapitalfondsejet grundet, at oplysningerne ikke er offentlige tilgængelige, og der er manglende gennemsigtighed.

Jeg har valgt, at afgrænse mig fra at analysere markederne i Asien og USA, da der på nuværende tidspunkt ikke er planer om at ekspandere til markedsområderne.

Analysen af kapitalfondenes arbejdsområder og performance afgrænses til ikke, at omhandle alle udenlandske kapitalfondenes arbejde og transaktioner. Det berøres kun kort under kapitalfondenes historie. Der ligges udelukkende vægt på europæiske kapitalfonde, da det ikke har været muligt at fremskaffe pålidelig kilder.

I PEST-analysen har jeg valgt, at fokuseret mest på Power og Communications segmenterne, grundet at de udgør den største del af omsætningen for Eltel. Transport –and security berøres kun kort.

Jeg udarbejder ikke regnskabsanalyse af Eltel konkurrenter på det nordiske marked, herunder Bravida, Caverion, Infratek m.fl. Det har jeg valgt ikke, at gøre grundet at selskaberne ikke kan anvendes som en del af peer groupen, da de ikke er sammenlignelige med Eltels markedsværdi af egenkapitalen. Derudover er en større del af de mindre konkurrenter ikke børsnoteret, hvorfor oplysninger til brug for peer groupen enten ikke er offentlige eller retvisende.

I LBO-modellen er renter og afdrag ikke medtaget i IRR-beregningen. Det antages, at gælden afdrages med det frie cash flow uden der tages højde for renteudgiften. Jeg afgrænser også fra, at tage stilling til, hvordan gælden fordeles og prioriteres i mellem de forskellige låntyper samt hvilke covenants banken vil kræve.

4. Metode

Kapitalfonde – værdiskabelse – beskrivelse

For at perspektivere min opgave til andre dele af pensum på HD Finansiering, og for at relatere virksomheden til et emne som er høj aktuelt, har jeg valgt at inddrage en kapitalfonds synspunkt på en virksomhed som Eltel. I dette afsnit beskrives kapitalfondenes tilstedeværelse i Norden og den historiske udvikling. Herefter beskrives de parametre, som en kapitalfond udvælger target virksomhederne ud fra, og hvorledes kapitalfonden arbejder med værdiskabelse i virksomheden. Der anvendes relevant teori fra pensum i faget Private Equity samt videnskabelige artikler og undersøgelser.

Afsnittes anvendes senere hen til at vurdere hvorledes Eltel vil være en potentiel opkøbskandidat for en kapitalfond.

Virksomhedspræsentation af Eltel

Virksomhedspræsentationen af Eltel udarbejdes med henblik på at få et overblik over Eltels forretning samt historiske udvikling. Eltels værdikæde vil blive gennemgået og vurderet. Herefter beskrives branchen for at give et overblik over branchens udvikling samt eventuelle udfordringer. Informationer vedrørende Eltels forretning er primært fremskaffet fra firmaets hjemmeside og årsregnskaber. Fakta omkring branchen er hentet fra Marketlines database.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse udarbejdes med henblik på at identificere og analysere ikke-finansielle værdidrivere på et internt og eksternt niveau.

Interne forhold beskrives i afsnittet ”Eltels placering i værdikæden”. Her beskrives interne forhold herunder medarbejdere, interne processer, underleverandører m.fl.

Eksterne forhold beskrives ved hjælp af to modeller. Til at vurdere og analysere omverdenen og makroøkonomiske forhold anvendes PEST-modellen. PEST identificerer de centrale forhold indenfor de politiske, økonomiske, sociokulturelle og teknologiske områder, der har betydning for Eltel.

I den restende del af den strategiske analyse, analyseres eksterne forhold, hvor Porters Five Forces anvendes til at analysere konkurrenceforholdene for Eltel. I analysen skabes et overblik over Eltels nuværende og fremtidige placering i branchen. Formålet med at analysere konkurrenterne på markedet er at skabe overblik over det fremtidige indtjeningspotentiale, samt hvor attraktiv branchen er at være i.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen udarbejdes med henblik på at analysere Eltels historiske økonomiske udvikling. Formålet med regnskabsanalysen er, at jeg kan være konkret i mine estimater for den fremtidige udvikling i de finansielle værdidrivere. Der tages afsæt i de seneste fem årsregnskaber for Eltel, hvilket betyder, at analysen udføres for perioden 2012-2016.

Analysen baseres på reformuleret regnskabsdata. Reformulering gælder for balancen samt resultatopgørelsen. Formålet med reformulering er, adskille virksomheden drifts- og finansieringsaktivitet.

Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i Eltels return on invested capital (ROIC), return on equity (egenkapitalens forretning), profit margin, aktivernes omsætningshastighed, gearing og investeret kapital. For hvert nøgletal undersøges baggrunden for udviklingen i nøgletallet.

Værdiansættelse

Med baggrund i den strategiske analyse og regnskabsanalysen udarbejdes en kritisk budgettering, som skal afspejle den fremtidige økonomiske udvikling for Eltel. Budgetteringen ligger til grund for den endelige værdiansættelse, som udarbejdes ved hjælp af DCF-modellen og residualindkomst modellen. Begge modeller er indirekte modeller, der beregner den samlede enterprise value af Eltel. DCF-modellen anvendes til at beregne egenkapitalværdien på baggrund af fremtidige cash-flow, som derefter tilbagediskonteres med WACC. Residualindkomst modellen tilbagediskonter det overnormale overskud fra driften med WACC, og tilskriver denne værdi til nuværende bogførte værdi af netto driftsaktiverne. Modellerne diskuteres nærmere i afsnit 10.

Weighted-average cost of capital (WACC) anvendes til at fastsætte Eltels kapitalomkostning. Investorernes afkastkrav til egenkapitalen estimeres ved hjælp af Capital asset pricing model (CAPM).

På baggrund af ovenstående analyse vil jeg konkludere på, om Eltel er over- eller undervurderet i forhold til den aktuelle markedskurs. Værdiansættelsen understøttes af en relativ værdiansættelse, hvor Eltel sammenlignes med dens peergroup. Peergruppen vil tages udgangspunkt i sammenlignelige selskaber. Herefter fortages der en følsomhedsanalyse for at give et indblik i hvilke faktorer, der påvirker værdien af Eltel, og som har væsentlig indflydelse på konklusionen i værdiansættelsen.

Leverage Buy-out (LBO) – Kapitalfondens synspunkt

Som tidligere nævnt ønsker jeg at perspektivere min opgave til pensum fra Private Equity faget. Det som kendetegner et godt LBO-selskab vil blive beskrevet først i opgaven. Ud fra LBO-modellen og kapitalfondens krav til afkastet af deres investering, vil jeg vurdere, hvad kapitalfonden i givet fald kan betale for Eltel og konkludere ud fra flere parametre, om Eltel er en potentiel opkøbskandidat for en kapitalfond.

4.1 Kildekritik

Formålet med dette afsnit er, at udføre kildekritik for at bestemme validiteten af kilderne anvendt i opgaven.

Der anvendes sekundære kilder i opgaven, da det ikke har været muligt, at være i dialog med ledende medarbejdere hos Eltel omkring fremtiden. Det har samtidig ikke været muligt, at være i dialog med en kapitalfond omkring deres arbejdsmetoder mv.

Eltels årsrapporter fra 2012-2015 samt børsprospektet fra IPO i 2015 vil blive hyppigt anvendt i opgaven, og repræsentere således en væsentlig datakilde. Regnskaberne er underlagt IFRS og må derfor antages at være retvisende. Ud over årsregnskaber, har jeg anvendt investor præsentationer af Eltel for at få nyttig viden omkring, hvilke muligheder og udfordringer som Eltel selv ser for dem i de kommende år.

Til beskrivelse af teorien i specialet er der anvendt lærebøger og udleverede materiale fra undervisningen på HD 2. Del Finansiering på CBS. Materialet har støttet op omkring flere af

mine analyser. Kilderne anses for at være pålidelige, da det kommer fra en uddannelsesinstitution.

I opgaven er der anvendt mange, men relevante undersøgelser og rapporter til bl.a. udarbejdelse af PEST-analysen. Rapporterne er udarbejdet af organisationer der har forbindelse til staten eller EU. Rapporterne antages, at være pålidelige.

Undersøgelserne jeg har anvendt i opgaven er nøje udvalgt. De er udarbejdet af anerkendte business schools eller brancheorganisationer. Undersøgelserne er anvendt til at understøtte teorien bl.a. omkring kapitalfondenes måde af arbejde på. Pålideligheden af undersøgelsen, udarbejdet af Harvard Business School, vurderes til at være høj. De anvender i deres working paper en undersøgelse udarbejdet af Acharya et al. i 2013 til at kritisere deres data.

Bloomberg er anvendt til at udtrække data til beregning af Eltels peergroup og betaværdier. Bloomberg er anerkendt blandt finansielle virksomheder og investorer. Pålideligheden i peer groupen kan ikke vurderes, da der ikke er anvendt andre kilder eller sekundære data i form af regnskaber til at gøre dataene pålidelig.

Øvrige artikler og internetside er udvalgt med stræben efter at anvende pålidelig kilder for at sikre validiteten i specialet. Jeg drager min konklusion på flere sekundære kilder, som alle viser samme resultat. Dette gør at min opgave betegnes til at være valid.

5. Tilstedeværelsen af kapitalfonde i Europa - værdiskabelse

En vigtig del af min opgave er at undersøge, om der findes kapitalfonde, som ønsker at overtage en virksomhed af Eltels karakter. Derudover vil jeg se på hvilke kriterier, kapitalfondene vælger deres target selskaber ud fra, for at de kan skabe den ønskede værdiskabelse i selskabet. Kapitalfondene har typisk specialiseret sig indenfor forskellige brancher eller en bestemt størrelse af virksomheder i et geografisk område som fx EQT og Nordic Capital². Opgaven vil med det in mente tage udgangspunkt i hvilke brancher kapitalfondene typisk vælger at investere i.

En kapitalfond har forskellige måder at skabe værdi på, som typisk er anderledes i forhold til værdiskabelsen i Public Equity eller andre privatejede selskaber.

² Mandag Morgen: Tidsskrift. "Kapitalfonde går nye veje for at tjene penge"

I 1970'erne skabte kapitalfondene udelukkende værdi igennem virksomhedens cash-flow. Gældsætningen dengang var væsentlig højere end vi kender det fra LBO-transaktioner i dag. Virksomhedens cash flow skulle kunne betale renterne og afdrage hele gælden i løbet af ejerperioden på fem til syv år. Derefter kunne kapitalfonden videresælge en gældsfri virksomhed og derigennem skabe profit.

Op igennem 1980'erne var Private Equity bemandet med bankfolk og revisorer. Amerikanske kapitalfonde fik i starten af 80'erne øjnene op for at opsplitte virksomhederne i mindre enheder, som kunne sælges til en højere værdi, end virksomheden som helhed kunne sælges til. Kapitalfondene var de første til at fokusere på, at konglomerater førte til ufokuseret management, og dermed blev selskaberne solgt med en rabat på børsen. Det førte til, at kapitalfondenes opkøb i 80'erne var baseret på en kombination af cash flow og konglomerat-discount. Dengang var det helt almindeligt, at indskyde helt ned til 5 % egenkapital. Et eksempel herpå var overtagelsen af RJR Nabisco i 1988. Her indskød KKR således kun 5 % i egenkapital.³ Frem til slutningen af 80'erne skabte kapitalfondene hovedsagelig merværdi igennem finansielle tiltag.

I midten af 90'erne var markederne præget af faldende renter og stigende aktiekurser. Det fik virksomhedernes indtjeningsmultipler til at stige som følge af økonomisk fremgang. Stigningen medførte en periode, der var præget af, at en stor del af kapitalfondens afkast blev skabt gennem videresalg af porteføljevirkomhederne til højere multipler. I slutningen af 90'erne kom der fokus på omstrukturering af virksomhederne, som vi kender det i dag. Kapitalfonde lagde her vægt på balanceoptimering og driftsmæssige tiltag.⁴

Efter årtusindeskiftet opkøbtes flere store børsnoterede selskaber herhjemme, herunder Danske Trælast, Falck, ISS og TDC. Store internationale kapitalfonde som KKR, Blackstone, Permira, Apax og Providence blev kendt i Danmark med deres fælles opkøb af TDC.⁵

Nøgleordet for værdiskabelsen anno 2017 for en kapitalfonds ejerskab af en virksomhed, er aktivt ejerskab. Det aktive ejerskab betyder, at kapitalfonden samarbejder tæt med ledelsen og bestyrelsen i virksomheden omkring virksomhedens udvikling. Det er vigtigt for kapitalfonden, at ledelsen og bestyrelsen ønsker at arbejde i samme retning. Det sikres bl.a.

³ Robert Spliid ”Kapitalfonde – Rå pengemagt eller aktivt ejerskab” s. 26

⁴ Robert Spliid ”Kapitalfondens metoder og kompetencer” s. 19.

⁵ Robert Spliid ”Kapitalfonde – Rå pengemagt eller aktivt ejerskab” s. 49

ved, at kapitalfonden skaber incitamenter hos nogle medarbejderne for at få dem til at yde maksimalt. Et element som indgår som en del af kapitalfondens incitamentsbegreb, består i, at nogle medarbejderne skal investere et betydeligt beløb i virksomheden. Det betydelige beløb skal være af en sådan grad, at medarbejderne skal mærke det økonomisk. Derudover er deres lønpakke sammensat af en fast løndel, og en løndel som baseres på performance i virksomheden. Dette kan eksempelvis gøres ved, at en del af lønnen er optionsbaseret. Det medfører, at den del af lønnen vokser i takt med, at virksomheden performer. Denne form for aflønning og incitament medvirker til, at nogle medarbejderne er motiverede for, at skabe resultater til virksomheden, når en del af deres løn og investeret penge er afhængig af virksomhedens performance. Samtidig får kapitalfonden medarbejdere som er loyale.

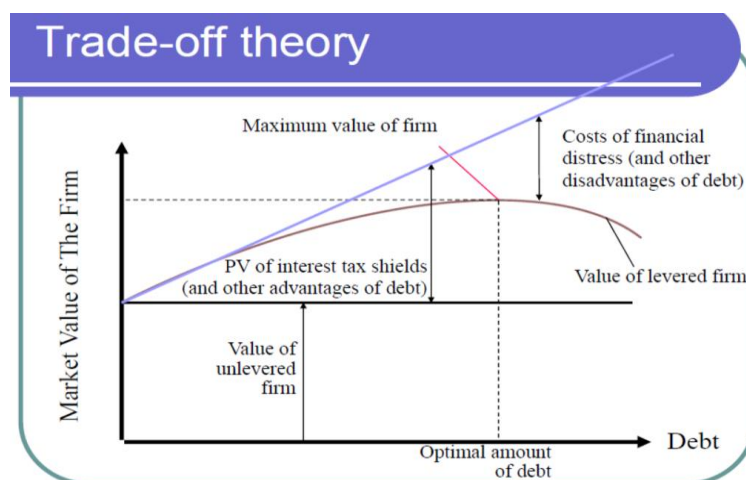
Udover incitamenterne, arbejdes der også med at optimere virksomhedens kapitalstruktur for at øge værdien i virksomheden og samtidig skabe "sense of urgency" hos ledelsen, hvilket betyder, at ledelsen er nødt til, at skabe overskud hurtigt for at servicere gælden. Ifølge Miller og Modigliani proposition 2 med skat og uden konkursomkostningerne, skal der optages så meget gæld så muligt, for at virksomheden kan nå den højeste mulige værdi. Forklaringer herpå skal findes i, at virksomheden opnår et skatteskjold, da renteudgifterne kan trækkes fra i skat, og dermed giver det en højere virksomhedsværdi pga. af de vægtede kapitalomkostninger mindske jf. WACC.

FORMEL 1 - WACC

$$WACC = W_{ek} * R_{ek} + W_{fk} * R_{fk} * (1 - T_c)$$

Ud fra formelen kan vi se, at skatteskjoldet (1-T_c) medvirker til at WACC (Weighted average cost of capital) minimeres, som fører til en højere værdiansættelse af virksomheden. Dog skal der tages højde for, at risikoen i en virksomhed stiger som følge af en højere gældsandel.⁶ Derfor vil det være en nødvendighed at inddrage "Trade-off Theory", for at skatteskjoldet kan anvendes i praksis.

⁶ "Principles of corporate finance", by Brealey, Myers & Allen, s 452



Figur 1 – ”TRADE-OFF THEORY”

”Trade-off Theory” medtager den risiko der er for, at virksomheden går konkurs som følge af en høj gældsætning.⁷ Kapitalfondene søger at opnå den optimale kapitalstruktur for at få den maksimale værdi ud af virksomheden. Som nævnt tidligere, jo mere gælden øges i virksomheden, desto højere bliver værdien af virksomheden, indtil skatteskjoldets værdi overstiger omkostningerne ved en for høj gældssætning. Det skyldes, at långiver kræver en højere risikopræmie desto højere gearingen i virksomheden er. Jo højere gearing, desto større risiko for misligholdelse.

Kapitalfonden vil altid forsøge, at minimere egenkapitalandelen i target selskabet, således at afkastet af egenkapitalen maksimeres samtidig med, at en lavere egenkapital giver kapitalfonden mulighed for at deltage i flere investeringer.

Kapitalfondene henvender sig til target virksomheden med henblik på at lave en venlig overtagelse af selskabet. Kapitalfondene indleder i de fleste tilfælde en dialog med den siddende direktion forinden en fuld due diligence gennemføres. Direktionen er en vigtig del af overtagelsen, så vigtig, at direktionens forbliven til tider bliver en betingelse for købet.⁸ Direktionens viden omkring virksomheden er yderst værdifuld for kapitalfonden.

Ledelsen i target selskabet tilføres kompetencer ved, at kapitalfonden finder kvalificerede bestyrelsesmedlemmer, som enten er industrielle specialister eller har generel erfaring inden for feltet. Kapitalfonden råder over et stort netværk, som de har mulighed for at trække på. Kapitalfonden vil igennem deres aktive ejerskab i virksomheden være særdeles tilstedeværende overfor ledelsen. I sammenhold med tidligere nævnte incitamentsordninger

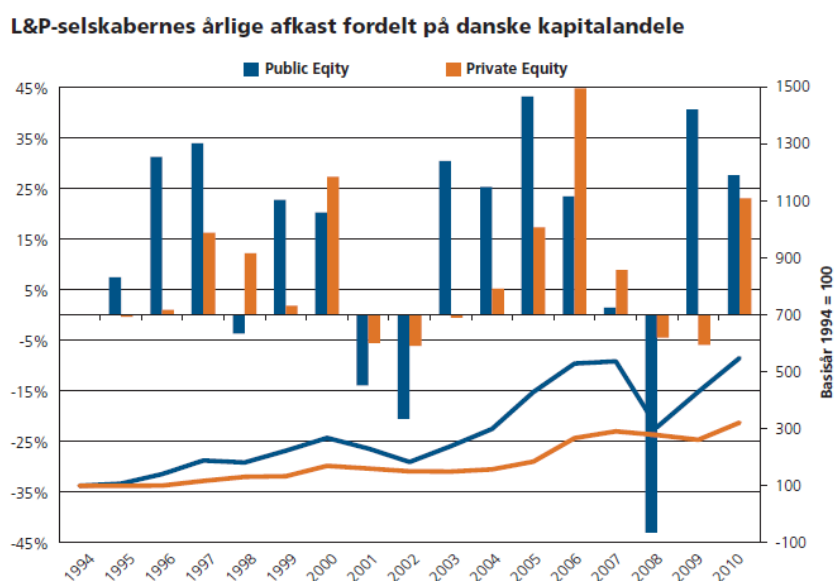
⁷ ”Principles of corporate finance”, by Brealey, Myers & Allen, s 455

⁸ Robert Spliid: ”Kapitalfond – Rå pengemagt eller aktivt ejerskab” s. 42

kan kapitalfonden reducere eventuelle agentomkostninger ved, at ledelsen agerer ud fra samme interesser som kapitalfonden.

Der er fokus på, at værdiskabelsen ikke kun kommer fra optimering af kapitalstruktur, men at værdien ligeledes skabes ved operationelle forbedringer. Kapitalfonden har fokus, at skabe værdi igennem nuværende forretningsmodel og på operationelle forbedringer, herunder optimering af omkostningerne, bedre styring af arbejdskapital og bedre udnyttelse af aktiver. Operationelle forbedringer kan komme mange steder fra. Det kan være konkrete tiltag som outsourcing, medarbejderreduktioner, nedskæringer i frynsegoder, forkortelse af kredittider og optimering af produktioner. Strategisk tiltag som organisk vækst eller opkøb vil også forbedre den operationelle del.⁹

Jeg vil nu rette blikket mod, hvordan Private Equity fonde alt andet lige har performet i Danmark. Der henvises til artiklen, ”Danske liv- og pensionsselskabers investeringer i Private Equity underperformer aktiemarkedet”. I figuren nedenunder kan vi se, hvorledes afkastet har udviklet sig siden 1994 i henholdsvis børsnoterede aktier og Private Equity.



Figur 2 - L&P-SELSKABERNES ÅRLIGE AFKAST FORDELT PÅ DANSKE KAPITALANDELE

Det fremgår tydeligt, at børsnoterede aktier generelt har performet bedre end Private Equity. Værdiskabelse fra Private Equity fonde er fortsat et meget omdiskuteret emne i 2017. Jeg vil nu forsøge at introducere nogle af de argumenter, der indgår i denne debat. Jeg vil inddrage

⁹Finans/Invest: ” Kapitalfondsejede selskaber klarer tilsyneladende lavkonjunkturer bedre”

argumenter både for og imod Private Equity fondene og komme med min vurdering af deres evne til at skabe værdi.

Jeg starter med at rette fokus mod argumenter imod Private Equity, som bl.a. består i deres evne til at performe samt gennemsigtheden i hvorledes afkastet beregnes.

L&P-selskabernes afkast af danske kapitalandele i perioden 2005-2010

	Public Equity			Private Equity			Spread
Ligevægtet	N	Gns.	Std.afv.	N	Gns.	Std.afv.	(PE-Publ.)
Alle L&P investeringer	294	14.84%	32.17%	232	14.57%	59.13%	-0.27%
L&P med PE i alle år	195	16.00%	31.77%	198	14.89%	59.75%	-1.11%
Vægtet efter markedsværdi	N	Gns.	Std.afv.	N	Gns.	Std.afv.	(PE-Publ.)
Alle L&P investeringer	294	21.79%	26,23%	232	16.07%	29,13%	-5.72%
L&P med PE i alle år	195	22.15%	25,72%	198	17.64%	29,95%	-4.52%

Note: Tabellen viser det gennemsnitlige afkast på tværs af alle år i perioden 2005-2010 baseret på enten alle observationer eller kun for de L&P-selskaber med PE i alle årene. Beregnet som ligevægtet og vægtet med ultimo markedsværdien for aktivet i det pågældende år.

Tabel 1 - L&P-SELSKABERNES AFKAST AF DANSKE KAPITALANDELE I PERIODEN 2005-2010

Ovestående tabel viser sammenholdt med figur 2 også en tendens til underperformance hos Private Equity i forhold til børsnoterede aktier. Det fremgår af spredet på afkastet imellem Private Equity og Public Equity. Underperformance anvendes ofte som et argument imod Private Equity fondene, da det tilsiger, at det alt andet lige bedre kan betale sig at holde sig til børsnoterede aktier. Det skal også holdes op i mod, at Private Equity fonde typisk gearer deres opkøbte virksomheder, hvilket øger risikoen og dermed forventer investorerne et højere afkast af investeringen.

En anden udfordring når vi taler om Private Equity, er gennemsigtheden. Der findes nogle forskellige biases, der kan gøre det vanskeligt at vurdere kvaliteten af data, som fondene indvilliger til at udlevere. De mest indflydelsesrige biases for måling af performance i Private Equity er følgende:

- Selection bias – Rapportering opstår fra marketing. Det betyder, at fondene naturlig nok vil benytte sig af deres succesfulde fonde, og forsøge at minimere fokus eller helt undlade at give opmærksomhed til deres mindre succesfulde fonde.
- Survivorship bias – når fondene dør, forlader de databasen. Det kan forringe kvaliteten af data, da vi ikke nødvendigvis kan se hele historikken.

- Backfill bias – Det er op til nye fonde, om de ønsker at indlevere historiske data, hvilket kan gøre det svært at vurdere deres track record. Det er sund fornuft, at man nøje overvejer om man ønsker at investere i en fond, der ikke ønsker at offentliggøre deres historik.
- Likvidations bias – Rapporteringen stopper inden fonden ”dør”. Det betyder, at det kan være en udfordring at få fuldt indblik i track record, hvis fonde, som er ”døde” fx grundet konkurs ikke indgår i rapporteringen.
- Lookback bias – fonde kan tilbageholde eller fjerne deres historik.
- Lookahead bias – Databasen indeholder kun fonde med en vis track record. Det kan derfor gøre det svært, at vurdere, om en Private Equity fond har og kan levere konkurrencedygtige afkast i fremtiden.

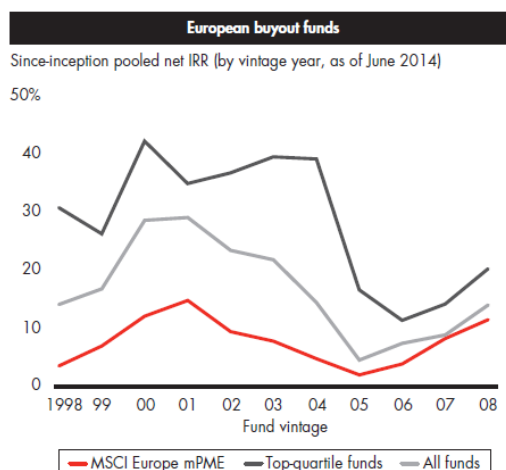
Manglende performance for Private Equity sammenholdt med denne manglende gennemsigtighed for beregning af afkast og oplysninger omkring historik, kan give Private Equity vanskeligheder med at blive anset som et godt alternativ til børsnoterede aktier, hvor investorerne alt andet lige har fuld gennemsigtighed.

Jeg mener også, at en del af forklaringen af, at Private Equity fonde har tendens til underperformance, skal findes i opkøbene af virksomheder som fondene foretager samt den måde hvorpå værdiskabelsen i virksomheden fremkommer. Reelt set køber fondene ofte virksomheder som ikke nødvendigvis er til salg eller hvor de er oppe i mod en industriel køber, hvilket betyder at fonden alt andet lige skal give en højere pris for virksomheden. Denne merpris skal tjenes ind igen, hvilket fjerner noget af værdien for investorerne. Som tidligere nævnt anvender Private Equity fonden forskellige aflønningsformer til ledelsen i virksomheden, der gør, at en del af værditilførslen tilfalder de såkaldte nøglemedarbejdere i form af fx optioner og bonusordninger.

Til sidst vil jeg nævne den hurdlerate, som typisk indgår i Private Equity fondens aftale. Hvis der er indgået en aftale om, at hurdleraten er 10 pct. betyder det, at det afkast, som overstiger 10 pct. modtager fonden 20-25 pct. af., altså for hver 1 pct. over 10 pct. afkast skal fonden have 0,25 pct. af. Alt er jo relativt, men samlet set betyder det at det er dyrt at investere i Private Equity fonde, da meget af værditilvæksten tilfalder fonden. Det er essentielt, at du som investor i Private Equity vælger den rigtige fond.

For at nuancere billedet vil jeg nu inddrage argumenter for Private Equity og få dem inddraget i diskussionen. Som sagt, så ligger udfordring ved investering i Private Equity, at udvælge

den gode fond. Det kan være vanskeligt for investor at udvælge den rigtig kapitalfond grundet manglende gennemsigtighed.



Figur 3 - EUROPEAN BUYOUT FUNDS¹⁰

Hvis vi retter blikket mod udviklede lande i Europa og top performance Private Equity fonde, så ser billedet noget anderledes ud. Her er kritikken omkring underperformance ikke berettiget. Siden slutningen af 1990'erne har det været muligt for Private Equity fondene at outperforme MSCI Europa indekset. I den betragtning skal det medtages, at bias i datakvalitet kan forbedre eller forringe tallene fra top performance fondene. Det kan diskuteres, når vi ser på de danske pensionskassers afkast, om de har været gode nok til at udvælge Private Equity fondene, og om det er årsagen til, at Private Equity fonde underperformer i Danmark. Grundet manglende gennemsigtighed på markedet er det en svær proces at udvælge den rigtige fond. Jeg mener dog, at investorerne bør rette fokus mod at finde en kapitalfond, som kan levere en god track record og hvor investor har stor tillid til teamet i fonden.

5.1 Karaktertræk hos en optimal overtagelseskandidat

I min opgave analysere jeg bl.a., hvorfor en kapitalfond vil fortage et opkøb af Eltel. Før en kapitalfond i det hele taget vil se på en case som Eltel, er det vigtigt, at vi ser på hvorfor Eltel vil være en oplagt opkøbskandidat for en kapitalfond og hvilke kriterier der gør sig gældende.

Når kapitalfondene opkøber virksomheder, sker det ofte via en leverage buyout, hvor kapitalfonden overtager gælden for at finansiere købet af virksomheden. Herefter optimerer kapitalfonden gældssammensætningen og kapitalstrukturen. Ved at optimere kapitalstrukturen og hermed øge gælden, vil ledelsen blive tvunget til en sense of urgency. Det betyder, at der

¹⁰Global Private Equity Report 2015, kilde: Cambridge Associates

ikke er plads til, at pengene spildes på imperiebyggeri eller andet frås. Det er langt fra alle virksomheder, der er en oplagt kandidat til et leverage buyout. Der er bestemte karaktertræk for virksomheder, der er oplagte. Karaktertrækkene udgør bl.a.:

- Stabilt positivt cash flow
- God markedsposition med mulighed for ekspansion
- Vækstmuligheder
- Mulighed for effektivisering
- Kompetent ledelse
- Clean balancen og lav gældsandel

Cash flow: Det er vigtigt for en kapitalfond, at virksomheden generer et stabilt cash flow. Pengestrømmene skal bruges til at servicere den høje gældsandel, så renter og afdrag kan betales. Afbetaling af gælden øger selskabets egenkapital, hvilket øger afkastet til investorerne. Kapitalfonden anvender due diligence processen til at analysere om historiske cash-flows fortsat kan genereres med bidrag fra bl.a. langvarige kundeforhold, kontraktens varighed og et stærkt brand. Stabilt cash flow kan være en udfordring for en cyklisk- eller sæsonafhængig virksomhed. De kan hurtigt komme i problem ved nedgang.

Markedsposition: Virksomheder som har en ledende position på markedet har igennem en længere periode været i stand til at opbygge et stærkt kundeforhold, en stærk produktportefølje og er effektive. Det gør det sværere for konkurrenter, at trænge ind på markedet, og dermed vil virksomheden have gode muligheder for, at vokse og dermed styrke sin position. Stærke markedsforhold afholder virksomheden fra indtjeningspres.

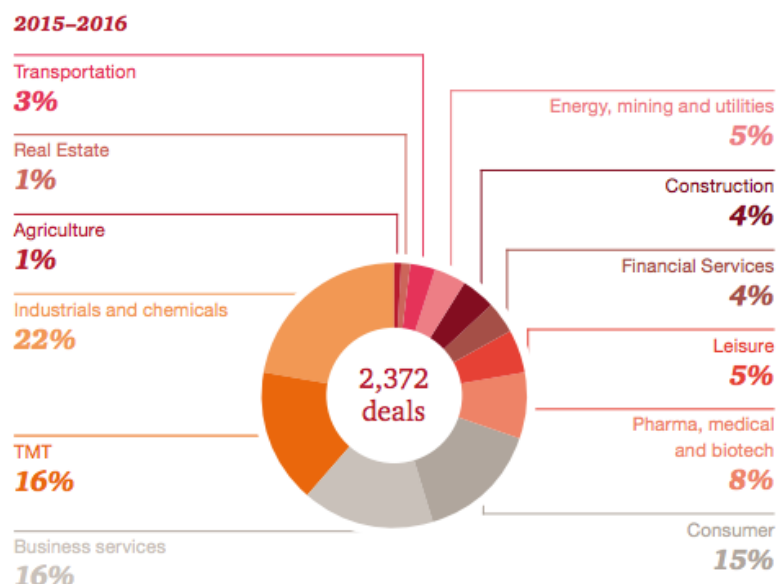
Vækstmuligheder: En virksomhed skal konstant have mulighed for at vokse sig endnu større, og har virksomheden allerede bevist, at den kan tjene penge på det/de markeder hvor den opererer, er det vigtigt at se på de muligheder, der ligger for at virksomheden kan vokse. Væksten i virksomheden kan enten komme fra organisk vækst eller via opkøb. Væksten skal udvikle sig sundt og stabilt. Den skal samtidig kunne aflæses hele vejen ned igennem regnskabet og i den sidste ende generere vækst på bundlinjen. Såfremt en virksomhed har en høj vækst, vil en kapitalfond have mulighed for at udnytte multipel ekspansion og dermed flytte virksomheden op blandt de attraktive virksomheder, hvor prisen på virksomheder er højere. Stabile og større virksomheder handler alt andet lige på langt bedre nøgletal end mindre og usikre virksomheder.

Effektivisering: Kapitalfonden vil se på mulighederne for at effektivisere virksomheden. Det er ikke nok, at den oplagte LBO kandidat har bevist at den generere stærke cash flows og har muligheder for at vokse. Effektiviseringstiltagene er som ofte optimering af interne processer, udvikling af nye systemer eller genforhandling af allerede eksisterende aftaler med kunder og leverandører. Ofte reducerer kapitalfondene i medarbejderstabilen for at effektivisere yderligere. Effektiviserings-tiltagene må ikke komme forud for vækstplaner eller påvirke forholdene til hverken leverandørerne og kunderne. Effektivisering kan også være som følge af at kapitalfonden kan afhænde divisioner i virksomheden som performer dårligt. Ofte vil kapitalfonden bruge pengene herfra til, at nedskrive den nuværende gæld.

Kompetent ledelse: Kapitalfondene ønsker for det meste ikke, at skifte ud i ledelsen, såfremt den allerede er stærk og kompetent. Det er vigtigt, at ledelsen arbejder godt under pres, og har stort kendskab til virksomheden. Den øgede gearing vil presse ledelsen, da det kræver et godt stykke arbejde at servicere en høj gæld.

Clean balance og lav gældsandel: Det er vigtigt, at kapitalfonden kan optage ny gæld i target selskabet. Target selskabets nuværende gæld begrænser optagelsen af ny gæld. Den nuværende gæld skal refinansieres, da der skal forhandles nye covenant som tilpasses gældsstrukturen. Når fremmedfinansieringen er høj vil bankens covenants alt andet lige være strammer end ved en højere egenkapitalandel.

Ovenstående kriterier er punkter som kapitalfonden analyserer og vurderer virksomheden ud fra, for at vurdere om de kan opnå det ønskede afkast af deres investering. Dernæst ser de på om target selskabet passer til deres investeringsstrategi, og det netværk som kapitalfonden er i besiddelse af. Som tidligere nævnt arbejder kapitalfonde ofte inden for specifikke industrier som følge af en succesfuld track record i den partikulære industri.



Figur 4 - BUYOUT VOLUME, DELT I INDUSTRIER¹¹

Figur 4 viser den procentvise fordelingen af hvilke industrier kapitalfonde opkøbte virksomheder i Europa i 2015-2016. Industriel- og kemikalieindustrien er den fortrukne industri i 2015-2016. Teknologi, medie og telecom (TMT), business services og consumer følger næstefter. I en undersøgelse udarbejdet for Harvard Business School, hvor respondenterne udgør 79 Private Equity Fonde internationalt med en kapital over \$750B¹², har de undersøgt hvilke faktorer der gør sig gældende, når kapitalfonde skal udvælge deres target selskaber. Der henvises til bilag nr. 1, her fremgår det, at 65 ud 79 respondenter har tilkendegivet, at den vigtigste faktor er virksomhedens forretningsmodel/markedsposition. Ledelsen i virksomheden, kapitalfondens evne til at skabe værdi og værdiansættelsen af virksomheden udgør de tre næste vigtigste faktorer. Industrien kommer ind på en femte plads ud af seks hos respondenterne. Undersøgelsen viser ligeledes at jo ældre Private Equity firmaet er desto mere betyder forretningsmodellen/markedspositionen, og kapitalfondens muligheder for at skabe værdi.

Om Eltel udfylder kriterierne som en god opkøbskandidat for en kapitalfond på nuværende tidspunkt, vil jeg komme ind på senere.

¹¹ PwC – "Private Equity Trend Report 2017", Europa

¹² What Do Private Equity Firms Say They do?", Paul Gompers, Steven N. Kaplan, Vladimir Mukharlyamov, 2015

6. Virksomhedspræsentation af Eltel

Eltel har været på markedet siden 2001. Kapitalfonden CapMan erhvervede sig den finske virksomhed IVO Transmission Engineering fra Fortum 2001. Det var begyndelsen for det Eltel som vi har kendskab til i dag. I 2004 blev Eltel opkøbt af kapitalfonden Industri Kapital. Kapitalfondsovertagelsen gjorde det muligt for Eltel at fusionere med Swedia Networks i 2004. I 2007 opkøbte Kapitalfonden 3i sammen med BNP Paribas, Eltel Group. Eltel blev i februar 2015 noteret på Nasdaq Stockholm Midcap.

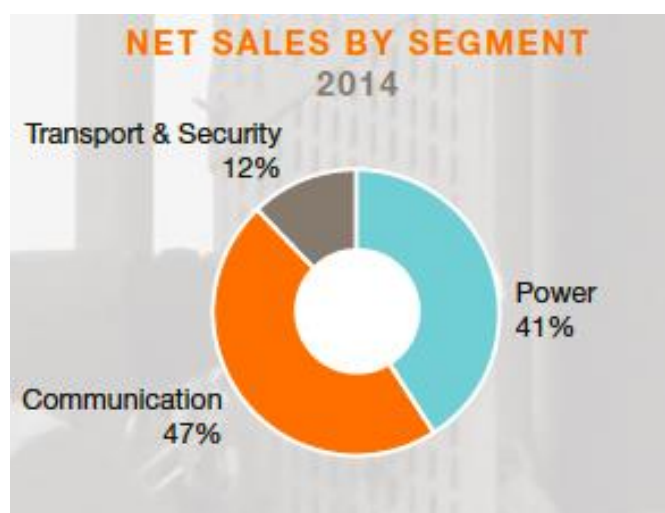
Eltel er en ledende udbyder på det europæiske marked af tekniske løsninger til infrastrukturnetværk (infranet) inden for Power, Communications og Transport & Security. Eltel leverer ydelser, der spænder bredt fra vedligeholdelse- og opgraderingsydelser til projektleverancer. Eltel opererer i Norden, Baltikum, Polen, Tyskland, Storbritannien og Afrika. Projektleverancer udgør en tredjedel af Eltel Groups indtjening i 2015. Projektleverancer afregnes som oftest i USD jf. årsopgørelse 2015.

Eltels kunder udgør bl.a. Dong Energy, E.on, Telia Sonera, Telenor, Orange, Amprion og Polskie Sieco Elektroenergetyczne.

Eltels strategi er at vokse organisk og udføre selektive opkøb for derigennem, at opretholde koncernens markedsandele på kernemarkederne herunder Norden, Baltikum og Polen. Derudover vil de styrke positionen på det tyske og engelske markedet, hvor virksomheden først for nyligt er indtrådt. Eltel arbejder efter deres politik de kalder The Eltel Way som de implementerede i 2008. Det er deres forretningsmodel, hvor Eltel beskriver modellen som en specialiseret forretningsmodel medarbejderne arbejder ud fra. The Eltel Way beskriver, hvordan virksomheden er organiseret; at alle medarbejdere er bemyndiget og supporteret med henblik på at opnå god performance og samtidig sikre kvalitet i leverancen til kunden. The Eltel Way fører jf. prospektet for IPO til mere effektivitet og dermed en forbedret drift. Eltel har siden 2001 gennemført ca. 50 opkøb og outsourcing transaktioner. De har en konsistent track record af vellykkede integrationer af de opkøbte virksomheder.

Eltels forretning er inddelt i tre hovedsegmenter:

- **Power:** Segmentet leverer netværksvedligeholdelse, fejlreparationer, forbedringsarbejde og projektleverancer til nationale transmissionssystemsoperatører og netværksleverandører. Power segmentet er karakteriseret ved lange kunderelationer med stabil ordreindgang som følge af rammeaftaler og projekter. Størstedelen af forretningsområdet består i opgraderingskontrakter og projekt-baseret arbejde. Projektaftalerne varer normalt i to til tre år, hvor opgraderingsarbejdet typisk er gennemført inden for fem måneder. Aftale vedrørende service og vedligehold bliver typisk indgået for fem år ad gangen, hvorefter de skal fornyes.
- **Communications:** Området leverer vedligeholdelse og forbedringsarbejde for telecom operatører og andre leverandører inden for netværkskommunikation. Dette segment er ligeledes karakteriseret ved lange kunderelationer med kendte ordreindgange fra rammeaftaler. Området er primært drevet af teknologiske opgraderinger, vedligeholdelse og stigende efterspørgsel efter forbedret netværkskvalitet og øget kapacitet.
- **Transport & Security:** Segmentet leverer ligeledes service indenfor vedligeholdelse, forbedringsarbejde og projektleverancer. Forretningsområdet servicerer statslige myndigheder, herunder jernbaner, veje, forsvaret og lufthavne. Transport & Security segmentet er karakteriseret ved lange kunderelationer med stabil ordreindgang fra vedligeholdelsesaftalerne. Forretningen bliver drevet af øget investeringer i transport infrastruktur, øget luft – og togtransport samt outsourcing af sikkerhed- og luftfartsservice.¹³



Figur 5 - "NET SALES BY SEGMENT"

¹³ Årsrapport 2015

I ovenstående figur ser vi fordelingen af de tre segmenter fordelt på omsætning. Her kan vi se, at Power og Communications udgør den største del af Eltels omsætning jf. årsrapporten 2014.

I 2011 skiftede Eltel Group fra en geografisk fokuseret forretning til at være en global organisation med specialiseret internationale forretningsenheder, med teknikere, der arbejder på tværs af grænserne.

6.1 Branchen i Europa og Afrika

Branchen har siden årtusindskiftet været præget af, at den private og offentlige sektor outsourcer tekniske funktioner. Den offentlige sektor har været presset af mindre statslige budgetter, som har betydet at de måtte effektivisere interne processer og driften. De private virksomheder har haft et ønske om at fokusere på deres kernekompetencer, og har derfor outsourcet tekniske funktioner som kunne optimere deres operationelle effektivitet og samtidig forbedre deres produktivitet og driftssikkerhed.¹⁴ Branchen er karakteriseret ved at der ofte er tale om business to business eller business to government.

Eltel er kategoriseret under byggeri- og anlægsindustrien (Construction and Engineering). Anlægsindustrien dækker over infrastruktur for transport, telekommunikation, energi og andet. Eltels specifikke branche er kategoriseret som en subindustri under construction and engineering, som leverer serviceopgaver inden for infranet. Branchen er niche præget, da branchen er fokuseret mod at levere en bestemt tjenesteydelse til forbrugerne og samtidig er ydelserne specialiseret til infranet. Tendensen i branchen er i øjeblikket, at industrien er præget af aldrene netværk, hurtigt teknologisk udvikling og indførelse af nye regulativer fra politikerne.¹⁵

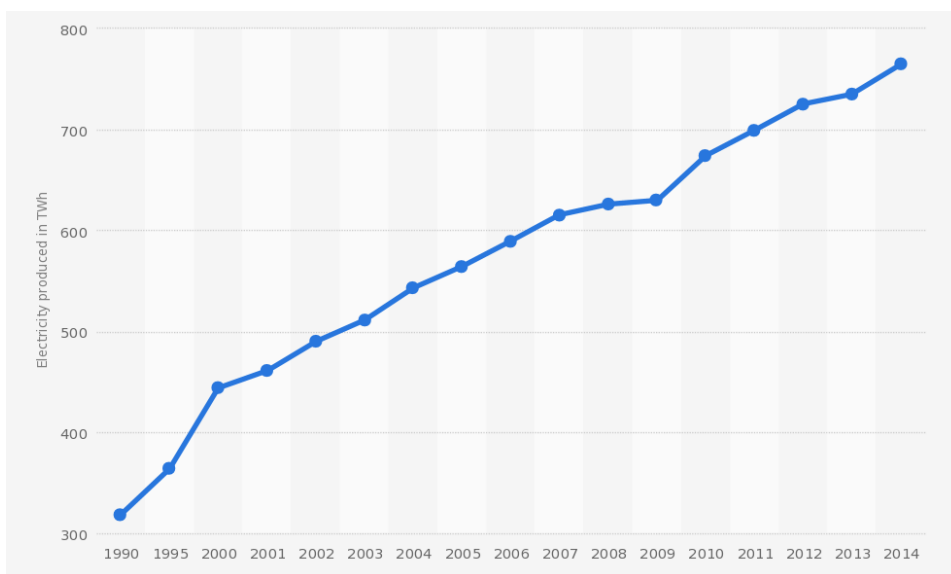
Branchen er præget af udviklingen i den globale økonomi og hvor mange offentlige investeringer, der tilgodeser infrastrukturen. Industriens vækstrater for landene i Europa har i de seneste fem år været forskellige fra land til land. Nogle lande i eurozonen har vist sunde vækstrater i industrien, hvor andre har vist nedgang. I Europa voksede industrien i 2016 i gennemsnit med 1,6 %.¹⁶ Det er en branche der generelt påvirkes af økonomiske og politiske forhold. Forholdene beskrives og vurderes i den strategiske analyse.

¹⁴ IPO Eltel februar 2015

¹⁵ IPO Eltel februar 2015

¹⁶ Marketline – Construction Europe, januar 2017

I Afrika ser infranet branchen anderledes ud. Mange lande mangler fortsat elektricitet og, set med vestlige øjne, almindelige installationer som el-net til transport af el og fibernet til brug for internet. Eltel har på det afrikanske marked fokuseret på deres mulighed for at udvide deres markedsposition i power segmentet. I Afrika blev der samlet set produceret 134.331 gigawatt hours vedvarende energi i 2014 sammenlignet med 1.169.923 gigawatt hours i Europa i 2014¹⁷.



Figur 6 - ELPRODUKTION I AFRIKA IMELLEM 1990 OG 2014 MÅLT I TWh

Kilde OECD; BMWi, Statista

Afrika har været inde i en rivende udvikling når det gælder produktion af el, men Afrika er stadig meget langt fra at opnå standarder som resten af verden. Afrika arealmæssigt på størrelse med Kina, Indien og USA tilsammen. Energiagenturet anslår, at det kræver 389 milliarder dollars¹⁸ (2,2 billioner danske kroner), for at Afrika syd for Sahara kan opnå adgang til energi til alle indbyggere inden 2030. Offentlige investeringer vil ikke alene være nok til at dække hele behovet jf. FN's udviklingsprogram. Forholdene i Afrika vil blive nærmere belyst i den strategiske analyse.

6.2 Eltels placering i værdikæden

Nu vil jeg rette blikket imod Eltels værdikæde og belyse deres forretning indefra. Jeg vil komme ind på de udfordringer, som Eltel har været udsat for i 2016 samt komme med forslag til forbedringer.

Eltel servicerer og leverer tekniske ydelser til store dele af Europa. Deres ydelser og services sker via en servicekontrakt eller projektleverancer, hvor Eltel hyres til at udføre et stykke

¹⁷ Kilde: IRENA (Statista)

¹⁸ http://www.dk.undp.org/content/denmark/da_dk/home/presscenter/articles/2012/01/04/b-redygtig-energi-er-kritisk-for-udviklingen-i-afrika.html

arbejde for en virksomhed fx Dong Energy. Eltel er afhængige af, at deres underleverandører leverer materialerne, der skal anvendes til at gennemføre projektet fx intelligente elmålere. Det er vigtigt, at der ikke sker forsinkelser som følge af vejret, manglende udstyr eller andre materiale eller uforudsete udfordringer med kompleksiteten af projektet. At være afhængig af underleverandører kræver, at der laves grundige undersøgelser af underleverandørerne, således at Eltel sikrer sig, at de overholder lovkrav, som er gældende for branchen samtidig med, at underleverandøren efterlever samme etiske standarder som Eltel. Det kan give Eltel et dårligt ry, fx hvis underleverandøren gør brug af sort arbejde eller ikke lever op til sikkerhedskravene for branchen. For at optimere omkostninger til underleverandør kan det være en fordel, at Eltel konsoliderer sig, således at transaktionsomkostninger til mange små underleverandører minimeres.

Projektleverancer fylder en tredjedel af Eltels volumen. Kunden vælger typisk 2-3 kandidater til at byde ind på projektet. Her er det afgørende for Eltel at forelægge det bedste tilbud i form af udførelse, tidsforbrug, ressourceforbrug, pris, kvalitet mv. Det kræver, at interne processer vedrørende sammensætning af kontrakterne og vurdering af risiciene i projekter, overlades til medarbejdere med ekspertise indenfor området, således at Eltel sikre sig, at alle forhold er vurderet og behandlet.

I 2016 gik det galt med de interne processer og det fik den konsekvens, at to parallelle projekter i Norge indenfor jernbaner slog fejl. Der var problemer med den tekniske kvalitet i udførelsen af projekterne. Det førte til, at der var behov for allokering af yderligere ressourcer, hvilket direkte påvirkede driftsresultatet.¹⁹ Samtidig var der udfordringer med projekter i Afrika indenfor Power segmentet. Her opstod der forsinkelser og samtidig havde Eltel en begrænset adgang til området/byggepladsen.²⁰ Interne processer er særdeles vigtige for Eltel. Det har direkte påvirkning på deres finansielle performance, når projekter slår fejl, hvad enten det er pga. forsinkelser, manglende kvalitet, ringe projektledelse eller lignende.

Interne processer er grundlaget for, at Eltel kan levere service i topklasse. Hvis ovenstående eksempler om fejlagtige processer fortsætter, kan det have store konsekvenser for det brand Eltel har skabt. Brandet udgør en væsentlig ressource. Deres brand er i høj grad medvirkende til organisk vækst i form af erhvervelse af nye kunder. Eltel har loyale kunder, som lægger

¹⁹ <http://www.eltelgroup.com/en/eltels-second-quarter-2016-results-to-be-impacted-by-a-eur-10-million-provision-in-one-rail-project-in-norway/>

²⁰ <http://www.eltelgroup.com/en/eltels-third-quarter-and-full-year-2016-result-significantly-impacted-by-previously-communicated-challenges-in-certain-projects/>

vægt på kvalitet og lange relationer (Eltel Prospekt IPO). Her er et stærkt brand fundamentalt for, at bibeholde kundebasen.

Eltel er afhængig af deres medarbejdere. Virksomhedens indtjening og dens eksistens afhænger af deres evne til at tiltrække og fastholde højt kvalificeret personale. Eltel er afhængige af, at nøglemedarbejderne og de øverste ledere har færdigheder og stor erfaring indenfor branchen. Udover gode ledere og nøglemedarbejdere er de afhængige af, at de evner at tiltrække og fastholde teknikere med ekspertise indenfor de forskellige ydelser og projektleverancer som Eltel udbyder.

Eltel konkurrerer på det nordiske marked med Caverion, Bravida, Empower, Infratek, ONE Nordic, Relacom og SAG. De leverer ligesom Eltel service, herunder bl.a. infranet teknisk service til virksomheder i et mindre omfang. Da Eltel er afhængige af deres underleverandører vil det være en oplagt mulighed for Eltel at lave en vertikal integration af en producent, af fx intelligente elmålere eller hardware for at forstærke deres position på markedet. Ericsson er deres største konkurrent i Communication segment og de kan true Eltel. Ericsson er startet på at tilbyde teknisk service indenfor netværk, og de er lykkedes med konkurrencedygtige priser ved at samle deres forretning²¹.

For at optimere Eltels værdikæde kan de med fordel foretage et horisontalt opkøb af virksomheder som er konkurrenter. Horisontalt opkøb vil være i tråd med Eltels strategi om, at vokse 5 pct. p.a. ved opkøb. Det drejer sig om at vokse ved at benytte sig af det bedste aktiviteter i værdikæden, hvor virksomheden er stærk. Her vil Eltel have muligheden for opnå synergi. Eltel har mulighed for at lave opkøb i Tyskland og Storbritannien, hvor markederne er fragmenterede (se afsnit 7.2.1).

7. Strategisk analyse

For at få et godt grundlag for, at vurdere, hvorvidt Eltel vil være interessant for en kapitalfond at købe, er det essentielt at analysere den omverden og branche, Eltel befinder sig i.

Den strategiske analyses formål er at få udpeget hvilke væsentlige forhold og vilkår, der kan påvirke værdien af Eltel, samt vurdere de forudsætninger værdiansættelsen er baseret på, og

²¹ <https://www.ericsson.com/about-us/how-we-manage-our-business>

hvilke konkurrencemæssige fordele Eltel har i forhold til deres konkurrenter. Der anvendes to forskellige modeller på to forskellige niveauer til udarbejdelsen af den strategiske analyse for Eltel. PEST-analysen, anvendes til at analysere de væsentlige samfundsmæssige forhold og Porters five forces afdækker forholdene på branche niveau. Analyserne samles til sidst i en SWOT-analyse for at give det samlede overblik over Eltels forretningsmodel og markedsposition.

7.1 PEST

PEST er en model, der anvendes til at beskrive de eksterne forhold som Eltel ikke selv har indvirkning på, men som kan have en betydning for de fremtidige risici og de fremtidige cash flows. PEST beskriver fire samfundsmæssige forhold; Politiske-, økonomiske-, sociokulturelle- og teknologiske forhold

7.1.1 Political

Væksten for byggeri- og anlægsindustrien i Eurozonen, som beskrevet i afsnit 6.1, har siden finanskrisen i 2007 haft udfordringer med at vokse, når vi kigger på et gennemsnit for alle lande i Eurozonen. Eurozonen har ikke været villig til, at afsætte penge i deres finanslove til infrastruktur og byggeri. Jf. Marketline undersøgelse af industrien, så skal industrien fremadrettet vokse med 4,3 % i gennemsnit for perioden 2016-2021. Dette støttes bl.a. op af EU-kommissionen, der i budgetperioden for 2014-2020 har oprettet en ny infrastrukturfond, Connecting Europe Facility (CEF). Fonden indeholder et budget på 24,1 mia. EUR, der skal anvendes til transportinfrastruktur. Det er op til EU-medlemslandene at søge om støtte til forbedringer af de enkelte landes infrastruktur med henblik på at standardisere infrastrukturen i Europa, således det fremmer mobiliteten mellem landene, og dermed styrker fri bevægelighed for varer og arbejdskraft.²² CEF kan få en betydelig indirekte påvirkning af indtjeningen for segmentet Transport & Security, da efterspørgsel efter Eltels koncept og ydelser vil stige. Jo mere støtte fra EU, desto bedre vilkår for virksomheden. Det kan indirekte skabe større efterspørgsel.

Vi lever i dag i en verden, hvor en stor del af vores liv foregår digitalt. Digitaliseringen er blevet en integreret del af arbejdslivet og fritiden. Det er naturligt, at der stilles større krav til kvaliteten af netværket. EU-kommissionen har fremsat en handlingsplan, som skal sikre Europa 5G-netværk i 2020. Kommissionen har en forventning om, at Europa kan være førende på markedet. Det åbner muligheden for nye digitale økonomi- og

²² <https://www.trm.dk/da/temaer/eu-puljer-paa-transportomraadet/transeuropaeiske-transportnet>

forretningsmodeller. 5G-netværk vil sikre, at Europa er konkurrencedygtige på det globale marked. Den nye strategi kræver, at netværket i Europa kan holde til den høje kapacitet som 5G-netværket vil kræve. Det kan skabe en indirekte efterspørgsel efter Eltels ydelser og teknologi.

Digitalisering har samtidig betydet, at vi har set en markant stigning i aggressive hackerangreb. Data er den digitale verdens valuta. Den mængde persondata vi deler om os selv på de sociale medier og andre steder på nettet bliver handlet verden over. EU-kommissionens servere har været udsat for 110 angreb de seneste år. Det er en stigning på 20 pct. over den seneste årrække²³. Med baggrund i de seneste års udvikling i den digitale verden har EU-parlamentet vedtaget nye og skærpet regler for beskyttelse af persondata. Reglerne kommer forventelig til, at træde i kraft for alle EU-lande fra Maj 2018.²⁴ De nye regler betyder store og mange ændringer for virksomheder, der opbevarer persondata om kunder og medarbejdere. Virksomheder som ikke overholder de nye regler kan få bøder af en sådan størrelse, at deres virksomhed kan gå konkurs. Den store opmærksom, og nu også vedtagne lov omkring persondata, er en mulighed for Eltel, da de i forvejen arbejder med at skabe sikre netværksforbindelser igennem deres Network Operations Center, hvor de overvåger og sikrer IT-stabilitet hos kunden.

På klimatopmødet i Paris i december 2015 blev en aftale indgået. Her stemte 143 ud af 197 lande for, at den globale opvarmning skal minimeres. Det kræver, at samtlige lande gør en indsats for at fremme vedvarende energi. Europa har et aldrende energinet og har derfor stort behov for investeringer i alternative løsninger for, at målsætningen om, at stigningen i den globale opvarmning skal holdes under 2 grader celsius frem til 2100.²⁵ Det er vedtaget, at der skal ske en opgradering af netværkene i Danmark, Finland, Norge og Sverige.²⁶ Der skal indføres Smart Grid løsninger, da de store kraftværker, der i dag anvender kul lukkes ned, herefter skal el-produktionen i fremtiden primært komme fra vind, sol og biomasse. Det betyder, at vi kommer til at se en omlægning til el-baseret transport og opvarmning via varmepumper. Det kræver, at el-nettet kan klare den ekstra belastning med samme høje leveringssikkerhed som i dag.²⁷

Som tidligere nævnt har der været et stort fokus på de offentlige budgetter siden finanskrisen, som har øget fokus på effektivisering af omkostninger, specielt på Power distribution og

²³ <https://www.dr.dk/nyheder/udland/eu-oplever-stigning-i-antallet-af-aggressive-hackerangreb>

²⁴ <https://www.danskerhverv.dk/Nyheder/Sider/Ny-persondataforordning-forventes-vedtaget-i-aar.aspx>

²⁵ http://unfccc.int/paris_agreement/items/9485.php

²⁶ Nordic Grid Development Plan 2014

²⁷ <https://www.teknologisk.dk/ydelser/smart-grid>

Transport & Security segmentet, når vi taler i Eltel termer. Det har betydet, at statslige tekniske institutioner i højere grad outsources herunder regeringskontrollerede distributionssystemer. Det er ikke udbredt, at funktioner inden for Transport & Security bliver outsourcet på trods af en øget trend med outsourcing på jernbane markedet. Funktionerne kan bl.a. være kommunikationssystemer, command & control systemer til militære køretøjer, skibe og helikoptere. Det er typisk et marked som involverer statsejede eller offentlig operatør (Eltel Prospekt IPO). Eltel er afhængig af, at der fortsat vil være statsfinansierede projekter, som eksempelvis indførelse af elektrisk drift af skinner, udskiftning af gamle jernbanespor og implementering af nye signal systemer.

Ser vi på den økonomiske situation for projekterne Eltel har leveret i Afrika, så har projekterne været støttet med penge fra EKN (Swedish Export Credit), The World Bank, African Development Bank og Nordic export credit institutions. Det kan have store konsekvenser for Eltels udvikling i Afrika, hvis støtten til projekter forsvinder grundet at Eltel har stor erfaring fra det afrikanske marked jf. årsrapporten 2015, og det er et markedet som har et stort udviklingspotentiale for Eltel.

I flere tilfælde har mindre udviklede lande, herunder i Afrika, betydelig lavere niveau af økonomisk, politisk og juridisk stabilitet sammenlignet med vestlige forhold. Der kan være udfordringer med at få lokale tilladelser og godkendelser til at udføre projekterne. Det udgør en risiko for forsinkelser og en risiko for at projektet ikke kan fortsætte i overensstemmelse med den tidsplan, der i første omgang er fastsat. Der er samtidig udfordringer med korruption og andre politiske forhold der kan have betydning for Eltels udførelse af arbejdet og dermed indtjeningen i sidste ende. Det kan påvirke omsætningsvækst og vækstmulighederne i regionen.

Ud over, at der igen er kommet fokus på infrastrukturen i Europa, så har der i mange år været stor bevågenhed på miljøet. Der stilles krav til, at virksomhederne skal være bæredygtige og nedbringe CO₂-udledningen. Det gøres bl.a. via EU's CO₂-kvoteordning. Ordningen sætter et loft over hvor meget CO₂ der må udledes. Ordningen omfatter virksomheder i de energitunge industrier og energisektoren jf. Energistyrelsen. I Danmark er der energikrav til produkter og apparater og der er regler i forhold til deres energimærkning og energieffektivitet. Der er indført et sæt af ecodesign retningslinjer. Et EU-direktiv, der beskriver energikrav til konkrete produkter i energisektoren.²⁸ Det gælder både for virksomhederne, og det har betydning for forbrugeren. Fokus på miljøet vil ikke blive mindre. Eltel har på nuværende tidspunkt

²⁸ http://ec.europa.eu/growth/industry/sustainability/ecodesign_da

udskiftet over 4.500 køretøjer for at optimere og reducere omkostninger. Eltel er også underlagt krav vedrørende opbevaring, udledning og bortskaffelse af farlige materialer. Deres strategi er at følge deres kunder og partnere i udbredelsen af deres optimering af miljøet for derefter at anvende erfaringerne på deres egen forretning (Eltel Prospekt IPO).

På de markeder, hvor Eltel er til stede har vi set en stigning i lovmæssige tiltag omkring gennemsigtighed for forbrugerne, som har påvirket Eltels indtjening positivt, af den årsag, at de har haft muligheden for, at vinde flere store kontrakter på projekter for forskellige type kunder. Eltel udbyder installering af AMS (Smart Metering), som kan måle energiforbruget i husstanden helt ned til halvtimesbasis. Det betyder, at forbrugerne har mulighed for at blive mere bevidste omkring deres elforbrug og derved blive mere miljøbevidste. Som det seneste eksempel, så har Norges regering vedtaget en lov, der tilsiger, at alle norske energikunder skal have installeret AMS (Smart Metering) inden 1. januar 2019²⁹. Eltel har efterfølgende vundet en kontrakt med Skagerak Nett A/S, som har valgt Eltel som udrulningspartner til deres Smart Metering projekt.³⁰

Det gør sig gældende på alle markeder hvor Eltel er til stede, at den politiske opbakning til miljøet, økonomien og infrastrukturen har stor betydning for deres fremtidige indtjeningsvækst. Manglende opmærksomhed fra ledelsen i Eltel kan have stor betydning for miljøet, men også for økonomien. Dette giver et billede af, at politiske faktorer er meget essentielle for Eltel. Det skyldes naturligvis, at politiske tiltag både kan være positive og negative for Eltels forretning i fremtiden. Alt i alt er det min vurdering, at Eltel løbende tilpasser organisationen for at sikre, at deres koncept er bæredygtigt, og at de følger lovgivningen. Det betyder, at Eltel stiller sig så stærkt, som de kan, i forhold til den politiske situation. I sagens natur vil der selvfølgelig være politiske usikkerheder, som Eltel ikke kan sikre sig imod i den forstand at de ikke kan ændre ved lovgivningen.

7.1.2 Economic

Den makroøkonomiske situation har direkte eller indirekte indvirkning på alle virksomheder, og dermed også Eltel. Væksten i BNP har siden finanskrisen været under et hårdt pres i det meste af verden. Som følge af, at væksten i BNP forsvandt, blev mange af verdens landes statsgæld et problem. Investorer flygtede ud af lande med høj gæld i forhold til BNP som Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Italien.

²⁹ <https://www.regjeringen.no/en/dokumenter/meld.-st.-23-2012-2013/id718084/sec3>

³⁰ <http://www.eltelnetworks.com/da/dansk/nyhederdk/eltel-vinder-endnu-en-stor-kontrakt-pa-intelligente-malere-i-norge>

Regeringsledere verden over signalerede i 2008 at de ved fælles koordinering ville kæmpe for, at den økonomiske nedtur ikke skulle blive en gentagelse af de scenarier, der udspillede sig efter krakket på Wall Street. Der er udført mange tiltag fra alle verdens regeringsledere og centralbanker, der alle har gjort alt, hvad der står i deres magt, for at sætte gang i verdensøkonomien.

Den amerikanske centralbank "Federal Reserve" i USA var hurtig til at sænke renten efter finanskrisen indtraf for at få gang i økonomien. Centralbanken har købt store mængder af stats- og realkreditobligationer, og har på den måde presset de renter, som virksomhederne og forbrugerne betaler, nedad. Investorerne er blevet tvunget over i mere risikofyldte aktiver som erhvervsobligationer og aktier. Det har holdt renteniveauet kunstigt lavt og har medført en understøttelse af forbruget. Pengepolitikken er bl.a. et af de tiltag, der gør, at USA's økonomi er vokset hurtigere efter finanskrisen end Europas økonomi.

Den Europæiske Centralbank (ECB) har ikke haft samme muligheder for at opkøbe stats- og realkreditobligationer, og derudover har Europa haft gældskrisen i Sydeuropa at kæmpe i mod.³¹ ECB indledet i 2015 et opkøbsprogram, der skal opkøbe statsobligationer eurozonen. I 2016 blev programmet udvidet til virksomhedsobligationer. Derudover har ECB lavet tiltag, der bevirker at bankerne kan få ubegrænset likviditet til lav rente og dermed vil låne flere penge ud til forbrugerne og virksomhederne.

Centralbankerne har med deres lampelige pengepolitik haft stor indflydelse på verdens valutamarkeder. Det har betydet, at det er lykkedes FED (amerikanske centralbank), at holde USD lav i forhold til EUR. En styrket EUR overfor USD har svækket euro-landenes virksomheders muligheder for, at eksportere deres varer til resten af verden, hvor valutaerne har været svækket. Pr. 30. september 2014 udgør Eltels omsætning i svenske kroner 40 pct. af Eltel koncernens nettoomsætning, 13 pct. i norske kroner, 12 pct. i polske zloty og 7 pct. i danske kroner (Eltel Prospekt IPO). Omkostninger til produktionen handles i det pågældende lands valuta. For Eltel har ændringer i valutakurserne minimal betydning. Eltel hedger den valutarisiko som de vurderer, der vil være i det pågældende år. Risikoen afdækkes igennem finansielle instrumenter.

³¹ <http://www.kongressen.com/hvorfor-vokser-usa-hurtigere-end-europa/>

Den svenske økonomi har været i dyb krise siden finanskrisen, og det fik i 2009 den svenske valuta til at falde til en rekordlav kurs over for EUR, USD og DKK.³² Renterne er stadig historisk lave i Europa. Der er ikke noget, der tyder på, at renterne skal stige inden for de næste par år. Mario Draghi, centralbankchefen hos ECB, har udtalt, at renterne først kommer til at stige når opkøbsprogrammet er færdigt i 2018. Normalt hæver ECB renten med 0,25 procentpoint ad gangen. Det medfører at der skal to renteændringer til inden vi kommer i positivt territorium.

Vækst i BNP	2016	2017	2018
EU	1.9	1.8	1.8
Sverige	3.3	2.4	2.1
Finland	1.5	1.2	1.5
Norge	0.7	0.5	1.4
Poland	2.8	3.2	3.1
Danmark	1	1.5	1.8

Tabel 2 - VÆKST I BNP FOR ELTELS MARKEDSOMRÅDER I NORDEN OG EUROPA
KILDE: EGEN TILVIRKNING

I ovenstående figur ser vi den forventede udvikling i BNP for Norden og Europa fra hhv. EU kommissionens vinterprognose og The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Positive vækstrater er alt andet lige godt for hele den europæiske økonomi. Højkonjunktur og fremgang i økonomien vil i sagens natur smitte af på efterspørgslen af Eltels produkter.

Jeg vil nu rette blikket imod et andet markedsområde, hvor Eltel ligeledes er til stede. Det er et marked, som er under rivende udvikling og er spændende for en virksomhed med Eltels forretningsområder.

Afrika er, som tidligere omtalt, et kontinent under transformation. De har over det seneste årti udviklet sig fra at være et ekstremt fattigt kontinent med ringe forventninger til fremtiden til at huse nogle af verdens hurtigst voksende lande. Det skyldes høje vækstrater bevirket af stærkt stigende udefrakommende investeringer, stigende efterspørgsel efter afrikanske råvarer og en ikke ubetydelig ændringer i forbrugsmønstret for de afrikanske forbrugere. Kontinentet har gjort store fremskridt og halvdelen af de afrikanske lande er i 2014 middelindkomstlande. Afrika var i perioden 2000-2012 blandt de hurtigst voksende regioner i verden med en gennemsnitslig vækst på 4,6 pct. Væksten har yderligere taget til de seneste fem år, hvor

³² Ritzau 02.09.2009

Afrika vil ifølge fremskrivninger foretaget af IMF, i gennemsnit vil have en vækst på over 5 pct. pr. år frem mod 2018. Vi skal her huske på, at den procentvise ændring er høj, men at Afrika kommer fra et meget lavt niveau og derfor skal vækstprognoserne ikke sammenlignes med vestlige vækstrater. Det vurderes, at over halvdelen af afrikanske husholdninger i 2020 vil have råd til et reelt forbrug.³³ Det betyder, at de automatisk begynder at efterspørge bedre infrastruktur i takt med, at velfærden stiger som følge af øget levestandard. Afrika udgør med deres vækstpotentiale et kæmpe vækstmarked for Eltel. Der er store muligheder for at udvide deres forretning i Afrika. Jf. deres årsregnskab 2015 har de mere end 50 års erfaring fra det afrikanske marked.

Eltel står i en gunstig situation, når vi ser på fremgangen på det afrikanske marked. Selvfølgelig skal man holde sig for øje, at der er stor økonomisk forskel på landene, og at det derfor er landene med størst fremgang målt på vækst i BNP og levestandard, som Eltel vil have bedre muligheder for at styrke deres markedsandele i.

7.1.3 Socio-cultural conditions

Sociokulturelle forhold tager udgangspunkt i bl.a. befolkningens levestandard, uddannelsesniveau, værdier hos forbrugeren, indkomstfordeling m.fl. Jeg vil tage udgangspunkt i de forhold jeg mener, er aktuelle for Eltel.

Construction and civil engineering industrien er afhængig af, at de lever op til de gældende regler og etik inden for miljø og Corporate Social Responsibility. Det er samtidigt vigtigt, at virksomhederne har befolkningens opbakning til hvorledes forretningen drives. Der er stor fokus på miljømæssige aspekter af industrien. Det må alt andet lige forventes, at Eltel vil blive indirekte påvirket af forbrugernes bevidsthed om grøn energi.

Corporate Social Responsibility er for alvor blevet et forhandlingspunkt, når forbrugeren/kunden skal vælge leverandør. Forbrugerne ønsker i højere grad at være ansvarlige og anvender i højere grad nettet til at søge information om varer og tjenester, før de handler. Efterspørgsel efter ansvarlige virksomheder stiger. Det stiller store krav til Eltel. De bør bl.a. undersøge deres underleverandørers overholdelse af CSR. De skal holde øje med arbejdsbetingelserne på de markeder, hvor de har projektleverancer eller, hvor deres produkter fremstilles.

Den svenske regning har gjort en stor indsats for at få indført CSR i alle virksomheder i Sverige, og de har en målsætning om, at implementering af CSR vil styrke konkurrenceevnen

³³ Analyse fra Dansk Industri 2014, ”Afrika under forvandling”

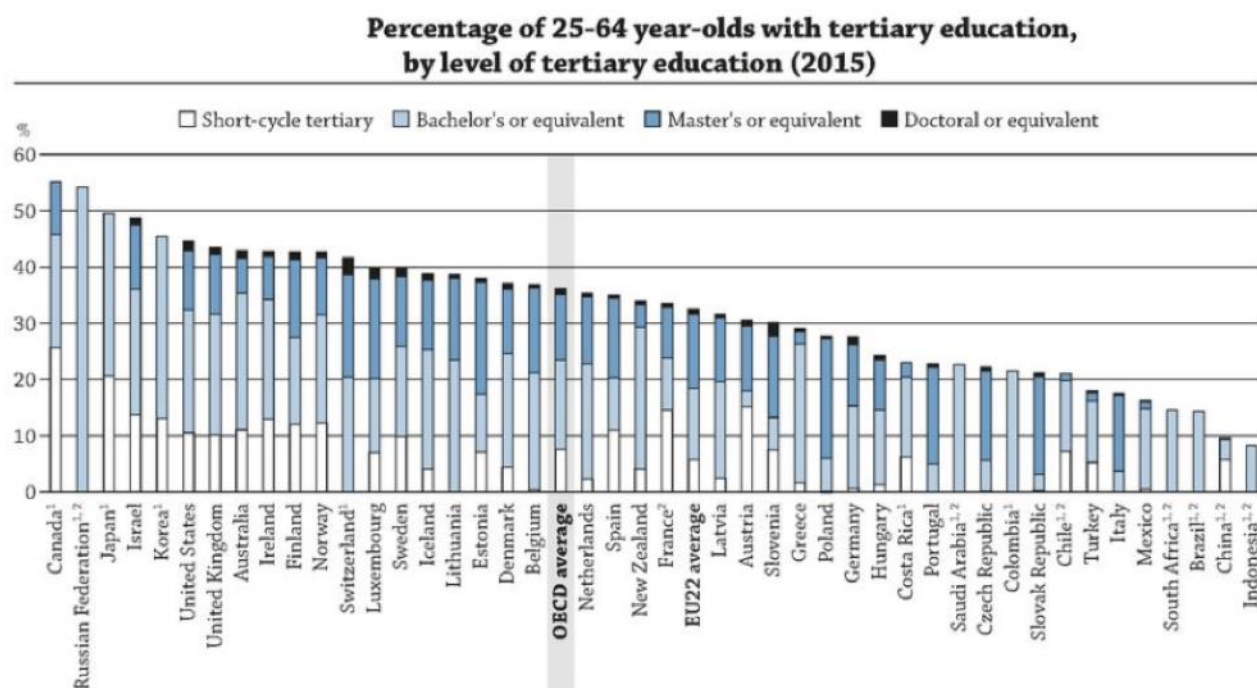
og skabe flere jobs. CSR er i Sverige en del af deres moderne industripolitik. Virksomhedernes CSR anstrengelser forventes at indeholde følgende tre steps:

- Politik: Etablering af kerneværdier som et udgangspunkt for bæredygtig indsats, med en code of conduct, der omfatter respekt for de internationale CSR retningslinjer.
- Procedure: Identificering og overvågning af risiciene, og mulighederne for CSR forbedringer i organisation, herunder udførelse af en konsekvensanalyse (due diligence).
- Rapportering: At være transparent og rapportere om risici og indvirkningen på samfundet, både positivt og negativt, samt skabe retningslinjer for interne whistleblower-ordning.³⁴

Der er umiddelbart mange forhold der skal tages hensyn til, og det koster mange penge for virksomhederne, når de fx skal undersøge deres underleverandører eller andre led i værdikæden. Det må alt andet lige forventes, at fokus på CSR ikke bliver mindre i fremtiden. Eltel er placeret på Nasdaq Stockholm Midcap, hvorfor det må forventes, at bevågenheden med deres sociale ansvarlighed ikke er lige så intensiv som hvis de var placeret i Largecap.

For at være førende virksomhed i branchen er det vigtigt at virksomheden er i stand til at tiltrække arbejdskraft. Det er samtidig vigtigt, at unge vælger højere videregående uddannelser tilpasset til niveauet og manglen af uddannelse i samfundet. OECD offentliggør årligt en rapport, der indeholder en række indikatorer vedrørende uddannelse i OECD-landene.

³⁴ The Swedish Government policy for corporate social responsibility, May 2016



Figur 7 - PROCENTVIS ANDEL AF 25-64-ÅRIGE MED EN VIDEREGÅENDE UDDANNELSE³⁵

I de markedsområder hvor Eltel er til stede, viser figuren, at Skandinavien og Baltikum ligger over gennemsnittet for andelen af befolkningen i mellem 25-64 år, som har gennemført en videregående uddannelse på et niveau højere end bachelorgrad. Polen halter efter sammen med Tyskland. Eftersom Eltel har valgt, at anvende deres medarbejdere på tværs af landegrænserne stille det store krav til, at de forsat kan rekruttere medarbejder med et højt niveau. Falder uddannelsesniveaet kan det få direkte konsekvenser på udførelsen af produktionen og projektleverancer under Eltels tre forretningssegmenter.

7.1.4 Technological conditions

Branchen er, som tidligere omtalt, præget af en hurtigt teknologisk udvikling, der stiller krav til virksomhederne, hvis de vil opretholde eller styrke deres position i markedet.

Energisektoren er inde i en rivende udvikling. Udviklingen omhandler bl.a. hvordan man udvikler og producerer vedvarende energi og hvordan man nedbringer udledningen af Co2. Samtidig er der som tidligere nævnt er der stort fokus på, at industrier og husholdninger skal være mere bevidste omkring deres energiforbrug og ændringen fra konventionel energi til vedvarende energi. Verdensbefolkningen stiger til 7,7 mia. i 2020 (Danmarks Statistik). Det medfører automatisk en stigning i energiforbruget. Derfor er det vigtig, at teknologien til energieffektive produkter forsat udvikles.

³⁵ Education at a Glance 2016 – OECD

Der skal konstant findes på innovative og smartere løsninger i branchen. Vejrforholdene er en parameter, hvor udvikling af teknologien har taget en drejning. Siden 2012 har der jf. Eltel Annual Review 2012 været en større efterspørgsel på underjordisk kabling, grundet vi har set flere storme og voldsomme vejrforhold, der har ødelagt kabelnet over jorden. I og med at den globale opvarmning fortsat truer vores verden og som følge heraf kan medføre ekstreme vejrhold i fremtiden, vil det være et punkt hvor teknologien skal udvikles, og hvor det er vigtigt, at Eltel fortsat kan levere de produkter som der efterspørges hos kunden.

I takt med teknologiens udvikling bevæger befolkningen i Nordeuropa sig langsomt imod et digitalt samfund. Breve er blevet til e-mails, fastnets telefoni er blevet til mobiltelefoni og vi anvender i højere grad de sociale medier. Afhængigheden af sociale medier og smartphones bliver kontant større samtidig med, at efterspørgslen efter streaming tjenester og HD-TV er stigende, har det øget fokuset hos udbyderen af tv og internet. Det stiller krav til netværksforbindelsen, herunder fibernet. Forbrugeren kræver hurtigere hastigheder på netværket. Som nævnt i afsnit 7.1.1 har Europa kommissionen fremsat en handlingsplan som skal sikre 5G-netværk i 2020. Det kræver, at teknologien for netværksforbindelserne udvikles til den høje kapacitet 5G-netværk vil kræve. Teknologiens udvikling gør, at efterspørgslen efter kobber falder som følge af, at netværket bliver trådløst. Det betyder, at efterspørgslen efter Eltels field services vil blive mindre, og det kan påvirke dem negativt. Eltel skal være i stand til, at omstille sig hurtigt og effektive som følge af den teknologiske udvikling og efter kundernes efterspørgsel.

7.2 Porters Five Forces

I tråd med min analyse vil jeg nu bevæge mig ind på markedet for, at afdække forholdene i branchen. I Porters Five Forces er der fokus på konkurrenceintensiteten i branchen. For at jeg kan lave en vurdering af, om Eltel vil være et godt opkøb, set fra en kapitalfonds synspunkt, er det væsentligt at have kendskab til den branche virksomheden befinder sig i. I følgende afsnit vil jeg undersøge, hvordan og hvor attraktiv branchen er at operere i. Senere i opgaven anvendes dette i sammenhæng med eksterne faktorer for at vurdere Eltels økonomiske fremtid.



Figur 8 - PORTERS FIVE FORCES

7.2.1 Rivalry amongst existing competitors

I infranet branchen, er der på det samlede nordiske marked et oligopol med få store udbydere herunder Eltel, Bravida og Caverion. Koncentrationen af virksomheder er derfor ikke stor når vi ser på den samlede branche. Eltels konkurrenter er lokale aktører og størstedelen er kun til stede på det nordiske marked og få andre, herunder Baltikum, Tyskland og Storbritannien. Ser vi på konkurrencen for de enkelte segmenter vil det give et bedre overblik. På Power segmentet er der både lokale og internationale aktører, som servicerer TSO (Transmission System Operators). Distributionen af el er mere lokal. Eltel er den største regionale aktør på deres core-markeder herunder Sverige, Norge, Finland og Danmark. I Communication segmentet er der hård konkurrence. Eltel har førende position i Sverige, Finland og Danmark. De har ligeledes en fornuftig position i Norge. Markedet i Storbritannien og Tyskland er fragmenteret. Det kan give en udfordring med at opbygge en god markedsposition på de markeder. I Transport & Security segmentet er der konkurrenter som udbyder en samlet service herunder fx Banedanmark, BB Rail Sverige, Norsk Jernbanedrift m.fl. Eltel har fine markedspositioner på tværs af Norden (Eltel Prospekt IPO). Qua at det endnu ikke er udbredt, at outsource tekniske funktioner, så vurderer jeg ikke, at Eltel har mulighed for at udvide markedsandelen inden for dette område.

Økonomiske og politiske forhold har stor betydning for konkurrencen virksomhederne imellem. Et fald i nye investeringer i infrastrukturen og et fald i efterspørgsel efter Eltels service vil betyde, at såfremt virksomhedernes salg og markedsandele stiger, skabes

stigningen på bekostning af konkurrenterne, hvorfor en priskrig må være forventelig samt høj kvalitet af ydelserne vil være en konkurrenceparameter. Eltels vækstmål på 10 pct. årligt ved henholdsvis 5 pct. i organisk vækst og 5 pct. ved M&A (Årsrapport 2015), kan blive udfordret som følge af øget konkurrence.

Konkurrencen er præget af teknologisk udvikling og optimale processer. Det udgør derfor en stor konkurrenceparameter i branchen. For de virksomheder hvor det lykkedes at være hurtigst med nye teknologier, har optimale processer og formår at omstille sig efter kundernes behov, vil være i stand til at afsætte flere ressourcer til udvikling, markedsføring og dermed opnå vækst i omsætningen. Konkurrenterne kan samtidig foretage strategiske opkøb eller etablere et samarbejde med hinanden eller en tredje part. Eltel har foretaget utallige opkøb siden 2001 og de har samtidig indgået i samarbejde med flere aktører på de nordiske markeder for, at øge deres markedsposition.

Samlet set vurderes konkurrencesituationen fra bl.a. eksisterende virksomheder i branchen til at være moderat. Communication segmentet vil være det segment hvor Eltel vil mærke en hårdest konkurrence, herunder prispres og ringe lønsomhed. Virksomhedens image og kvaliteten af ydelserne har stor betydning for kunden. Det medfører øgede omkostninger til bl.a. udvikling, optimering af interne processer og udvikling af medarbejdere.

7.2.2 Bargaining power of suppliers

Virksomhederne i branchen køber deres materialer ved forskellige leverandører. Produkterne bliver købt som færdige fabrikater hos producenterne. Som nævnt i afsnit 6 leveres produkterne som kunden skal bruge i projektet som oftest af kunden selv. De materialer Eltel anvender, udgør materiale til opgradering af fx fibernetværk, vedligeholdelse af jernbaner og teknisk service. Det er standardiserede varer, og det må derfor forventes, at der er let for Eltel at vælge imellem udbydere. Der er krav til funktionaliteten og tekniske kunnen i produktet, for at Eltel kan opretholde et godt image. Det må alt andet lige forventes, at leverandørerne ikke har nogen betydningsfuld forhandlings-styrke.

Administrationsomkostninger herunder lønomkostninger udgør for branchen en stor andel af deres samlede omkostninger grundet, at de er i servicebranchen og dermed har en tung lønomkostning til medarbejderne. Medarbejderne skal være kvalificerede og have et højt niveau. Der kan komme en udfordring hvis uddannelsesniveaue falder eller hvis

arbejdskraften søger andre steder hen. Det giver de enkelte medarbejdere, der besidder særlige kvalifikationer, en stærk forhandlingsposition, hvis der opstår mangel på arbejdskraft.

Samlet set, vurderer jeg, at Eltel's leverandører ikke har nogen særlig stærk forhandlingsstyrke. Medarbejdernes forhandlingsstyrke kan påvirke branchen og der kan opstå en hård konkurrence virksomhederne imellem. Eltel kan imødekomme truslen ved at sørge for at være en attraktiv arbejdsplads. Som tidligere nævnt vurderer jeg, at Eltel kan styrke deres position på markedet ved at lave en større vertikal integration i værdikæden ved at opkøb af en producent af fx intelligente elmålere.

7.2.3 Threat of new intrants

Da branchen er niche præget kræver det stor erfaring og know-how for nye indtrængere at komme ind på markedet. Desuden kræver det et veletableret brand og loyale kunder for at kunne konkurrere på markedet, da branchen er karakteriseret ved at udbyderne indgår længerevarende og store kontakter med deres kunder, der fra tid til anden skal genforhandles eller fornyes. Det kræver, at virksomhederne formår, at skabe en god kundebase. Konkurrence blandt udbyderne på markedet er skarp og der efterspørges god service og god kvalitet. Tendensen på markedet er i øjeblikket, at kunderne konsoliderer deres leverandører – one-stop shopping (Prospekt Eltel IPO). Det har den betydning at kunden favoriserer større og veletablerede virksomheder i Europa. Det udgør en adgangsbarriere for nye konkurrenter. Det kan skræmme dem fra at starte op på et marked hvor udbyderne er veletablerede og har loyale kunder.

7.2.4 Bargaining power of buyers

Infranet branchen er niche præget samtidig med, at der er få udbydere, hvilket kan vanskeliggøre kundens forhandlingsstyrke, da substituerende ydelser eller produkter ikke er en mulighed. Det kan samtidig være en fordel for kunden, da kunden er yderst attraktiv for virksomhederne i branchen grundet færre afsætningsmuligheder i et marked som er specialiseret. Virksomhederne er afhængige af, at indgå kontakter med kunderne for at opretholde vækst i indtjeningen. Eltel havde et eksempel i 2009-2010 hvor en af deres største telekommunikations kunder i Sverige aflyste planlagte investeringer i infrastrukturen. Det havde direkte påvirkning på koncernens omsætning, det medførte reduktion i arbejdskraften og omkostningerne (Prospekt Eltel IPO).

Som tidligere nævnt befinder Eltel sig på et marked med oligopol, hvor de er blandt de største aktører. De har et godt image, og har derfor loyale kunder, de kan afsætte deres ydelser til, hvorimod kunden kun har få at outsource til eller forhandle med. Eltel er afhængig af få store kunder. I 2013 udgjorde Eltel tre største kunder 29 pct. af nettoomsætningen.

7.2.5 Threat of substitute products or services

Truslen fra substitutter eller andre services vurderes til, at være overkommelig. Da branchen er kendetegnet ved, at virksomhederne outsourcer en del af deres forretning til fx Eltel, kan kunden vælge, at integrere den del af forretningen igen, og dermed selv stå for det behov som Eltel kan dække. Det er nødvendigvis ikke det mest optimale for kunden. Eltel dækker et stort område indenfor service og deres produkt er ofte komplekst. Eltel kan ved outsourcing udgøre en større del af kundens non-core business i værdikæde. De tilbyder en samlet løsning til kunden.

Andre substituerende services kan udbydes af virksomheder, som udbyder ydelser inden for it-service, telekommunikation og rådgivning. Porters Five Forces opsamles i en delkonklusion efter SWOT-analysen.

7.3 SWOT-analyse

For at give det samlede overblik over den strategiske analyse, samt at få overblikket over Eltels styrker, svagheder, trusler og muligheder for fremtiden, samles den strategiske analyse op i en SWOT-analyse.

7.3.1 Strength

En af Eltels store styrker er, at de har gode markedspositioner i Norden i alle deres segmenter og deres kunder er loyale. Det har den betydning at de står stærkere overfor eventuelle konkurrenter. Loyale kunder har nemmere ved tage købsbeslutninger end det modsatte. De kan samtidig påvirke Eltels positive image. Loyale og fast kundeforhold sikre samtidig, at Eltel kan levere et stabilt cash flow fremadrettet. De har gjort det til deres vision at være den ledende udbyder indenfor infranet på de markeder, hvor de er til stede. Det er en enorm styrke at Eltel tilbyder en samlet service til kunderne. De tilbyder, at stå for fx opsætning af funktionerne, men også den efterfølgende service og vedligeholdelse af produktet. Eltels medarbejdere har et godt kendskab til branchen og er kompetente. Det er en styrke, at de har været repræsenteret på markedet siden årtusindskiftet.

Eltel har i hele sin levetid vist, at de er gode til at opkøbe virksomheder og integrere virksomhederne i organisationen. Det er en styrke, at de har en god track record på

implementering af antallet af virksomhedsopkøb, der er foretaget. Hvis de kan fortsætte udviklingen, kan det give dem en konkurrence fordel.

7.3.2 Weakness

Eltels kundekonzentration udgør en risikofaktor for virksomheden. Få kunder står for ca. en tredjedel af nettoomsætningen. Det udgør en stor andel af grundlaget for Eltels eksistens. Det gør dem meget sårbar overfor at miste kunder til konkurrenterne. Hvis de mister kunder vil det påvirke deres cash flow negativt. Det kan samtidig gøre investorerne usikre på virksomhedens performance fremadrettet.

De tidligere beskrevet interne fejl, der er begået i projekter i hhv. Norge og Afrika udgør i øjeblikket en svaghed for Eltel og det har svækket deres image. Der kan opstå tvivl for, om det kan have betydning for Eltels ordreindgang i fremtiden og dermed deres målsætning om organisk vækst på 5 pct. p.a. Det kan samtidig påvirke investorenes velvillighed til at investere i Eltel, såfremt Eltel ikke formår at forsikre investorerne om, at de får sikkerhed for, at Eltel optimerer processerne og interne fejl minimeres. Vi vil formentlig heller ikke se, at Eltel vil fortsætte deres opkøbslyst og dermed opnå 5 pct. i vækst via opkøb.

Eltel bruger mange underleverandører til deres projektleverancer, opgradering og vedligeholdelses-rammeaftaler. At anvende forskellige og mange underleverandører kan være omkostningsfyldt. Eltel er afhængige af, at underleverandørerne leverer kvalitet, er stabile og konkurrencedygtige. Samtidig skal de overholde CSR, da kritisable CSR-forhold kan påvirke Eltels omtale negativt. Der skal bruges mange ressourcer på at sikre underleverandørernes etik og standarder.

7.3.3 Opportunitys

Eltel har mange muligheder for at vokse yderligere. Som tidligere nævnt er branchen generelt afhængig af politiske beslutninger. Der er store muligheder for yderligere outsourcing på jernbane markedet, da det på nuværende tidspunkt ikke er udbredt, at funktionerne outsources. Udover bestående muligheder for outsourcing af statslige funktioner, har Eltel mulighed for at øge deres markedsposition på det tyske og engelske marked. Markederne er fragmenterede og der kræves en større indsats for at øge markedspositionen. Eltel kan fortsætte deres strategi og opkøbe konkurrenter eller indgå i joint ventures for at øge markedspositionen.

Mulighederne for vækst i power segmentet på det afrikanske marked forekommer store. Som tidligere nævnt i afsnit 6.1 er Afrika inde i en rivende udvikling. Udenlandske investorer ønsker, at investere i vedvarende energi, og deri ligger en kæmpe mulighed for Eltel, for at udvide deres markedsposition. Den politiske tilgang til tingene er anderledes end vi kender det fra vestlige forhold, og derfor kan der også i fremtiden opstå problemer med projekter som vi har set det i 2016. Eltel bør overveje, om det kræver særlig ekspertise at være til stede på det afrikanske marked. Der er samtidig gode muligheder for, at Eltel kan vinde kontrakter vedr. opgradering af el-nettet i hele Europa. Generelt er hele omstillingen fra konventionel energi til vedvarende energi positivt og giver muligheder for Eltel.

7.3.4 Treats

Eltel er særdeles eksponeret overfor politiske beslutninger. Indtjeningen vil blive påvirket, hvis der indtræder en situation med manglende investeringer i infrastrukturen og faldende deregulering fra staten, da efterspørgslen med al sandsynlighed vil falde. Et fald af investeringer i infrastrukturen kan betyde, at der kan komme en priskrig i branchen, da der alt andet lige vil betyde færre kontrakter for virksomhederne at kæmpe om.

Teknologien udgør en stor trussel for Eltel. Teknologien udvikles med lynets hast i øjeblikket og det er gældende for alle tre forretningssegmenter. Hvis ikke Eltel er i stand til, at udvikle teknologien og være førende på markedet vil deres målsætning om, at være førende på markedet smuldre. Branchen er præget af teknologisk udvikling og dermed er det et stort konkurrenceparameter for virksomhederne i branchen.

Tiltrækning af arbejdskraft kan blive en udfordring i fremtiden. Eltel har dygtige medarbejdere ansat under alle tre forretningssegmenter. Det kan blive en konkurrenceparameter i branchen, hvis ikke der uddannes folk indenfor branchen eller kvaliteten i arbejdsindsatsen falder. Kvalitet er højt på ønskesedlen hos kunderne og udgør sammen med prisen på produktet/ydelsen et konkurrenceparameter.

7.4 Delkonklusion af den strategiske analyse

Eltel er en virksomhed, der har et solidt fundament. De er til stede i hele Norden og har udvidet markedsområderne til Tyskland og Storbritannien. De har haft udfordringer med deres interne processer, som har kostet dem en stor nedskrivning af goodwill, ændringer i deres covenants hos bankerne og et skår i deres omdømme i 2016. Det betyder også, at vi formentlig ikke kommer til at se flere virksomhedsopkøb i den nærmeste fremtid, men en optimering af operationelle forhold.

Branchen er underlagt mange restriktioner, og virksomhederne er afhængig af økonomiske og politiske beslutninger. Eltel vil blive påvirket i perioder med lavkonjunkturer grundet stramme offentlige budgetter, der (som tidligere beskrevet) ofte går ud over investeringer i infrastrukturen. På nuværende tidspunkt er der vedtaget tiltag i Europa til forbedring af el-nettet, fibernetværket samt lovgivning omkring gennemsigtighed på el-markedet, for forbrugeren. Det udgør alt sammen muligheder for nye ordre for Eltel.

Der hersker ingen tvivl om, at væksten i Eltel hovedsagelig skal komme fra power segmentet. Det er her jeg vurderer, at der størst vækstmuligheder som følge af politiske tiltag vedrørende vedvarende energi, og generelle ændringer af energiindustrien.

Eltel kan blive udfordret på konkurrence fra andre udbydere. Det kan både være i form, af konkurrence på pris, kvalitet, den teknologiske udvikling og arbejdskraft. Eltel kan vende det til deres fordel ved at være en attraktiv virksomhed, der investerer i at være førende på markedet og i deres medarbejdere.

8. Finansiell analyse

Til at vurdere, om Eltel er et interessant køb, og til hvilken pris den bør handles til, vil jeg nu udarbejde den finansielle analyse. Analysen har til formål, at afklare Eltels finansielle position samt fremtidige cash flows. Min finansielle analyse vil munde ud i hvad Eltel bør koste, og om virksomheden er interessant for en kapitalfond. Jeg vil starte ud med at lave rentabilitetsanalyse, som giver et indblik i Eltels historiske økonomiske udvikling.

Der henvises til bilag nr. 2 og bilag nr. 3 for reformulerede resultatopgørelse og balance.

8.1 Nøgletalsanalyse

	2016	2015	2014	2013	2012
ROE	21.34%	11.95%	-2.45%	4.84%	5.66%
ROE= ROIC+(spread*fgear)	21.34%	11.95%	-2.45%	4.84%	5.66%
ROIC	-8.56%	6.25%	1.02%	3.42%	3.69%
Profit margin	-5.36%	4.24%	0.68%	2.50%	2.70%
ATO	1.60	1.47	1.51	1.37	1.37
ROIC = OG*AOH	-8.56%	6.25%	1.02%	3.42%	3.69%
Fgear	1.21	1.42	2.16	2.20	2.26
r	2.05%	2.24%	2.63%	2.77%	2.82%
Spread (ROIC-r)	10.61%	4.00%	-1.61%	0.65%	0.87%
NIBD (Mill. EUR)	512.00	445.77	555.71	569.74	583.45
EBITDA margin	-0.04%	4.73%	1.70%	4.66%	4.24%

Tabel 3 – RENTABILITETSANALYSE

KILDE: EGEN TILVIRKNING

8.1.1 Return on invested capital

Ser vi på udviklingen i ROIC (return on invested capital) fra 2012 til 2015, kan vi se en stigning fra 3,69 pct. til 6,25 pct. Dette er en stigning på 2,56 procentpoint, hvilket i sagens natur er en positiv udvikling. ROIC har over perioden været svingende. Det skyldes, at NOPAT (net operating profit after tax) har været svingende i perioden. I 2014 er administrative omkostninger ca. 38 pct. højere end årene forinden samtidig med, at anden total indkomst udgør en omkostning der er exceptionelt høj sammenlignet med de andre år i perioden.

Anden totalindkomst er for 2014 på minus 17,6 Mill. EUR. Det skylder bl.a. at de har revalueret de fastlagte pensionsplaner (defined benefit plans) til medarbejderne samt tab på valutakursdifferencer. I 2015 når ROIC det højeste niveau for perioden. Det skyldes, at Eltel har anvendt udskudt skatteaktiver for 17,8 Mill. EUR, som giver en proportionel høj NOPAT og hermed højere ROIC. Det kan ikke forventes i fremtiden.

Indtjeningen er støt stigende for hele perioden og stiger i alt med 21,8 pct. fra 2012 til 2016. Omkostningerne stiger tilsvarende i forhold til indtjeningen bortset fra i 2016, her stiger omkostninger med 17,4 pct. i forhold til 2015. Stigningen i omkostninger sker pga. de tidligere omtalte udfordringer med interne processer og projekter der har udviklet sig på en uheldig måde. Som følge af udfordringerne bliver ROIC for 2016, -8,56 pct. Det skyldes hovedsagligt, at Eltel har nedskrevet immaterielle aktiver for 69,4 Mill. EUR svarende til lige godt og vel en stigning i afskrivninger på 400 pct. i forhold til året forinden. Af nedskrivning

på 69,4 Mill. EUR udgør nedskrivning af goodwill for power transmission forretningen 55 Mill. EUR.

I årsrapporten for 2016 udgør kerneforretningen 83 pct. af omsætningen. De sidste 17 pct. af omsætningen kommer fra ikke profitable forretningsområder. Ikke profitable forretninger er jf. Eltel el-transmissions forretning i Afrika, jernbane området og el distribution i Baltikum. Det er områder, som Eltel overvejer, at sælge fra for at fokusere på kerneforretningen.

8.1.2 Profit Margin

Profit Margin har udviklet sig gunstigt for Eltel i perioden fra 2012 og frem til 2015, dog med udsving. Fra 2012 til 2013 lå profit margin på et stabilt niveau derefter faldt den i 2014 ned til 0,68 pct. svarende til et fald på 1,82 procentpoint. Det skyldes som tidligere nævnt markant fald i NOPAT for 2014 grundet administrative omkostninger og anden totalindkomst. I 2015 ligger profit margin på 4,24 pct. Her oplever vi stigningen i NOPAT som følge af anvendt udskudt skatteaktiv som påvirker profit margin yderst positivt. I 2016 falder profit margin drastisk til -5,36 pct. som følge af udfordringer med interne processer og projekter der, påvirker omkostninger og nedskrivning af goodwill negativt.

8.1.3 Invested Capital

Retter vi vores fokus mod invested capital for Eltel, så er det tydeligt at se gældende for alle årene i perioden 2012 til 2016, at immaterielle langfristede driftsaktiver herunder goodwill og kunderelationer/varemærker udgør min. 50 pct. af den samlede investerede kapital på balancen for perioden 2012 til 2016. Årsagen hertil skal findes i de mere end 50 opkøb som Eltel har foretaget siden 2001. Immaterielle langfristede driftsaktiver udgør langt over 100 pct. af egenkapitalen. Det hænger sammen med Eltels forretningsmodel, der som tidligere nævnt består af opkøb og organisk vækst. Invested capital er nogenlunde stabil over perioden.

Som konsekvens af de interne udfordringer i Eltel i 2016, så forventer jeg ikke, som tidligere nævnt, at vi kommer til at se opkøb af virksomheder i den nærmeste fremtid, hvorfor immaterielle langfristede driftsaktiver for den næste periode alt andet lige bør være stabil eller faldende. Når goodwill udgør over 50 pct. af den samlede investerede kapital på balancen stiller det krav til ledelse. De opkøbte selskaber skal levere varen for at goodwill ikke skal nedskrives ekstraordinært.

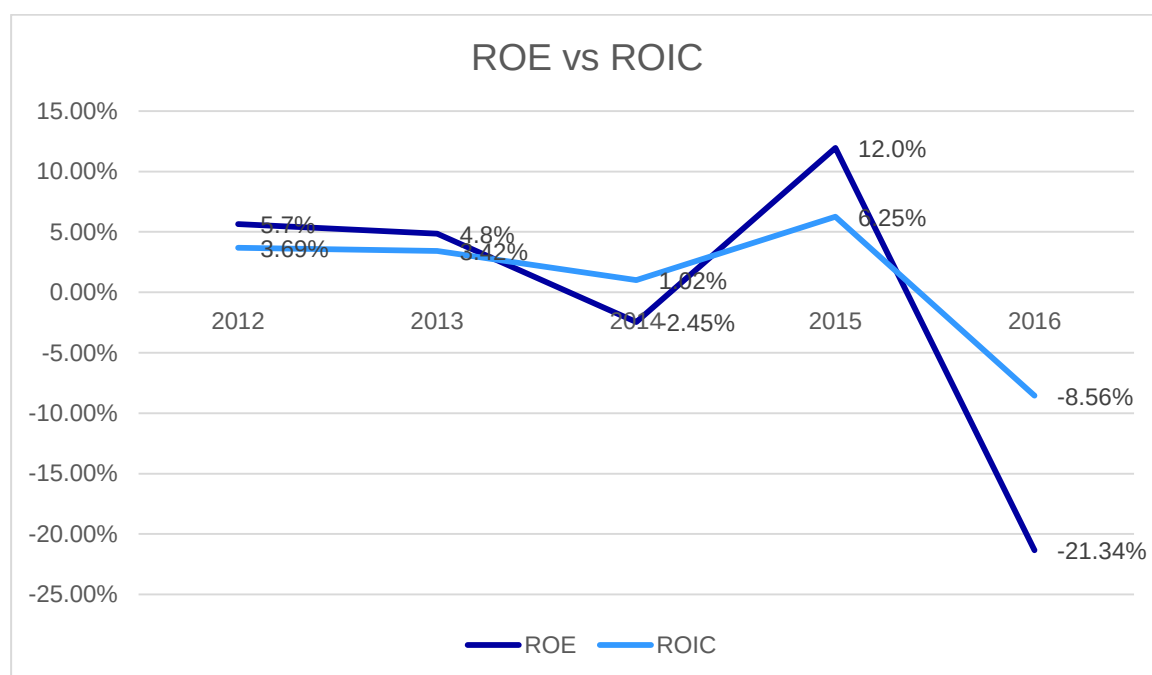
8.1.4 Assets turnover ratio

Aktivernes omsætningshastighed (AOH) har for perioden ligget på et stabilt niveau. Den svinger imellem 1,37 til 1,6. Samlet set for perioden er tallet forbedret. Der forekommer ingen klar tendens til udviklingen i denne. Udsvingene kan forklares med at hhv. at omsætningen og den investerede kapital har udviklet sig forskelligt fra år til år. Jeg vurderer, at aktivernes omsætningshastighed ligger på et fornuftigt niveau. Udviklingen i AOH er ligeledes acceptabelt. Eltel har formået af tilpasse virksomhedens investerede kapital i forhold til ændringerne i omsætningen.

8.1.5 Net Interest Bearing Debt

Net interest bearing debt udvikler sig fornuftigt for perioden 2012 til 2015. Eltel afvikler 137,67 Mill. EUR svarende til en nedbringelse af gælden med 23,6 pct. Net interest bearing debt forøges igen i 2016 med 66,22 Mill. EUR, som følge af de tidligere omtalte interne udfordringer. Der er en fornuftig nedbringelses af gælden på trods af udfordringer i 2016. Det er positivt i forhold til en evt. overtagelse fra en kapitalfonds perspektiv, det kommer jeg nærmere ind på, når gearingen skal vurderes.

8.1.6 Return on Equity



Figur 9 - ROE vs ROIC

KILDE: EGEN TILVIRKNING

Når vi ser på udviklingen i return on equity, har denne udviklet sig nogenlunde fornuftigt. Årsagen hertil skal findes i, at return on equity ligger over return on invested capital i 2012,

2013 og 2015, hvilket betyder at Eltel skaber en værdiforøgelse via deres gæld. I 2014 er ROE negativ grundet at profit after tax bliver negativ for året pga. negative valutakursdifferencer samt revaluering af fastlagte pensionsopsparinger. I 2015 er ROE yderst negativ og falder til -21,34 pct. Det skyldes de tidligere omtalte udfordringer, som har resulteret i en stor nedskrivning af goodwill. Som tidligere nævnt så kræver det, at ledelsen formår at få de opkøbte selskaber til at levere, for at vi ikke ser større nedskrivninger i fremtiden.

8.1.7 Gearing

Gearing har for hele perioden fra 2012 til 2016 været faldende. Det er en positiv udvikling. Hvis vi kigger på 2012, her ligger gearing på 2,26. Det betyder, at for hver 1 krone egenkapital der investeres lånes der 2,26. Gearing falder frem til 2016, hvor gearingen er 1,21. Eltel har på trods af udfordringer i 2016, stadig været i stand til at reducere gearingen, som medfører en reduceret risikoen for default. Den finansielle gearing skaber ingen værdi for aktionærerne i årene 2014 og 2016, hvor lånerenten på den rentebærende gæld overstiger return on invested capital.

Eltel historiske finansielle udvikling har været svingende i perioden. De finansielle nøgletal har endnu ikke fundet et stabilt niveau siden børsnoteringen i 2015. Virksomheden er indenfor de sidste fem år løbet ind i flere engangsposter herunder valutakursdifferencer, store administrative omkostninger og nedskrivning af goodwill, som udfordrer nøgletallene negativt. Det er dog positivt, at på trods af flere forskellige udfordringer, har Eltel været i stand til at reducere gælden samtidig med at aktiekursen alt i alt er steget over perioden, hvilket har resulteret i en lavere gearing som minimerer risikoen for fremtidige misligholdelser.

En høj gearing er ikke positivt for en kapitalfond, som ønsker at optimere skatteskjoldet. Fremmedfinansiering og optimering heraf vil blive gennemgået i afsnit 13.

9. Budgettering

Rentabilitetsanalysen og den strategiske analyse vil nu danne grundlag for min budgettering af den fremtidige økonomiske udvikling i Eltel. I min budgettering arbejder jeg med en budgetperiode på 10 år grundet, at Eltel befinder sig på et marked, som er under

konsolidering. Samtidig skal det ses i en sammenhæng med, at jeg ikke vurderer, at Eltel har nogen nævneværdig virksomhedsspecifik konkurrencemæssige fordel på lang sigt, selvom Eltel har en gunstig position på markedet i dag. For at Eltel på langt sigt kan konkurrere på markedet, vil de være nødsaget til fortsætte deres strategi med opkøb af virksomheder eller ved at konsolidere sig med virksomheder på værdikæden eksempelvis ved opkøb af underleverandører. Jeg har ud fra den strategiske analyse og regnskabsanalyse vurderet, at de vigtigste værdidriver er omsætning, overskudsgraden og aktiverne omsætningshastighed.

9.1 Vækst i omsætning

Den gennemsnitslige historiske vækst har for perioden 2012-2016 været 5,17 pct. Grundet udfordringer med interne processer og projekter vurderer jeg ikke, at Eltel har mulighed for at opretholde deres målsætning om 5 pct. organisk vækst og 5 pct. vækst igennem opkøb i budgetteringsperioden. Jeg budgetterer med, at væksten til og med 2020 skal stige fra 3 pct. til 7 pct. Væksten på 7 pct. vurderer jeg, at Eltel kan opretholde frem til 2022 hvorefter væksten falder fra 6,5 pct. til 1,5 pct. i terminalværdiperioden. Jeg vurderer, at det er realistisk, at Eltel fortsætter deres strategi med vækst igennem opkøb fra 2020, dog vurderer jeg ikke, at Eltel kommer til at være lige så aggressive med opkøb som vi har set siden 2001. Jeg er bekendt med, at det jf. Koller³⁶ ikke anbefales, at budgettere med acquisitions med det argument, at det er dokumenteret, at opkøb ofte fejler med at skabe værdi i virksomhederne. Eltel har indtil videre bevist det modsatte. Eltel påvirkes af konjunktursvingninger, og det forventes, at lavkonjunktur vil indtræffe på et tidspunkt i budgetteringsperioden.

Mine argumenter for, at vækst i omsætningen ligger lidt højere end væksten i industrien på 4,6 pct. i Europa, er at Eltel har en gunstig position på markedet samtidig med at investeringer i infrastruktur er stigende specielt i power segmentet. Eltel skal vokse igennem organisk vækst via deres loyale kunder, kundebase og et godt brand. I og med, at Eltel er en af de 3 store aktører på det nordiske marked, giver det dem muligheden for at lave de nødvendige tiltag for at skabe den langsigtede vækst. Jf. den strategiske analyse vurderer jeg, at Eltel også vil have muligheden for at styrke deres markedspositioner i det tyske marked og i Storbritannien. Det kan ske gennem joint ventures eller opkøb af konkurrenter.

9.2 Overskudsgrad

Kapacitetsomkostninger udgør en stor del af omkostningerne i resultatopgørelsen herunder administrative omkostninger og afskrivninger. Eltel arbejder med, at være

³⁶ "Valuation", Koller et al. 2015 s. 246

omkostningseffektive og ønsker, at være konkurrencedygtige. Jeg vurderer, at Eltel vil være i stand til at effektivisere de faste omkostninger yderligere således at overskudsgraden kan være konstant på 5 pct. i budgetteringsperioden. Salgsomkostningerne følger omsætningen og derfor vurderer jeg ikke, at det vil have en bemærkelsesværdig indflydelse på overskudsgraden.

9.3 Aktivernes omsætningshastighed

Det skønnes, at Eltel kan holde samme niveau i aktivernes omsætningshastighed på 1,6. Jeg vurderer ikke, at der vil være procentuelle ændringer i arbejdskapitalen eller anlægskapitalen. Eltel er som tidligere nævnt afhængige af deres underleverandører og de forventer, at det vil intensiveres i fremtiden. Jeg forventer ikke, at de kan forbedre arbejdskapitalen herunder forbedring af fx kredittider hos leverandørerne grundet deres afhængighed.

9.4 Investeringer

Den investerede kapital vil i hele budgetteringsperioden være stigende grundet væksten i omsætningen. Hermed tilpasses kapaciteten til den øgede omsætning. Såfremt Eltel fortsætter med deres opkøbsstrategi vil det kræve yderligere investering. Det har jeg valgt, ikke at budgettere med.

9.5 Skattesats

Eltel er skattepligtig i Sverige. De har historisk kun betalt skat i 2016 og 2013, årsagen hertil skal findes i, at de har haft udskudt skat, hvorfor deres effektive skattesats ikke kan beregnes for perioden. Sverige har i 2012 nedsat deres skatteprocent fra 26 pct. til den nuværende 22 pct.³⁷ Der er ikke vedtaget ny skattenedsættelse for virksomhedsskat, hvorfor 22 pct. ligger til grund for min fremtidige værdiansættelse af Eltel.

9.6 Cash flow

Cash flowene i budgetteringsperioden er svingende. Det skyldes, at Eltel er ikke budgetteres til at tilpasse aktivernes omsætningshastighed og dermed ikke tilpasser aktiverne til væksten i omsætningen. Cash flowet er positivt for hele perioden. Det placeres enten i finansielle aktiver eller udbetales til aktionærerne.

³⁷ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/240984/sverige_overrasker_med_selskabsskat_paa_22_pct.html

Administrative omkostninger udgør en stor andel af omkostningsstrukturen for Eltel og påvirker cash flowet og EBITDA-margin negativt. I årsregnskaberne viser Eltel ikke, hvor de administrative omkostninger er fordelt. Det må antages, at den skærpede konkurrence på markedet medfører, at Eltel ikke ønsker at oplyse forholdene herom. En del går til lønninger, men det resterende er uvist. For at få et bedre overblik over dette, kræver det der indgås en due diligence som en industriel køber eller kapitalfond først vil få adgang til når de indleder en købsproces. Jeg værdiansætter med en EBITDA-margin på 4,7 pct. som er retvisende ud fra et normaliseret regnskabsår.

10. Værdiansættelse

Nu er de finansielle værdidrivere fastlagt, og vi er nu kommet til den endelige værdiansættelse af Eltel. Til værdiansættelsen vil jeg anvende den relative metode, hvor jeg værdiansætter gennem multiple analyse og to indirekte absolutte analyser via DCF- og RIDO-modellen. Når vi sammenligner den relative- og indirekte metode, vil vi få et retvisende estimat af Eltels samlede enterprise value.

10.1 DCF-modellen

Den indirekte discounted cash flow model beregner hele virksomhedens værdi. Der tages udgangspunkt i det frie cash flow, der dækker ejer og kreditorer i budgetteringsperioden og terminalværdiperioden. Kapitalindskyderne i virksomheden får en andel af de pengestrømme, der skabes fra brugen af netto-driftsaktiverne. Det frie cash flow udregnes efter følgende formel³⁸:

$$FCF_t = NOPAT_t - (NDA_t - NDA_{t-1})$$

De fremtidige frie cash flow i budgetteringsperioden, tilbagediskonteres til i dag for at finde nutidsværdien af de fremtidige frie cash flows. De frie cash flow tilbagediskonteres via denne formel³⁹:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t}$$

³⁸ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Ole Sørensen, 4 udgave.

³⁹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Ole Sørensen, 4 udgave.

I perioden efter budgetteringsperioden kommer terminalværdiperioden. Terminalværdiperioden er mit bud på Eltels fremtidige værdiskabelse, som forventes at finde sted ud over budgetteringsperioden. Terminalværdiperioden beregnes ud fra følgende formel:

$$TV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_{t+1}}{(r_{wacc} - g) * (1 + r_{wacc})^t}$$

For at kunne beregne leddet r_{wacc} (Weighted average cost of capital) /de vægtede kapitalomkostninger anvender jeg følgende formel:

$$WACC = \frac{NIBD}{NIBD + MVE} * r_d * (1 - r) + \frac{MVE}{NIBD + MVE} * r_e$$

Enterprise value i DCF-modellen er summen af de frie cash flows i budgetperioden og terminalværdiperioden, tilbagediskonteret til nutidsværdier. Når cash flowene er tilbagediskonteret kan jeg ud fra min budgettering, se hvad jeg mener, værdien af Eltel bør være ud fra mine værdidrivere og den normaliserede vækst i terminalværdiperioden.

10.2 RIDO-modellen

RIDO-modellen er ligeledes en indirekte metode, der beregner hele virksomhedens værdi. Den er dog forskellig fra discounted cash flow modellen på flere områder, selvom den er konsistent med de andre værdiansættelsesmodeller. RIDO modellen tager udgangspunkt i nettodriftsaktivernes bogførte værdi ved værdiansættelsestidspunktet (NDA_0) og driftsoverskuddet. Herefter tillægges det tilbagediskonterede residualoverskud fra budget- og terminalværdiperioden.

Residualoverskuddet beregnes som den nuværende bogførte værdi af nettodriftsaktiverne, plus nutidsværdien af fremtidige residualoverskud. Formlen for RIDO ser således ud⁴⁰:

$$RIDO_t = DO_t + r_{wacc} NDA_{t-1}$$

RIDO-modellen indeholder sammenholdt med DCF-modellen også en budgetteringsperiode og terminalværdiperiode. Estimering af budgettet og normalvækst i terminalværdien har samme fremgangsmåde som DCF-modellen. Enterprise value findes ved følgende formel:

⁴⁰ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Ole Sørensen, 4 udgave.

$$V_0^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})} + \frac{RIDO_{t+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})}$$

Senere i opgaven vil jeg vurdere hvad det kan bidrage med, når jeg anvender begge værdiansættelsesmetoder til værdiansættelse af Eltel. Jeg vil nu behandle komponenterne som min beregning består af, og hvorledes jeg er kommet frem til WACC, beta m.fl.

10.3 Bestemmelse af ”Weighted Average Cost of Capital” – WACC

For at jeg kan bestemme WACC for Eltel, er det nødvendigt, at se på hvert element i formelen for WACC, og dermed beregne hvert element samt bagvedliggende tal. Dermed kan jeg beregne de samlede gennemsnitslige omkostninger til kapitalen i form af afkastkravet til egenkapitalen samt kapitalomkostningen på fremmedkapitalen.

Jeg vil nu gennemgå WACC, og give en indsigt i, hvilke kriterier jeg har valgt at beregne WACC ud fra og give en vurdering og analyse af delementerne i WACC, samt hvorledes jeg er kommet frem til de forskellige elementer.

10.3.1 Ejernes afkastkrav

Forudsætningen for at kunne estimere et afkastkrav til sin investering er at sammenligne investeringen med en risikofri investering og dermed vurdere, hvilken risikopræmie man vil kræve af aktivet. CAPM (Capital Asset Pricing Model) anvendes til at finde frem til afkastkravet på en investering. Modellen søger at beskrive forholdet imellem risikoen for aktivet og det forventede afkast. Risikoen måles ved at anvende beta. Beta beskriver hvor meget aktivet svinger i forhold til afkastet på markedsporteføljen. Hvis beta er under 1, så svinger aktivet mindre end afkastet på markedsporteføljen. Det vil i så fald være et defensivt aktiv. Et defensivt aktiv kan fx være aktier i medicinalektoren. De er ikke konjunkturfølsomme, da befolkningen forsat vil have behov for medicin på trods af fx lavkonjunktur. Hvis beta over 1, så svinger aktivet mere end afkastet på markedsporteføljen. Det vil i så fald være et cyklisk aktiv, der er mere konjunkturfølsomt. Det er typisk industri og byggesektoren. Det må alt andet lige antages, at Eltel skal have en beta der ligger over 1, da de befinder sig i bygge- og anlægsbranchen. Eltel udbyder produkter og ydelser, der vil blive nedprioriteret i perioder med lavkonjunktur, men til gengæld vil de opleve stor efterspørgselsstigning, når økonomien oplever fremgang. Beta for et aktiv beregnes ud fra kovarians mellem aktivet og markedsporteføljen delt med variansen på markedet (systematisk risiko).

Investor skal som minimum have et afkast svarende til den risikofrie rente, og dertil skal tillægges en risikopræmie ved at investere i markedsporteføljen multipliceret med beta for aktivet, der udtrykker følsomheden overfor den systematiske risiko. CAPM er beskrevet ud fra følgende formel:

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

CAPM bygger på følgende forudsætning:

- Der er fuldkommen konkurrence på markedet
- Investorerne er homogene og har derfor samme forventninger til markedet
- Markedsporteføljen består af alle handlebare aktiver
- Det er tilladt at short-sælge aktiver i et ubegrænset omfang
- Der er ingen transaktionsomkostninger eller skatter
- Investorerne er rationelle investorer

Forudsætningerne skal være opfyldt for, at CAPM er retvisende for alle aktiver. I praksis er det ikke muligt, at opfylde alle forudsætningerne. Derfor passer modellen kun i den perfekte teoretiske verden. CAPM er dog et godt værktøj til estimering af afkastkravet og anvendes derfor i opgaven.

10.3.2 Risikofri rente

Der er utallige måder, at estimere den risikofrie rente på. Det historiske lave renteniveau udfordre i øjeblikket teorien, der tilsiger at den risikofrie rente er lig med renten på en nul-kuponobligation, hvor der ikke er konkurs- eller reinvesteringsrisiko. Jf. Ole Sørensen⁴¹ anvendes der i praksis den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation til estimering af den risikofrie rente. Argumentet herfor er, at vi matcher varigheden på det risikofrie aktiv med varigheden på aktiemarkedet og den typiske længde af budgetperioden i DCF-modellen.

Jeg tager udgangspunkt i to faktorer herunder det nuværende svenske renteniveau og det historiske renteniveau fra 1996 til 2016. Den risikofrie rente fastlægges ud fra den effektive rente på 10-årig svensk statsobligation, da det stemmer overens med længden på min budgetperiode i DCF-modellen. Investors renterisiko skal stemme over ens med den renterisiko investor påtager sig ved investering i det pågældende aktiv. Det opnås ved at den

⁴¹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Ole Sørensen, 4 udgave.

risikofri rente i WACC'en bør have approksimativ samme varighed, som betalingsstrømmene i budgetperioden. Den effektive rente er 0,514 pct. pr. d. 13.04.2017.⁴² Standard & Poors og Moody's, to af verdens mest anerkendte kreditvurderingsbureauer, har givet den svenske stat den højeste mulige kreditvurdering, hvorfor en statsobligation udbudt af den svenske stat må antages, at være en risikofri investering.

Ser vi på den historiske udvikling for den effektive rente på en svensk 10-årig statsobligation, så er vi i øjeblikket på det laveste niveau siden 1996. I gennemsnit har den effektive rente været 3,90 pct. Der vurderer jeg til at være højt sammenlignet med forventningen til renten. Der henvises til bilag nr. 10.

Efter min vurdering er det ikke være retvisende, at anvende den 10-årig svenske statsobligation eller det historiske renteniveau som den fremtidige risikofrie rente. Det begrundes jeg med, at vi har et historisk lavt renteniveau, der ikke giver et retvisende billede for den fremtidige økonomiske udvikling. Jeg vælger dog, at anvende den effektive rente for en 10-årig svensk statsobligation som lyder på 0,514 %. For at kompensere for det lave renteniveau tillægges et WACC-tillæg på 3 pct. Tillægget skal dække over den konsekvens som en evt. rentestigning vil have samt andre forhold, der behandles senere.

10.3.3 Risikopræmie

Formlen for CAPM indeholder en samlet risikopræmie, som udgør den risikofrie rente samt afkastkravet for markedsporteføljen. Risikopræmien på markedet ($E(R_m)$) beregnes derfor som forskellen mellem markedets forventede afkast og den risikofrie rente. Jeg har valgt, at benytte mig af en samlede risikopræmie til brug for beregning af CAPM.

Risikopræmien estimeres i praksis ud fra en af følgende tre metoder:

- Markedsundersøgelser
- Historiske afkast
- Implicit fastlægges fx via dividend modellen

Jeg vælger, at benytte mig af en markedsundersøgelse udarbejdet af Fernandez et al i 2014. Det er en markedsundersøgelse med 88 deltagende lande og 8,228 respondenter. Undersøgelsen indeholder statistiske faktorer vedrørende respondenternes niveau for

⁴² <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/?g7-SEGVb10YC=on&from=2017-03-16&to=2017-04-15&f=Day&cAverage=Average&s=Comma#search>

markedsrisikopræmien. Markedsrisikopræmien udgør 5,3 pct. for Sverige i 2014.⁴³ Jeg vælger, at anvende en samlet risikopræmie, der udgør 5,3 pct.

10.3.4 Beta

Ved min estimering af betaværdien er det vigtigt at pointere, at det jeg ønsker at estimere, er den fremtidige beta. Dette gøres bl.a. ved hjælp af den historiske betaværdi for Eltel. Udfordringen ved denne fremgangsmåde bliver, at den historiske betaværdi ikke nødvendigvis kan anvendes til estimering af den fremtidige. Endvidere kan beregning af den historiske betaværdi blive udfordret, eksempelvis hvis aktivet er illikvidt eller det forhold, at en aktie et ny på markedet. Det kan give et fejlestimat af beta.⁴⁴

Til estimering af den historiske betaværdi, skal afkastet for markedet fastsættes. Her anvender jeg MSCI World-indekset som proxy for markedsporteføljens afkast. Jeg har valgt, at benytte MSCI World indekset grundet, at det er et meget bredt og anerkendt indeks. MSCI World dækker large og mid cap selskaber i 23 udviklede lande og dækker derfor et bredt udsnit af alle verdens aktier i alle lande, regioner og sektorer.⁴⁵ Som investor har du mulighed for at investere i stort set hele verden med få undtagelser, bl.a. kineske a-aktier. Investeringsforeninger og investorer anvender som oftest MSCI World indekset, som benchmark for at måle, om deres investering har skabt et merafkast. Jeg har anvendt 111 ugentlige observationer af afkastet på MSCI World indekset for perioden 23.02.2015-10.04.2017, for at opnå en sikker måling til brug for beregning af betaværdien.

Beta beregnes ved at starte med, at udregne kovariansen imellem observationerne for MSCI World og observationerne for Eltels aktie. Derefter deles faktoren med variansen på Eltel. Det giver en betaværdi på 0,5256772. Der henvises til bilag nr. 8.

Som tidligere nævnt kan den historiske beta ikke nødvendigvis anvendes til at forudsige den fremtidige beta. Eltel har kun været børsnoteret siden februar 2015 og må derfor antages, at være en forholdsvis ny aktie samtidig med, at de er repræsenteret på OMX Stockholm Midcap, hvorfor Eltel må anses for at være en mindre likvid aktie.

Jeg vurderer, at qua Eltels finansielle situation med høj gældsandel sammenholdt med, at de er afhængige af konjunkturernes bør de have en beta, der ligger over 1. Ugearet beta for

⁴³ Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers

⁴⁴ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Ole Sørensen, 4 udgave. S. 45

⁴⁵ <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>

branchen Engineering og Construction udgør 0,93⁴⁶, hvis jeg ønsker at finde Eltels betaværdi ud fra brancheniveauet kan jeg udregne Eltels betaværdi ud fra følgende formel ved at multiplicere Eltels gearing med den ugearede beta.

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} \times (1 + ((1 - \text{Tax Rate}) \times (\text{Debt/Equity})))$$

Det giver en betaværdi på 2. Altså her skal Eltels aktie svinge dobbelt så meget som markedsporteføljen. En beta værdi på 2 vurderer jeg til at være for høj. Jeg har nu valgt, at udregne de ugearede betaværdier for min peer group for at opnå et realistisk beta estimat. Beta for peer groupen er hentet fra Bloomberg. Betaværdierne i peer groupen er beregnet ud fra sammen periode, som min udregning af beta for Eltel. Ud fra følgende formel har jeg været i stand til at beregne den ugearede beta for alle selskaber i peer groupen, der henvises til bilag nr. 9:

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + ((1 - \text{Tax Rate}) \times (\text{Debt/Equity})))$$

Gennemsnittet for den ugearede betaværdi i peer groupen beregner jeg til 0,4511. Herefter gearer jeg betaværdi op igen med Eltels gældsforhold, og får en betaværdi på 1,1948. En betaværdi på 1,1948 ligger ikke langt fra den 1 årig observeret betaværdi på Eltel på 1,265. Jeg har valgt, at anvende den beregnet gearede beta fra peer group som jeg vurderer giver det bedste estimat for den fremtidige systematiske risiko.

Beregnings af ejernes afkastkrav

Nu har jeg estimeret den betaværdi, som jeg mener, afspejler Eltel aktiens volatilitet. Betaværdien kan nu anvendes til, at beregne ejernes afkastkrav til egenkapitalen. Når jeg indsætter komponenterne i formlen ser udregnes således ud:

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

$$E(R_i) = 0,514 \% + 1,1948 * 5,3\%$$

Det svarer til, at aktieinvestorerne vil kræve et afkast på 6,85 pct. af deres investering i Eltel.

Beregning af WACC

For at kunne beregne de vægtede kapitalomkostninger for Eltel, mangler jeg at fastlægge renten på fremmedkapitalen, og vægtningen mellem egenkapitalen og gælden i Eltel. Rente på

⁴⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (S&P500 anvendes som indeks)

fremmedkapitalen har i gennemsnit i de sidste fem år udgjort 2,5 pct. Den historiske gennemsnitslige rente på fremmedkapitalen vurderer jeg til at være realistisk at anvende i beregningen af WACC.

Dernæst mangler jeg at estimere vægtene mellem egenkapitalen og gælden. Her anvender jeg markedsværdierne af hhv. egenkapitalen og gælden. De er beregnet pr. 28.02.2017, som jeg anvender som skæringsdato. Markedsværdi af equity udgør 340,85 mill. EUR, markedsværdi af gælden udgør 511,99 Mill. EUR. Det giver vægte på 40 pct. egenkapital og 60 pct. fremmedfinansiering. Det vurderes realistisk, at fordelingen i mellem equity og fremmedfinansiering ikke ændre sig over de næste 10 år, når vi ser på deres historiske udvikling. Vægtene af hhv. egenkapitalen og fremmedfinansiering indsættes i formelen for WACC. Min beregning giver en WACC på 3,91 pct.

Der kan stilles en tvivl om hvorvidt WACC er for lav. Vi har i øjeblikket et historisk lavt renteniveau, der med al sandsynlighed ikke fortsætter jf. den strategiske analyse. Derudover er Eltel en mindre likvid aktie, som er noteret på OMX Stockholm midcap. Hvis vi sammenholder parametrene taler det for, at der skal tillægges et WACC-tillæg således, at jeg tager højde for renteniveauet, illikviditeten samt et midcap tillæg. Jeg har i opgaven valgt at benytte et samlet tillæg for den øgede risiko ved at eje Eltel. Tillægget udgør 3 pct. Dermed får jeg en WACC på 6,91 pct.

WACC

Egenkapital	0,40
Fremmedkapital	0,60
CAPM:	
Risikofri rente	0,514%
Beta	1,1948
Markedsrisikopræmien	5,3%
Egenkapitalafkastkrav	6,846%
Fremmedkapitalsrente f. skat	2,5%
Vægtet WACC	3,91%
WACC-tillæg	3,00%
WACC i alt	6,91%

TABEL 4 - WACC

KILDE: EGEN TILVIRKNING

Den endelige værdiansættelse

Det er nu muligt, at udarbejde den endelige værdiansættelse af Eltel via DCF- og RIDO-modellen. I DCF modellen summerer jeg de frie cash flow og tilbagediskonterer dem til i dag. Derefter fratrækkes værdi af gælden. Jeg kommer frem til en fair markedsværdi af Eltels egenkapital på 503,8 Mill. EUR.

I RIDO-modellen summere jeg residualoverskuddene, tilbagediskonterer dem til i dag og tillægger den bogførte værdi af nettodriftsaktiver. For at finde markedsværdien af egenkapitalen fratrækkes gælden. Her kommer jeg frem til en fair markedsværdi af Eltel på 503,8 Mill. EUR.

DCF-modellen kritiseres for, at terminalværdiperioden udgør en stor del af den samlede værdi af virksomheden. I budgetperioden estimeres driftsoverskuddet, forventet vækst i omsætningen mv., indtil at analytikeren ikke kan estimere et bedre forecast end at forudsætte, at alle budgetposter vokser med en kontant vækstrate, g. Terminalværdien sammenfatter analytikerens skøn over virksomhedens værdiskabelse, der finder sted ud over budgetperioden og i al evig fremtid. Værdiansættelse via DCF-modellen overlades fuldt ud til den eksterne analytiker, og det kræver indgående kendskab til virksomheden. RIDO modellen indeholder ligeledes en terminalværdiperiode, denne udgør en mindre andel end i DCF-modellen, da den bogførte værdi af nettodriftsaktiverne er inkluderet i beregningen, og dermed formindskes risikoen ved estimering af terminalperioden. I hovedparten af værdiansættelse via RIDO-modellen anvendes der bogførte værdier til beregningen. Ved beregning af de frie cash flows til DCF-modellen tillægges eller fratrækkes forskydninger i nettodriftsaktiverne, hvorimod beregning af RIDO sker ved at driftsoverskuddet fratrækkes værdi af $r_{wacc} * NDA_{t-1}$, som reelt kan betragtes som det seneste års afkast til nettodriftsaktiverne. RIDO kan også udtrykkes som forskellen mellem egenkapitalens forrentning og ejernes afkastkrav ($ROIC - r_{wacc}$). I RIDO-modellen er det analytikerens opgave, at estimere forskellen mellem den bogførte værdi og den fundamentale værdi ved at supplere den bogført værdi med kapitalværdien af det forventede residualoverskud.

Under samme interne forudsætning skal metoderne føre til den samme værdi af egenkapitalen. Min metode er baseret på de samme interne forudsætninger og giver den samme værdi af egenkapitalen, hvorfor min værdiansættelse af Eltel må anses for at være pålidelig. Ved at anvendes to kapitalbaserede modeller, som hver især beregnes på forskellige måder, men er konsistente, opnår jeg at værdiansætte ud fra to forskellige komponenter. DCF-

modellen værdiansætter ud fra alle investorerne, herunder aktionærer/ejer og kreditorer, der alle vil gøre krav på pengestrømmene, der udspringer fra brugen af nettodriftsaktiverne. RIDO-modellen værdiansætter ud fra aktionærernes/ejernes synspunkt. Modellen bygger på det overnormale overskud virksomheden kan skabe, som er udtrykt ved spreadet mellem ROIC og r_{wacc} tillagt den nuværende bogført værdi af nettodriftsaktiver.

RIDO- og DCF modellerne er begge følsomme overfor ændringer i de budgetterede værdidriver og estimering af komponenterne i modellerne. Tallene er baseret på subjektive vurderinger, og derfor er der ikke to værdiansættelser, der er ens. Jeg vil nu udarbejde en følsomhedsanalyse, som skal sættes i forhold til mit basisscenarie. Følsomhedsanalysen skal analysere to scenarier, et upside- og downside scenarie for Eltel samt en analyse af ændringer i elementerne i WACC-beregningen.

10.4 Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen tager, som nævnt, udgangspunkt i et upside og et downside scenarie samt ændringer i WACC. Analysen har til formål, at påvise kursfølsomheden og anvendes til at fastsætte den endelige markedsværdi af Eltel.

Downside scenariet har følgende forudsætninger: Driftsoverskuddet og overskudsgraden er begge estimeret til at være 1 procentpoint lavere end basisscenariet. Det kan være som følge af, at Eltel ikke vinder nok kontrakter i forhold til det kalkulerede eller hvis rammeaftaler ikke forhandles til fordel for Eltel. Det kan samtidig være som følge af makroøkonomiske udfordringer fx lavkonjunktur. DCF-modellen beregner herefter værdien af egenkapitalen til at være 186 Mill. EUR. Svarende til en markedsværdi, der ligger 63,1 pct. lavere end værdien i basis scenariet, hvilket er som forventet.

Upside scenariet har modsatte forudsætninger som downside. Her stiger driftsoverskuddet og overskudsgraden med 1 procentpoint. Såfremt det lykkedes Eltel, at kæmpe sig til yderligere markedssandele i deres respektive markeder eller hvis de lander en større kontakt som er uventet. Det kan også være som følge af en generelt bedre makroøkonomisk situation i Europa. DCF-modellen beregner værdien af egenkapitalen til at være 979,54 Mill. EUR. Det svarer til en værdistigning af markedsværdien på 94,3 pct. i forhold til basisscenariet.

Upside og downside scenarierne udvikler sig, som forventet. Det er to værdidriver, hvis udvikling har stor betydning for økonomisk fremgang i virksomheden.

Den sidste del af følsomhedsanalysen vil tage udgangspunkt i ændring af væksten i terminalværdiperioden og WACC.

Mill. EUR.	Terminalværdi vækst, g									
		0.30%	0.60%	0.90%	1.20%	1.50%	1.80%	2.10%	2.40%	2.70%
WACC	8.41%	244.00	242.18	240.22	238.10	235.79	233.27	230.51	227.47	224.12
	7.91%	312.64	312.14	311.59	311.00	310.35	309.63	308.84	307.97	306.99
	7.41%	391.89	393.29	394.81	396.48	398.33	400.36	402.63	405.17	408.04
	6.91%	484.21	488.34	492.89	497.91	503.84	509.73	516.74	524.68	533.76
	6.41%	592.87	600.95	609.92	619.92	631.14	643.82	658.27	674.88	694.17
	5.91%	722.30	736.14	751.65	769.13	788.98	811.74	838.08	868.92	905.52
	5.41%	878.68	901.03	926.36	955.29	988.67	1,027.59	1,073.57	1,128.71	1,196.06

Tabel 4 - FØLSOMHEDSANALYSE – ÆNDRING I WACC OG VÆKSTEN I TERMINAL-VÆRDIPERIODEN
KILDE: EGEN TILVIRKNING

Ud fra tabellen er det tydeligt, at se at WACC er den mest følsomme faktor i værdiansættelsen. Ændringen i væksten for terminalværdiperioden er næsten ubetydelig set i forhold til ændringer i WACC'en. Hvis vi starter med at tage udgangspunkt i mit basisscenarie, hvor g er 1,50 pct. kan vi se, at hvis WACC stiger med 1,5 procentpoint, så falder værdien med 268,05 Mill. EUR i forhold til basisscenariet, hvis WACC herimod falder 1,5 procentpoint, så stiger værdien med 484,83 Mill. EUR i forhold til basis scenariet. Der er en forskel mellem de to yderværdier på 420 procent. Netop dette faktum, at der er så stort forskel på en relativ lille ændring sætter værdiansættelsen i perspektiv, og usikkerheden i de anvendte modeller.

Estimering af WACC er behæftet med en vis usikkerhed, da den afhænger af flere variable herunder bl.a. betaværdien som jeg tidligere har analyseret. Der hersker ingen tvivl om, at værdiansættelserne er yderst følsomme overfor ændringer i kapitalomkostningerne.

Ud fra tallene i følsomhedsanalysen har jeg med baggrund i, at analysen viser store udsving ved forholdsvis små ændringer, valgt at vægte basisscenariet med 80 pct., da jeg antager at det er det mest sandsynlige og hhv. upside og downside scenarierne vægter hver især med 10 pct. Det giver en endelig værdiansættelse af egenkapitalen i Eltel på 519,62 Mill. EUR.

Værdiansættelse via DCF- og RIDO-modellen er den mest omhyggelige og præcis måde, at værdiansætte selskaber på. Ved at anvende en relativ værdiansættelse via multipler fra en

gruppe af sammenlignelige selskaber, giver det mig muligheden for at give indsigt og for at sammenligne og teste min værdiansættelse.

10.5 Peergroup-analyse

Peer group analysen anvender jeg som nævnt til, at supplere de to absolutte indirekte værdiansættelser via DCF- og RIDO-modellerne. Multipel værdiansættelse er et populært værktøj til værdiansættelse, da metoden er mindre kompleks samtidig med, at multiplerne tager udgangspunkt i det aktuelle marked. Værdiansættelse via multipler kan være behæftet med mange implicitte fejl. Virksomhederne i peer groupen skal være sammenlignelige ud fra økonomiske karakteristika og fremtidsudsigter. Det anbefales generelt, at anvende multipler med udgangspunkt i fremadrettede indtjeningsestimater.⁴⁷ Dette skyldes, at multipler baseret på fremadrettet estimer, er mere konsistente med værdiansættelsesprincipper, og samtidig udtrykker de en normaliseret forventning til fremtidig indtjening, som bedre afspejler de langsigtede cash flow. I min opgave har jeg valgt, at bruge følgende multipler i min peer group:

EV/EBITDA: Multiplen angiver værdien for en kroners driftsoverskud før renter, skatter, afskrivninger og amortiseringer. For at peer groupen ikke skævrides anbefales der at bruge virksomheder, der tilnærmelsesvis har samme afskrivningssatser. Koller anbefaler at anvende EV/EBITA multipel⁴⁸, da denne tager højde for problematikken med forskellige afskrivninger. Der forelægger ikke tilstrækkelig information om analytikernes estimer for EV/EBITA-multipler for Eltels peer group, og derfor er undladt i opgaven.

P/E: Price/earnings fortæller, hvor meget investor betaler for 1 kroners overskud i virksomheden. Multiplen er påvirket af peer group virksomhedernes kapitalstruktur. Det betyder, at multiplen ikke nødvendigvis kan anvendes, da kapitalstrukturen kan forvride P/E.

Kurs/Indre værdi: Multiplen fortæller, hvor meget investor skal betale for 1 krone af den bogførte værdi af egenkapitalen. En lav kurs/indre værdi er som ofte positivt, da det betyder, at virksomheden handles til en lav kurs. Det kan dog også betyde, at virksomheden har en svag eller negativ indtjening, da markedsværdien af egenkapitalen typisk vil være højere end den bogførte. Jeg inddrager multiplen i min peer group analyse, for at kunne sammenligne

⁴⁷ "Valuation", Koller et al. 2015 s. 352

⁴⁸ "Valuation", Koller et al. 2015 s. 358

nøgletallet med sammenlignelige virksomheder, og for at få en indikator for, om den pris, jeg mener, at Eltel er værd også stemmer overens i peer group.

Data til peer groupen er hentet fra Bloomberg. Analysen tager udgangspunkt i fremadrettede indtjeningsestimer, det er det bedste bud vi har for indtjeningsestimerne for peer groupen. Selskaberne i peer groupen er valgt ud fra subindustri til construction and engineering, som dækker områderne el, vedligeholdelse og generel infrastruktur og ud fra volumen af markedsværdier. Der er kun få selskaber i peer groupen, der opererer på Eltels markeder herunder Peer Aarsleff (DKK) og NRC (NOK). De resterende selskaber er fra USA, Japan og Grækenland.

Peergroup Eltel

	Land	Raw beta	Markedsværdi Mill. EUR	EV/EBITDA 2017E	P/E 2017E	K/I 2017E
Sumitomo Densetsu	Japan	0.96	378.89	4.52	9	0.81
IES US	USA	1.264	373.46	11.98	17.13	1.75
Metka Industiral	Greece	0.388	358.46	4.25	9.86	0.6
Grana & Montero	USA	0.421	474.07	4.47	8.91	0.56
Per Aarsleff	DKK	0.582	485.65	4.79	10.69	1.23
NRC	NOK	0.901	246.77	10.18	17.92	2.01
Gennemsnit				6.70	12.25	0.83
Eltel	SEK	-	340.85	15.22	7.21	1.31

Tabel 5 - PEER GROUP FOR ELTEL

KILDE: EGEN TILVIRKNING

Ud fra peer groupen er det nu muligt for mig at vurdere om den værdiansættelses jeg er kommet frem til i min DCF- og RIDO-model, er realistisk, og giver et retvisende billede af Eltels værdi.

Vi starter med, at se på multiplen EV/EBITDA. Den har jeg estimeret til at være 15,22 i 2017E for Eltel. Vi skal altså betale 15,22 gange EBITDA for Eltel. Når jeg sammenligner med peer groupen, så ligger det forholdsvis langt fra gennemsnittet på 6,70. Det kan skyldes, at Bloomberg har tal med i EBITDA som er forskelligt fra mit estimat. Dog handler både NRC og IES US til en multipel der er højere end gennemsnit på hhv. 10,18 og 11,98. Da Eltel bør handles til en højere multipel, kan det have den konsekvens, at til den pris vil Eltel ikke være attraktiv for en kapitalfond, da de ikke vil have muligheden for at videre sælge virksomheden til en højere multipel sammenlignet med peer groupen.

Når vi retter blikket mod P/E multiplen, så ligger Eltels multipel lavere end P/E for peer groupen. I Eltel skal du betale 7,21 SEK for 1 SEK overskud. I gennemsnit for peer groupen skal du betale 12,25 SEK for 1 SEK overskud. Det betyder, at investor ikke vil være villig til at betale lige så meget for 1 SEK overskud i Eltel, som for 1 SEK overskud i peer groupen. Det kan tyde på, at analytikerne hos Bloomberg har højere indtjeningsestimer for peer groupens selskaber. P/E multiplen for Eltel ligger dog fornuftigt sammenlignet med peer groupen. Eltel vil i fremtiden være attraktiv for investorerne, da aktien i øjeblikket er billig.

Den sidste multipel jeg vil analysere er kurs/indre værdi. Multiplen fortæller, som tidligere beskrevet, hvor meget markedsværdien af egenkapitalen er værd i forhold til den bogførte værdi af egenkapitalen. Eltel har en K/I på 1,31. Vi skal altså betale 1,31 gange værdien af den bogførte egenkapital, når vi ser på vurderingen af markedsværdien. Når jeg sammenligner med gennemsnittet for peer groupen 0,83, så ligger Eltels K/I multipel højere, dog ligger Per Aarsleff, NRC og IES US multiple tæt på Eltels K/I multipel. Eltels egenkapital kan købes billigere sammenlignet med to af selskaberne, hvilket er positivt. En lavere K/I multipel kan, som tidligere beskrevet, betyde at de andre selskaber i peer groupen har svagere indtjeningsestimer.

For at supplere min værdiansættelse, og den fair markedsværdi af egenkapitalen jeg indtil videre har estimeret Eltel til at være værd, så er det nødvendigt, at have de tre multipler med i overvejelserne for niveauet af den fair markedsværdi. Jeg vurderer, at multiplerne for Eltel ligger fornuftigt i forhold til peer groupen. EV/EBITDA multiplen ligger højt i forhold til gennemsnittet, hvilke ikke er positivt for en kapitalfond. Årsagen til, at EV/EBITDA-multiplen ligger højere kan være fordi, at peer groupen ikke er sammenlignelig, når vi ser på hvilke regioner selskaberne befinder sig i og derfor kan fremtidige indtjeningsestimer være forskellige. NRC som er repræsenteret på den norske børs handler ikke langt fra EV/EBITDA multiplen for Eltel. Jeg vurderer, at multipelanalysen kan understøtte en markedsværdi på 519,62 Mill. EUR. Det vurderer jeg ud fra, at Eltel er sammenlignelig med peer groupen, når vi ser på P/E og K/I multiplerne. NCB og IES US bør handles til EV/EBITDA multipler, som ikke ligger langt fra Eltels EV/EBITDA multiple, hvorfor dette accepteres.

11. Leverage buy-out (LBO)

Efter den endelige værdiansættelse af Eltel, vil jeg nu rette blikket på om en kapitalfond ønsker at opkøbe Eltel og i givet vis til hvilken pris de vil gøre det, og har muligheden for at betale for et opkøb af Eltel. Kapitalfonde anvender sig af LBO, når de skal værdiansætte virksomheder og krydstjekker med DCF-modellen.⁴⁹

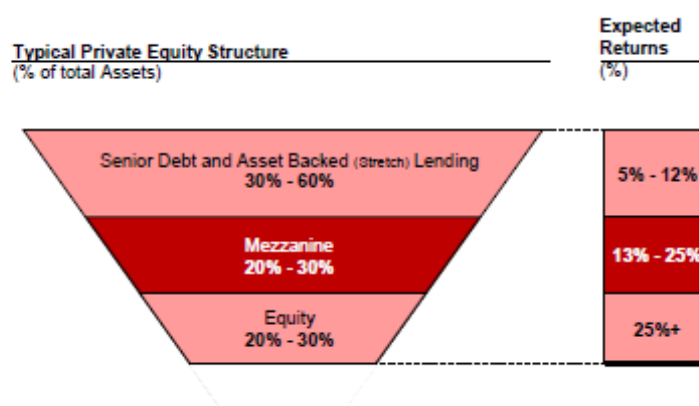
En LBO kan på dansk beskrives som et gearret opkøb. Ideen med at anvende en LBO er at opkøbe en virksomhed via gæld, for dernæst at bruge virksomhedens cash flow til tilbagebetaling af gælden. Der er stor forskel på, hvor meget kapitalfondene gearer selskaberne. Typisk ligger gældsfinansieringen mellem 60-90 pct.⁵⁰ Gælden er sammensat af flere forskellige låntyper, som regel langsigtede banklån, der ydes med sikkerhed i target selskabets aktiver, samt usikre lån herunder mezzaninlån, high yield bonds eller PIK-lån (Pay-in-kind). Banklån er ofte det vi kalder seniorlån, og udstedes ofte af større banker og finansieringsselskaber. Det er ofte således, at bankerne går sammen i såkaldte ”Club deals”. ”Club deals” er hvor flere långivere går sammen om at yde lånet til kapitalfonden. Det sker med henblik på at sprede risikoen. Seniorlånene prioriteres herefter i A, B og C lån osv., alt efter hvor mange långivere, der deltager i finansieringen. Seniorlån A har højeste prioritet, og derfor typisk også en lavere rente. Seniorlån har typisk en løbetid på 7-8 år. Mezzaninlån er et lån, der kan konverteres til egenkapital, hvis der opstår udfordringer i virksomheden, som gør, at låntager ikke længere kan betale afdrag og renter. Mezzaninlån afbetales som regel først efter, at foranstående gæld er afdraget. High yield bonds er obligationer hvis rating ligger under investment grade (Standard & Poors: BB, Moody's: Ba og Fitch: BB). PIK finansieringen er et stående lån. Her har långiveren enten adgang til en rentebetaling eller en andel i afkastet på egenkapitalen.

Target selskabet vil efter overtagelsen få en højere gearing. En højere gearing medfører højere rente på lån og obligationer som følge af større risiko for konkurs. Det vil medføre et højere pres på den overtagne virksomhed, da fremtidige cash flow skal bruges til afbetaling af en højere gæld. Presset, som tidligere beskrevet, er med til at skabe ”sense of urgency” hos ledelsen. De skal skabe et stærkt cash flow for at betale renter og afdrag af gælden.

⁴⁹ EQT Partners – undervisning på HD F. i Private Equity

⁵⁰ Journal of Economic Perspectives—Volume 22, Number 4—Season 2008 “Leverage Buyouts and Private Equity”

For at beregne hvilke værdi en kapitalfond kan købe Eltel til anvendes forskellige nøgletal for at komme frem til den rette købesum. Kapitalfonden anvender gæld/EBITDA multipl til at vurdere gearingen af selskabet. EBITDA har en forholdsvis høj konverteringsrate til cash flows, og nøgletallet er derfor en god indikator på selskabets evne til at servicere gælden. Historisk set har multiplen svinget meget. Før finanskrisen i 2008 var det muligt at geare virksomhederne op til 6,2 x EBITDA. Bankerne er blevet mindre låne- og risikovillige. I 2015 ligger gearinger på 4,8 x EBITDA.⁵¹ I LBO-beregninger for Eltel har jeg valgt at regne med en fordeling på 70 pct. fremmedfinansiering og 30 pct. egenkapital. Ud fra den nuværende beregnede enterprise value på 1.031,37 Mill. EUR. Det giver en nettorentebærende gæld på 722,13 Mill. EUR og en gæld/ EBITDA multipl på 10,65x.



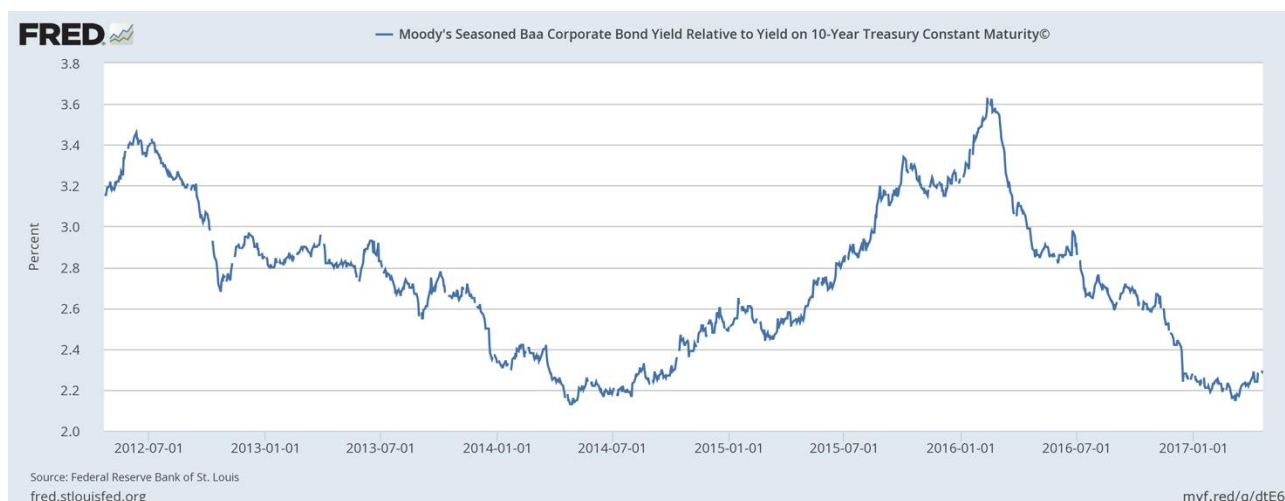
Figur 10 - TYPISK KAPITALFONDSEJET SELSKABERS GÆLDSTRUKTUR⁵²

Næste skridt er at se på mulighederne for lånefinansiering til at finansiere af opkøbet. Som tidligere beskrevet anvender kapitalfonde ofte en relativt kompleks gældsstruktur, som består af flere forskellige låneformer. Formlen ovenfor viser den typiske fordeling af seniorlån, mezzanin og egenkapital. Gælden bærer forskellige niveauer af risiko alt efter prioritetsrækkefølgen, og der findes i langt de fleste tilfælde forskellige covenants og rentesatser på de dele af gælden med den højeste risiko. Bankerne opstiller typisk en række covenants som virksomhedens ledelse skal overholde. Covenants er betingelserne som låntager skal opfylde. En ofte benyttet covenant kan fx være et loft for hvor meget virksomhedens må geare sig. Banken kan også stille krav til indtjeningen i virksomheden. Covenant er til for at beskytte bankerne og kreditorerne. Såfremt betingelserne i covenant-aftalen ikke overholdes, vil banken overtage driften af virksomheden. Bankerne ønsker dog at undgå denne situation, eftersom de som ofte ikke har kendskab til virksomheden.

⁵¹ PwC – Nytårskur ” S&P Capital IQ og Nordea”

⁵² http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/Mezzanine_Finance_Explained.pdf

Seniorlånets rente fastlægges ud fra 3 mdr. LIBOR-rente plus et spread på 200-400 basispoint til at kompensere for kreditrisikoen (Michael Anderson, Managing Director, GSO). LIBOR renten er i øjeblikket 1,16 pct.⁵³ Renten på den del af finansieringen, som indeholder mezzaninlån, er fastlægges ud fra kuponrenten på erhvervsobligationer med en rating lavere end Baa.



Figur 11 - KREDITSPÆND FOR BAA RATED ERHVERVSOBLIGATIONER⁵⁴

Ud fra grafen kan vi se, at spændet mellem erhvervsobligationer og en 10-årige amerikansk statsobligation på nuværende tidspunkt ligger på 2,3 pct. Det er den præmie investor vil have for, at investere i erhvervsobligationer med en rating, der er lavere end Baa (Moody's). Hvorledes gældsstrukturen ser ud efter en evt. overtagelse, er ikke et emne, der vil blive berørt i opgaven.

11.1 Hvad vil en kapitalfond maksimalt betale for Eltel?

Formålet er nu, at fastlægge den pris, en kapitalfond vil kunne købe Eltel for, samt deres smertegrænse for hvor meget de vil betale for selskabet. Prisen har stor betydning for, hvor attraktiv en investering, Eltel er for dem.

Der tages udgangspunkt i den aktiekurs Eltel blev handlet til d. 28.02.2017 på fondsbørsen, hvortil der estimeres en opkøbspræmie, altså en overkurs. Formålet med, at kapitalfonden tilbyder en overkurs til de eksisterende aktionærer, er at de ønsker at få fuld kontrol over selskabet. Værdien af opkøbspræmien er forskellen på den nuværende værdi af selskabet (status quo) og den værdi kapitalfonden mener, at selskabet er værd efter forudsætningerne i budgetteringen.

⁵³ <http://www.bankrate.com/rates/interest-rates/libor.aspx>

⁵⁴ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAA10Y#0>

Tidligere i opgaven blev Eltel værdiansat til en fair markedsværdi på 519,62 Mill. EUR og en EV/EBITDA multipel på 15,22x ud fra forudsætninger i budgettering i afsnit 9. Det giver en enterprise value på 1.031,37. Det betyder at kapitalfonden skal være villig til, at betale en opkøbspræmie på 52,25 pct. for at opnå fuld kontrol over Eltel. Den estimerede kurs lyder på 79,65 SEK, hvor d. pr. 28.02.2017 var 52,25 SEK. Argumentet for hvorfor en kapitalfond skal betale en højere præmie, hviler på, at Eltels nuværende udfordringer kommer som følge af dårlig ledelse og ikke at forretningsstrategien er ustabil. Kontrolpræmien skal alt andet lige afspejle virksomhedens fundament og ikke hvordan den ledes. Dette støttes op af undersøgelsen udarbejdet for Harvard Business School, hvor 65 ud af 79 respondenter svarer, at den vigtigste faktor for udvælgelsen er target selskabet er forretningsstrategien.⁵⁵ Kapitalfonde er typisk villige til at betale en præmie på imellem 15-50 pct. af nuværende aktiekurs (Kaplan 1989b, Barger, Schlingemann, Stulz, and Zutter, 2007).

Hvis kapitalfonden betaler 15,22x det budgetteret EBITDA for 2017, og vi fratrækker den nettorentebærende gæld på 722,13 Mill. EUR, så udgør egenkapitalen for Eltel 309,48 Mill. EUR og en enterprise value på 1.031,62 Mill. EUR efter at gælden er ”pushed down” i Eltel. Det vil være den værdi jeg tager udgangspunkt i, når jeg vurderer hvorvidt Eltel er en attraktiv som opkøbskandidat. Kapitalfonden budgetter med, at de kan exit til samme multipel.

Kapitalfonden vil fra starten i screeningsprocessen af potentielle opkøbskandidater kaste et blik over hvad det kan forventes, at virksomheden kan genere i afkast (IRR). En (IRR) på mellem 20-25 pct. p.a. i ejertiden på typisk 5-7 år, vurderes til at være attraktiv, set ud fra fondens synspunkt.⁵⁶ Kapitalfonden bruger gælden til at skabe et højere afkast af egenkapitalen. IRR kan udtrykkes som $\left(\frac{\text{værdien af egenkapitalen ved exit}}{\text{Værdi af egenkapitalen ved entry}}\right)^{1/n} - 1$, hvor n er længden af ejertiden. Når vi estimerer, at kapitalfonden handler til sammen entry og exit multipel og antager, at gælden afdrages med summen af FCF for den femårige periode, så får vi en IRR på 25,55 pct. p.a. IRR ligger over det, som kapitalfonden ønsker at opnå. Det er på baggrund af en EBITDA multipel som er konstant for perioden.

⁵⁵ “What Do Private Equity Firms Say They do?”, Paul Gompers, Steven N. Kaplan, Vladimir Mukharlyamov, 2015

⁵⁶ “What Do Private Equity Firms Say They do?”, Paul Gompers, Steven N. Kaplan, Vladimir Mukharlyamov, 2015

IRR (Mill. EUR)	2017E	2021E
Entry/Exit multipel (EV/EBITDA)	15.22	15.22
EBITDA (margin 4.7 %)	67.76	85.93
Enterprise value	1,031.62	1,308.18
Gæld - afdrages med FCF	722.13	342.60
Egenkapital	309.48	965.59
IRR		25.55 %

Tabel 6 - IRR-BEREGNING, EJERPERIODE 5 ÅR.

KILDE: EGEN TILVIRKNING

I følsomhedsanalyse kunne jeg konkludere, at markedsværdien af egenkapitalen er meget følsom overfor små ændringer i overskudsgraden og omsætningen. Derfor er det interessant at se på påvirkningen af IRR, hvis forretningen ikke udvikles som forventet. Hvis jeg medtager et forsigtigt scenarie, hvor upside vægter 5 pct., downside vægter 15 pct. og basisscenariet vægter 80 pct. får jeg en enterprise value på 991,94 Mill. EUR, til en EV/EBITDA-multipel på 14,6x. Det giver en ny IRR på 24,03 pct. p.a. IRR ligger stadig på et acceptabelt niveau.

Følsomhedsanalyse EV/EBITDA-multipel			
Entry	Exit	IRR	
15.22	10	10	10,81 %
15.22	12	12	17,36 %
15.22	14	14	22,70 %
15.22	15.22	15.22	25,56 %
15.22	16	16	27,25 %
15.22	18	18	31,23 %
15.22	20	20	34,78 %

Tabel 8 - IRR-BEREGNING, FØLSOMHEDSANALYSE

KILDE: EGEN TILVIRKNING

Hvis kapitalfonden er i stand til at forbedre EBITDA således multiplen stiger, så vil de opnå en højere IRR. Det ses tydeligt ud fra tabel 8. Hvis kapitalfonden har købt for dyrt eller er nødsaget til at sælge til en lavere EV/EBITDA-multipel vil det scenarie påvirke IRR negativt.

De tre oftest anvendte exit-muligheder kapitalfonden umiddelbart har efter endt holding perioden er følgende; 1) De kan videresælge virksomheden til en ny finansiel investor (secondary buy-out), 2) de kan vælge, at børsnotere selskabet, eller 3) de kan sælge til en strategisk opkøber (industriel køber). Exit prisen vil være forskellig alt efter hvilken exit-mulighed der vælges.

Ved en secondary buy-out sælges virksomheden videre til anden kapitalfond. Det kan bl.a. være til en kapitalfond, der har specialiseret sig inden for sektoren og har dybtgående

kendskab til branchen. I 2014 udgør secondary buyouts 24,2 pct. af alle exits i Europa.⁵⁷ Eltel er børsnoteret den dag i dag. Det kan være en mulighed, at noteret selskabet igen på børsen via en IPO. Børsnotering af selskaber er attraktiv i øjeblikket når vi ser på, at renteniveauet er lavt på nuværende tidspunkt og investorerne hungre efter et merafkast af deres investeringer. Det afspejles i øjeblikket i prisniveauet på aktiemarkedet. IPO's udgjorde 18,9 pct. af alle exit i Europa for 2014.⁵⁸ Den sidste mulighed vil være at videre sælge Eltel til en strategisk køber. Det kan fx være en større udenlandsk aktør, der gerne vil ind på det nordiske marked. Et selskab som Ericsson vil være en oplagt kandidat, hvis de vil styrke deres markedsposition i norden og samtidig udvide deres værdikæde. En strategisk køber vil eventuelt være villig til at betale en opkøbspræmie for selskabet, hvis de vurderer at synergierne samt muligheden for at tage markedsandele er store. Det er umuligt, at vurdere hvor stor denne præmie end må være, da det er umuligt at spå om. Det er individuelt alt efter den industrielle køber og markedsforholdene på exit tidspunktet.

11.2 Er Eltel attraktiv for en kapitalfond?

Kapitalfonden opvejer fordele og ulemper når de udvælger target selskaber, som kan være potentielle opkøbskandidater. Når de har udvalgt virksomheden går de i gang med uddybende due diligence for at vurdere og analysere alle forholdene i virksomheden. Som tidligere nævnt, så vurdere kapitalfonden ud fra følgende kriterier:

- Cash flow
- God markedsposition med mulighed for ekspansion
- Vækstmuligheder
- Mulighed for effektivisering
- Kompetent ledelse
- Clean balancen og lav gældsandel

Eltel har historisk haft en nogenlunde stabil EBITDA-margin bortset fra regnskabsår, hvor der har været ekstraordinære poster, der har påvirket EBITDA-margin negativt. Eltel har høje administrative omkostninger, der påvirker EBITDA-marginen negativt og det forringer cash flowet, der skal anvende til at nedbringelsen af gælden. Det vil kræve en dybdegående due diligence at få kendskab til administrative omkostninger i virksomheden og for at få kendskab til om der vil være mulighed for optimering.

⁵⁷ EVCA "Central and Eastern Europe Statistics 2014"

⁵⁸ EVCA "Central and Eastern Europe Statistics 2014"

På nuværende tidspunkt har Eltel høj gældsandel set fra en kapitalfonds synspunkt. Jf. undersøgelsen fra Harvard Business School fra 2015 svare 60 ud af 79 deltagene kapitalfonde, at de foretrækker, at gælden udgør 60 % af enterprise value og at gæld/EBITDA ikke udgør mere end 4⁵⁹. For Eltel gælder det, at for at kapitalfonden skal opnå en IRR over 25 pct., så skal gælden udgøre 70 pct. af enterprise value og med gæld/EBITDA multipel på 10,65x, hvilke er alt for højt i forhold til tidligere transaktioner. Det vil formentlig have konsekvensen at forhandlingerne vedrørende bankens covenant besværliggøres, da kravene alt andet lige skærpes.

Eltel har gode markedspositioner på de markeder de er repræsenteret herunder Sverige, Norge, Danmark, Polen og Finland. De har ekspanderet til Tyskland og Storbritannien. Konkurrence inden for communication segmentet er hård. Her vil der formentlig ikke være mulighed for at tage markedsandele. Power og Transport & Security segmenterne har gode muligheder for at ekspandere og vokse. Eltel har en fordel ved, at de har et stort kendskab på markedet og branchen. De har været repræsenteret i branchen siden 2001. De har lange kunderelationer og loyale kunder, som sikre deres fremtidige cash flow.

Der foreligger både muligheder og trusler for Eltel når vi ser på vækst i omsætningen. Eltel er påvirket af eksterne forhold herunder politiske beslutninger. Det er forhold som en kapitalfond ikke kan være herre over. Eltel er samtidig påvirket af økonomiens tilstand. Cykliske eller sæsonafhængige virksomheder bliver ikke favoriseret af kapitalfonde pga. at de hurtig kan komme problemer, hvis der er nedgang. Det er bl.a. det vi har set som et udfald af udfordringerne med projekterne i Norge og Afrika. Eltel er ikke en virksomhed der kan skabe exceptionel høj vækst fremadrettet og dermed kan en kapitalfond formentlig ikke løfte dem til et nyt niveau, der kan forhøje exit multiplen mærkbart. Eltel har en styrke i deres stærke kundeforhold og det faktum, at de er en god og solid virksomhed. Det vil styrke dem i kontraktforhandlinger og medfører vækst i omsætningen.

Kapitalfonden kan optimere og effektivisere organisationen. Det kan de bl.a. gøre ved at starte med at sælge forretningsområder, der ikke er profitable herunder har Eltel selv nævnt el-transmissionen i Afrika, el-distribution i Baltikum og jernbane området generelt. Det vil give kapitalfonden cash, der kan anvendes til nedbringelse af den gamle gæld og det bevirker, at kapitalfonden kan optage mere ny gæld. Det vil påvirke afkastet af investeringen positivt.

⁵⁹ "What Do Private Equity Firms Say They do?", Paul Gompers, Steven N. Kaplan, Vladimir Mukharlyamov, 2015

Som følge af udfordringer med flere projekter i 2016 har Eltel brug for en effektivisering af deres interne processer. Det vil være noget kapitalfonden vil undersøge nærmere. Her kan kapitalfonden bidrage med deres, ofte brede netværk, ved at indsætte bestyrelsesmedlemmer, som har kendskab til branchen og industrien. Jeg vurderer ikke at kapitalfondene vil være nødsaget sig at skille sig af med ledelsen, men blot bidrage med tæt sparring. Konsekvenserne at udfordringerne i 2016 har indtil videre betydet nedskrivninger og højere omkostninger. Jeg mener ikke, at Eltel har det fulde overblik over den samlede konsekvens. Såfremt Eltel image er blevet svækket kan det medføre, at nye kundeforhold kan være vanskeligere at indgå for fremtiden. For en kapitalfond vil det få konsekvenser, hvis ikke virksomheden kan fortsætte med at skabe et stabilt cash flow.

Eltel er en organisation med mange forskellige forretnings- og markedsområder. Eltel vil være attraktiv for en kapitalfond, der har det rette setup. Med det menes erfaring indenfor branchen og som samtidig har et godt management team med en god track record og kapitalindskud bag sig. I afsnit 5.1 nævnes det, at den vigtigste faktor for kapitalfondene når de skal udvælge deres target selskab, er virksomhedens forretningsmodel/markedsposition. Eltel indfrier efter min vurdering den faktor. De er stærkt repræsenteret på deres markedsområder. Efter min estimering af IRR, så kan en kapitalfond opnå det afkast af investeringen som de ønsker og det er med forudsætningen af at de kan sælge Eltel til samme multipel, hvorfor dette må anses som værende attraktivt for kapitalfonden. Jeg vurderer ikke, at en kapitalfond bør betale mere end 1,031.62 Mill. EUR og en EV/EBITDA multipel på 15,22x for Eltel. Dette synspunkt tager udgangspunkt i følsomhedsanalyse og peergroup analysen. Peer groupen handles til multipler der er væsentlig lavere end hvad kapitalfonden skal betale for Eltel samtidig er Eltels værdi yderst følsom overfor småændringer i fx driftsomsætningen og overskudsgraden.

12. Konklusion

Jeg har nu præsenteret og gennemgået det indhold, jeg har valgt at inkludere i denne opgave. Derfor vil jeg i dette afsluttende afsnit samle op og konkludere på den indsigt og de analyser, opgaven har fremført.

Helt overordnet kan jeg konkludere, at ud fra mine budgetteringsforudsætninger bør Eltels fundamentale værdi være højere end den akutte aktiekurs i markedet. Ud fra den strategiske analyse, historiske nøgletal og følsomhedsanalyse, har jeg værdiansat Eltel til en fair markedsværdi af egenkapitalen på 519,62 Mill. EUR.

Ud fra analysen udarbejdet af Harvard Business School, kan jeg konkludere, at kapitalfonde ønsker, at opnå et afkast af deres investering på i mellem 20-25 pct. Det betyder, at kapitalfonden kan betale en enterprise value på 1,031.62 Mill. EUR. Det er svarende til en fair markedsværdi af egenkapitalen, der ligger 52,25 pct. over den aktuelle kurs i markedet. Jeg kan ud fra min analyse konkludere, at præmie for at opnå fuld kontrol over selskabet er i den høje ende i forhold til historiske transaktioner. Det giver en IRR på 25,56 pct.

I min analyse af kapitalfondenes arbejde kan jeg konkludere, at kapitalfondene udvælger target selskaber ud fra specifikke kriterier. Det er de samme kriterier der gør sig gældende ved en leverage buyout transaktion herunder cash flow, god markedsposition med mulighed for ekspansion, vækstmuligheder, mulighed for effektivisering, kompetent ledelse og en clean balancen og lav gældsandel. Ud fra undersøgelsen fra Harvard Business School kan jeg udlede, at forretningsmodellen/markedspositionen vægter tungest, når kapitalfonden skal udvælge selskaber. Valg af industri som virksomheden befinder sig i, har minimal betydning.

Eltel befinder sig i en subkategori til construction and engineering. Eltel tilbyder service-, opgraderings- og projektudførelser indenfor kritisk infranet. Jeg kan konstatere, at Eltel er en virksomhed, der har oplevet udfordringer med driften af virksomheden og dermed har været nødsaget til nedskrivning af deres goodwill. Det er en virksomhed der i de sidste 16 år har opkøbt over 50 virksomheder. Goodwill udgør mere end 50 pct. af den investerede kapital. Det har den konsekvens at det stiller krav til ledelsen om at de opkøbte selskaber skal performe, for at vi ikke ser yderligere nedskrivninger i fremtiden.

I min strategiske analyse, fandt jeg ud af, at branchen er præget af politiske beslutninger og det faktum at virksomheder fortsat ønsker at have fokus på deres kernekompetencer, som medfører outsourcing af de tekniske løsninger som Eltel udbyder. Jeg kan konkludere, at for at væksten i branchen kan fortsætte, så skal der være politisk opbakning til at investere i infrastrukturen. Samtidig skal udvikling af nye tekniske løsninger fortsætte, for at skabe vækst i branchen.

Branchen er præget af få udbydere på det nordiske marked og den er nichepræget. Eltel har en god markedsposition i forhold til deres nærmeste konkurrenter herunder Carverion og Bravida. På communication segmentet kan jeg konkludere at konkurrence er hård grundet der er flere udbydere af samme ydelser. Eltel leverer en samlet service til kunden, hvorfor jeg vurderer at de står stærkt på markedet i forhold til deres konkurrenter.

Ud fra min regnskabsanalyse, der er udarbejdet på baggrund af reformulerede opgørelser, kan jeg konkludere at Eltel historiske finansielle udvikling har været svingende for perioden. Eltel har dog formået, at nedbringe gælden hvilket er positiv, da det vil give en kapitalfond større muligheder for at skabe et merafkast ved optimering af kapitalstrukturen. I perioden kan jeg konkludere, at der har været en stigende omsætning på 21 procentpoint. Eltel formår, at skabe værdi igennem fremmedfinansiering i de fleste år, da return on equity er højere en return on invested capital. Regnskaberne er påvirket af mange engangsposter herunder udskudt skatteaktiver og valutakursdifferencer. Jeg kan konkludere, at engangsposterne har påvirket nøgletallene negativt.

I min finansielle analyse har jeg vurderet at de vigtigste værdidriver er omsætningen, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Det vil være de værdidrivere, der skal skabe væksten fremadrettet for Eltel. Væksten i omsætningen ligger over brancheniveauet. Væksten skal komme fra power segmentet som er det segment jeg vurderer til at have det største potentiale for vækst. For at Eltel kan følge med forventningen og holde marginer stabile, vil det være nødvendigt at foretage investeringer. Investeringer er budgetteret til at følge væksten i omsætningen. Ud fra analysen af Eltels værdikæde har jeg vurderet, at de bør investere i at konsolidere deres underleverandører og/eller opkøb en underleverandør. Jeg har ikke vurderet, at der er behov for investering kapaciteten, men at den blot tilpasses til væksten i omsætningen.

På baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen og budgetteringen, har jeg udarbejdet en værdiansættelse af Eltel, hvor DCF- og RIDO modellerne er anvendt som værdiansættelsesmodeller. Ud fra min følsomhedsanalyse, så kan jeg konstatere at værdien af virksomheden er meget følsom overfor ændringer i WACC herunder elementet betaværdien.

På baggrund af den estimeret IRR på 25,56 pct. p.a., et stabilt cash flow og hvilke kriterier kapitalfondene vælger deres target selskaber herunder gode markedspositioner og potentiale for vækst, kan jeg konkludere, at Eltel vil være attraktiv for en kapitalfond med det rette setup. Det er negativt, at de har en høj gældsandel og Eltel bør handles til en EV/EBITDA multipl der ligger højere end EV/EBITDA for peer groupen. På baggrund af at peer groupen ikke er sammenlignelig på regioner, så accepteres en højere multipl. Kapitalfonden kan frasælge aktiviteterne på det afrikanske marked og andre ikke profitable forretningsområder. Pengene fra et frasalg anvendes til at nedbringe den gamle gæld.

13. Litteraturliste

Rapporter/undersøgelser:

Afrika under forvandling, Danske Industri 2014

Digital Agenda for Norway — Meld. St. 23 (2012–2013)

Education at a Glance 2016 – OECD

EVCA, "Central and Eastern Europe Statistics 2014"

Global Private Equity Report 2015, EVCA

Gompers, P. & Kaplan, S. N. & Mukharlyamov, V. (2015) "What Do Private Equity Firms Say They Do?" Harvard Business School, 15-081/2015

Journal of Economic Perspectives—Volume 22, Number 4—Season 2008 "Leverage Buyouts and Private Equity"

Marketline – Construction Europe, januar 2017

Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers

Nordic Grid Development Plan 2014

PwC, "Private Equity Trend Report 2017", Europa

PwC – Nytårskur "S&P Capital IQ og Nordea"

Spliid, Robert. (2014) Ph.D: Kapitalfondenes metoder og kompetencer: Copenhagen Business School, 2014.

The Paris Agreement, United Nations

The Swedish Government policy for corporate social responsibility, May 2016

Årsrapport 2012, Eltel

Årsrapport 2013, Eltel

Årsrapport 2014, Eltel

Årsrapport 2015, Eltel

Årsreview 2016, Eltel

Bøger:

Brealy, R. A. & Myers, S. C. & Allen, F. . (2014) Principles of Corporate Finance, 11. udgave . Berkshire : McGraw-Hill Education.

Koller, T. & Goedhart, M. & Wessels, D. . (2015) Valuation . Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons .

Spliid, Robert . (2007) Kapitalfonde: rå pengemagt eller aktivt ejerskab. København : Børsen

Sørensen , Ole . (2012) Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 4. udgave . København : Gjellerup .

Artikler

(02/24/2016). Den nye persondataforordning træder i kraft den 25. maj 2018 i Danmark. Juridske Nyheder. Fundet [02/26/2017]. På [<https://www.danskerhverv.dk/Nyheder/Sider/Ny-persondataforordning-forventes-vedtaget-i-aar.aspx>].

Damodaran, Aswath. (01/10/2017). Betas by sector . -. Fundet [04/19/2017]. På [<https://ssrn.com/abstract=2450452>]].

Clark, Helen . (04/01/2012). Bæredygtig energi er kritisk for udviklingen i Afrika. -. Fundet [04/02/2017]. På [http://www.dk.undp.org/content/denmark/da_dk/home/presscenter/articles/2012/01/04/b-redygtig-energi-er-kritisk-for-udviklingen-i-afrika.html].

Dyrskjøl, Mette . (09/13/2012). Sverige Overrasker med selskabsskat på 22 pct. . Politik . Fundet [03/05/2017]. På [http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/240984/sverige_overrasker_med_selskabsskat_paa_22_pct.html].

Fæster, Kim . (06/20/2013). Hvorfor vokser USA hurtigere end Europa? . Kongressen.com. Fundet [04/02/2017]. På [<http://www.kongressen.com/hvorfor-vokser-usa-hurtigere-end-europa/>].

Nissen, Maya. (01/09/2017). EU oplever stigning i antallet af aggressive hackerangreb. -. Fundet [02/26/2017]. På [<https://www.dr.dk/nyheder/udland/eu-oplever-stigning-i-antallet-af-aggressive-hackerangreb>].

Poulsen , T. & Lund-Nielsen, B. (2010) Kapitalfondsejede selskaber klarer tilsyneladende lavkonjunktoren bedre: Finans/Invest, 2010.

Redder, Hakon . (03/10/2017). Negative renter varer ved langt ind i 2018 . Avisen . Fundet [04/02/2017]. [<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/165367/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7czo2OiJEcmFnaGkiO30,>].

Rousing-Schmidt , Thomas . (03/07/2017). Transeuropæiske transportnet (TEN-T) og Connecting Europe Facility (CEF). -. Fundet [03/28/2017]. På [<https://www.trm.dk/da/temaer/eu-puljer-paa-transportomraadet/transeuropaeiske-transportnet>].

Hjemmesider

www.eltelgroup.com

www.ericsson.com

Data:

Bloomberg

Marketline

14. Bilag

Bilag 1 – "What Do Private Equity Firms Says They Do?"

Table 21: Deal Selection

Ranking of factors considered by PE investors in choosing investments (with higher numbers more important).

	Mean	Median	AUM		IRR		Age		Offices	
			Low	High	Low	High	Old	Young	Local	Global
Ability to add value	3.6	3.0	3.6	3.6	3.9	3.5	3.5	3.7	3.5	3.8
Business model / Competitive position	4.6	5.0	4.5	4.7	4.5	4.5	4.4	4.7	4.6	4.5
Fit with Fund	2.3	2.0	2.7	1.9	2.0	2.2	2.2	2.4	2.5	2.0
Industry / Market	3.2	3.0	3.4	3.0	3.3	3.0	3.3	3.1	3.5	2.8
Management team	3.8	4.0	3.7	4.0	3.9	4.0	4.1	3.6	3.8	3.8
Valuation	3.5	3.0	3.2	3.8	3.4	3.8	3.5	3.5	3.0	4.1 ***
Number of responses	65	65	32	33	24	23	31	34	37	28

Bilag 2 – Reformulering af resultatopgørelsen for 2012-2016

Reformulering resultatopgørelse Eltel AB EUR Mill.	2016		2015		2014		2013		2012	
Net sales	1399,8	100%	1254,9	100%	1242,1	100%	1147,5	100%	1149	100%
-Cost of sales	-1279,5	-91%	-1089,6	-87%	-1078,3	-87%	-1004,1	-88%	-1008,9	-88%
Gross profit	120,3	9%	165,3	13%	163,8	13%	143,4	12%	140,1	12%
-Sales and marketing expenses	-11,7	-1%	-14,2	-1%	-12,2	-0,98%	-12,8	-1%	-12,2	-1%
-Administrative expenses	-104,4	-7%	-88	-7%	-116,1	-9,35%	-84,1	-7%	-82,9	-7%
-Share of profit/loss of joint ventures	-0,4	-0,03%	1,5	0,12%	-0,7	-0,06%	0	0%	0	0%
Operating profit before special items	3,8	0,27%	64,6	5%	34,8	2,80%	46,5	4%	45	4%
Total comprehensive income/loss	-2,8	0%	-1,3	-0,10%	-17,6	-1,42%	1,1	0%	2,7	0%
Other income	4	0,29%	4,3	0,34%	8,4	0,68%	8,6	1%	2,9	0%
-Other expenses	-5,6	-0,40%	-8,3	-0,66%	-4,5	-0,36%	-2,7	0%	-1,9	0%
EBITDA	-0,6	-0,04%	59,3	4,73%	21,1	1,70%	53,5	5%	48,7	4%
Amortisation of acquisition-related intangible assets	-69,4	-5%	-13,9	-1,11%	-12,4	-1,00%	-16,7	-1%	-15,2	-1%
EBIT	-70	-5%	45,4	3,62%	8,7	0,70%	36,8	3%	33,5	3%
Corporation tax	-2,2	-0,16%	11	0,88%	3,9	0,31%	-3,6	0%	2,2	0%
Tax shield, net financial expenses	-2,77	-0,20%	-3,2	-0,25%	-4,2	-0,34%	-4,5	0%	-4,6	0%
NOPAT	-74,97	-5%	53,2	4,24%	8,4	0,68%	28,7	3%	31,1	3%
Financial income	0,2	0,01%	0,3	0,02%	0,3	0,02%	0,3	0%	0,2	0%
-Financial expenses	-12,8	-0,91%	-14,7	-1,17%	-19,3	-1,55%	-20,8	-2%	-21,3	-2%
Tax on financial expenses	2,77	0,20%	3,2	0,25%	4,2	0,34%	4,5	0%	4,6	0%
Net financial expenses	-9,83	-0,70%	-11,2	-1%	-14,8	-1,19%	-16,0	-1%	-16,5	-1%
Profit after tax	-84,80	-6%	42,0	3%	-6,4	-0,52%	12,7	1%	14,6	1%

Bilag 3 – Reformulering af balancen for 2012-2016

Aktiver

Reformulering af balancen for Eltel AB EUR Mill.	2016		2015		2014		2013		2012	
Immaterielle langfristede driftsaktiver										
Goodwill	420,2	86%	463,6	85%	405,8	83%	433,9	81%	445,4	79%
Kunderelation/varemærke (Intangible assets)	70,1	14%	82,4	15%	84,6	17%	104,3	19%	121,7	21%
I alt	490,3	100%	546	100%	490,4	100%	538,2	100%	567,1	
Materielle langfristede driftsaktiver										
Property, plant and equipment	37,8	100%	38	100%	33,1	100%	35,3	100%	35,7	100%
I alt	37,8	100%	38	100%	33,1	100%	35,3	100%	35,7	100%
Andre langfristede driftsaktiver										
Investments in joint ventures	0,6	4%	0,2	1%	28,2	78%	0	0%	0	0%
Available-for-sale investments	0,3	2%	0,2	1%	0,3	1%	0,3	-8%	0,4	-15%
Deferred tax, assets	29,7	197%	34,2	195%	23,6	65%	14,3	-397%	19,4	-719%
Defferred tax, liabilities	-15,5	-103%	-17,1	-98%	-15,9	-44%	-18,2	506%	-22,5	833%
I alt	15,1	100%	17,5	100%	36,2	100%	-3,6	100%	-2,7	100%
Anlægs kapital i alt	543,2		601,5		559,7		569,9		600,1	
Kortfristede driftsaktiver										
Driftslikviditet (0.5 % af omsætningen)	7,0	2%	6,3	2%	6,2	2%	5,7	2%	5,7	2%
Inventories	7,5	2%	14,5	4%	10,2	3%	12,1	4%	14,4	5%
Trade and other receivables, current	393,3	96%	341,1	94%	335,2	95%	294,4	94%	263,4	93%
I alt	407,8	100%	361,9	100%	351,6	100%	312,2	100%	283,5	100%
Kortfristede driftsforpligtigelser										
Advances received	65,6	71%	62,7	90%	69	69%	40,3	89%	37,4	88%
Provision, non-current	1,7	2%	3	4%	2,7	3%	2,4	5%	1,9	4%
Provision, current	24,9	27%	3,8	5%	29	29%	2,5	6%	3	7%
I alt	92,2	100%	69,5	100%	100,7	100%	45,2	100%	42,3	100%
Netto driftaktiver arbejdskapital	315,6		292,4		250,9		267,0		241,2	
gen. NDA	304,0		271,6		259,0		254,1		241,2	
Invested Capital	858,8		893,9		810,6		836,9		841,3	
gen. Invested capital	876,3		852,2		823,8		839,1		841,3	

Passiver

	2016		2015		2014		2013		2012	
Equity	346,8		448		254,9		267,3		257,8	
gen equity	397,4		351,45		261,1		262,55		257,8	
Rentebærende gæld (IBD)										
Retirement benefit obligations	8,1	1%	13,9	2%	18	3%	10	2%	23,9	4%
Debt, non-current	3,5	1%	216,7	39%	6,5	1%	286,5	49%	337,6	57%
Debt, current	280	45%	14,9	3%	319,5	52%	58,8	10%	23,9	4%
Liabilities to shareholders, non current	35	6%	35	6%	0	0%	11,6	2%	11,3	2%
Liabilities to shareholders, current	0	0%	0	0%	14,7	2%	0	0%	0	0%
Trade and other payables	292,6	47%	281,9	50%	252,6	41%	223,5	38%	197,9	33%
Other non-current liabilities	6,2	1%	0,1	0%	0,1	0%	0,1	0%	0,1	0%
I alt	625,4	100%	562,5	100%	611,4	100%	590,5	100%	594,7	100%
Rentebærende aktiver (IBA)										
Likvider	78,2	69%	81,6	70%	54,8	98%	20,5	99%	10,9	96%
Retirement benefit asset	35	31%	35	30%	0	0%	0,2	1%	0,1	1%
Trade and other receivables, non current	0,2	0%	0,1	0%	0,9	2%	0,1	0%	0,3	3%
I alt	113,4	100%	116,7	100%	55,7	100%	20,8	100%	11,3	100%
NIBD	512,0		445,8		555,7		569,7		583,4	
gens. NIBD	478,89		500,74		#####		576,59		583,4	
EQ + NIBD	858,8		893,8		810,6		837,0		841,2	
Kontrol	0,0		0,1		0,0		-0,1		0,1	

Bilag 4 - Budgettering

Budgettering	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027T
Vækstprocent	-		3,00%	4,0%	6,5%	7,0%	7,0%	6,5%	6,0%	5,0%	3,0%	2,0%
Nettoomsætning	1.399.800.000	1.441.794.000	1.499.465.760	1.596.931.034	1.708.716.207	1.828.326.341	1.947.167.553	2.063.997.607	2.167.197.487	2.232.213.412	2.276.857.680	2.311.010.545
Overskudsgrad efter skat	-5,4%		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,50%	4,50%
Driftsoverskud	-74.972.000	72.089.700	74.973.288	79.846.552	85.435.810	91.416.317	97.358.378	103.199.880	108.359.874	100.449.604	102.458.596	103.995.475
EBITDA	-600.000	67.764.318	70.474.891	75.055.759	80.309.662	85.931.338	91.516.875	97.007.888	101.858.282	104.914.030	107.012.311	108.617.496
AOH udvikling	1,63		1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Invested Capital	858.799.000	901.121.250	937.166.100	998.081.896,50	1.067.947.629	1.142.703.963	1.216.979.721	1.289.998.504	1.354.498.429	1.395.133.382	1.423.036.050	1.444.381.591
ROIC (AOH * OG)	-8,73%		8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,20%	7,20%
NOPAT / DO	-74.972.000	72.089.700	74.973.288	79.846.552	85.435.810	91.416.317	97.358.378	103.199.880	108.359.874	100.449.604	102.458.596	103.995.475
Ændring i nettodriftsaktiver		42.322.250	36.044.850	60.915.796	69.865.733	74.756.334	74.275.758	73.018.783	64.499.925	40.634.953	27.902.668	21.345.541
= FCFE	-74.972.000	29.767.450	38.928.438	18.930.755	15.570.078	16.659.983	23.082.620	30.181.097	43.859.949	59.814.651	74.555.928	82.649.934
Tilbageledskounteringsfaktor			0,935	0,875	0,818	0,766	0,716	0,670	0,626	0,586	0,548	0,513
FGEAR		1,21										
NIBD	511.999.000											
Egenkapital	346.800.000											

Bilag 5 – DCF-modellen

DCF-model:	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027T
PV FCF	27.843.858	34.059.834	15.492.848	11.919.057	11.929.258	15.460.081	18.908.168	25.702.202	32.786.688	38.226.095	1.528.149.738
PV t.o.m 2025	232.328.089										
PV af TV	783.508.422										
Enterprise value	1.015.836.511										
Markedsværdi af NIBD	511.999.000										
Værdi af egenkapital	503.837.511										
Antal akt. i fri handel(minus egne) i t.kr.	62.624.238										
Værdi pr. Aktie EUR	8,05										
Værdi pr. Aktie SEK, valutakurs pr. 21.04.2017	77,32										

Bilag 6 – RIDO-modellen

RIDO	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027T
NOPAT / DO	72.089.700	74.973.288	79.846.552	85.435.810	91.416.317	97.358.378	103.199.880	108.359.874	100.449.604	102.458.596	103.995.475
Invested capital	901.121.250	937.166.100	998.081.897	1.067.947.629	1.142.703.963	1.216.979.721	1.289.998.504	1.354.498.429	1.395.133.382	1.423.036.050	1.444.381.591
ROIC	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,20%	7,20%	7,20%
RIDO (WACC)	12.759.596	12.719.353	15.102.459	16.483.352	17.637.186	18.414.708	19.124.872	19.240.366	6.874.119	6.075.847	5.685.071
PV RIDO	11.935.063	11.128.601	12.359.787	12.618.177	12.628.977	12.333.646	11.981.549	11.274.973	3.767.967	3.115.190	105.113.689
PV RIDO t.o.m 2020	103.143.931										
PV af TV	53.893.580										
Enterprise value	1.015.836.511										
Markedsværdi af NIBD	511.999.000										
Værdi af egenkapital	503.837.511										
Antal akt. i fri handel(minus egne) i t.kr.	62.624.238										
Værdi pr. Aktie EUR	8,05										
Værdi pr. Aktie SEK, valutakurs pr. 21.04.2017	77,32										

Bilag 7 – WACC

Target Struktur	
Egenkapital	0,40
Fremmedkapital	0,60
CAPM:	
Risikofrirente	0,514%
Beta	1,1948
Markedsrisikopræmien	5,3%
Egenkapitalafkastkrav	6,846%
Fremmedkapitalsrente f. ska	2,5%
Vægtet WACC	3,91%
WACC-tillæg	3,00%
WACC i alt	6,91%

Bilag 8 – Betaværdi

Date	Eltel	Eltel, ændring	MSCI World		Beta beregnet på peergroup		
Apr 10 ,2017	58,75	2,620%	44,69	-1,325%	Raw Beta	0,5257	1,1948
Apr 03 ,2017	57,25	3,620%	45,29	0,377%	Adj. Beta		
Mar 27 ,2017	55,25	1,376%	45,12	0,000%		0,6822	
Mar 20 ,2017	54,5	4,808%	45,12	-0,617%			
Mar 13 ,2017	52	4,000%	45,4	0,044%	Bloomberg Raw beta	0,482	
Mar 06 ,2017	50	1,010%	45,38	0,265%	Bloomberg adj. Beta	0,655	
Feb 27 ,2017	49,5	-4,348%	45,26	3,121%	Unlevered beta construction and engineering		
Feb 20 ,2017	51,75	7,813%	43,89	0,183%		0,93	
Feb 13 ,2017	48	-2,637%	43,81	1,178%			
Feb 06 ,2017	49,3	-5,192%	43,3	1,074%			
Jan 30 ,2017	52	4,000%	42,84	-0,603%			
Jan 23 ,2017	50	-25,373%	43,1	-0,485%			
Jan 16 ,2017	67	4,688%	43,31	1,286%			
Jan 09 ,2017	64	-0,775%	42,76	-0,558%			
Jan 02 ,2017	64,5	3,200%	43	0,655%			
Dec 26 ,2016	62,5	3,734%	42,72	-2,243%			
Dec 19 ,2016	60,25	2,991%	43,7	1,557%			
Dec 12 ,2016	58,5	6,364%	43,03	0,891%			
Dec 05 , 2016	55	2,326%	42,65	2,229%			
Nov 28 ,2016	53,75	1,415%	41,72	-2,226%			
Nov 21 ,2016	53	-12,397%	42,67	1,306%			
Nov 14 ,2016	60,5	2,110%	42,12	-0,095%			
Nov 07 ,2016	59,25	9,722%	42,16	3,613%			
Oct 31 , 2016	54	-4,425%	40,69	-1,715%			
Oct 24 ,2016	56,5	2,727%	41,4	-0,313%			
Oct 17 ,2016	55	10,000%	41,53	1,889%			
Oct 10 ,2016	50	-43,020%	40,76	-1,688%			
Oct 03 ,2016	87,75	2,332%	41,46	0,024%			
Sep 26 ,2016	85,75	1,180%	41,45	-0,337%			
Sep 19 ,2016	84,75	3,670%	41,59	1,787%			
Sep 12 ,2016	81,75	-0,909%	40,86	0,418%			
Sep 05 ,2016	82,5	-2,077%	40,69	-1,334%			
Aug	84,25	-1,462%	41,24	0,979%			

29 ,2016				
Aug 22 , 2016	85,5	0,293%	40,84	0,344%
Aug 15 ,2016	85,25	-10,263%	40,7	-0,732%
Aug 08 ,2016	95	4,683%	41	-0,822%
Aug 01 ,2016	90,75	0,554%	41,34	1,026%
Jul 25 ,2016	90,25	0,838%	40,92	-0,073%
Jul 18 ,2016	89,5	0,000%	40,95	2,069%
Jul 11 ,2016	89,5	0,845%	40,12	1,236%
Jul 04 ,2016	88,75	-3,533%	39,63	1,459%
Jun 27 ,2016	92	-0,809%	39,06	2,789%
Jun 20 ,2016	92,75	4,802%	38	-1,376%
Jun 13 ,2016	88,5	-3,804%	38,53	-1,306%
Jun 06 ,2016	92	-5,398%	39,04	-2,619%
May 30 ,2016	97,25	4,852%	40,09	-0,274%
May 23 ,2016	92,75	0,000%	40,2	1,158%
May 16 ,2016	92,75	-1,592%	39,74	2,107%
May 09 ,2016	94,25	3,288%	38,92	-0,307%
May 02 ,2016	91,25	-5,195%	39,04	1,773%
Apr 25 ,2016	96,25	-2,532%	38,36	-2,367%
Apr 18 ,2016	98,75	2,597%	39,29	-0,152%
Apr 11 ,2016	96,25	6,061%	39,35	1,235%
Apr 04 , 2016	90,75	5,523%	38,87	-1,069%
Mar 28 ,2016	86	-5,234%	39,29	-0,279%
Mar 21 ,2016	90,75	4,611%	39,4	0,178%
Mar 14 ,2016	86,75	2,663%	39,33	-0,456%
Mar 07 ,2016	84,5	3,681%	39,51	0,611%
Feb 29 , 2016	81,5	1,242%	39,27	1,473%
Feb 22 ,2016	80,5	-2,128%	38,7	-0,309%
Feb 15 ,2016	82,25	4,777%	38,82	2,373%
Feb 08 ,2016	78,5	-8,455%	37,92	-1,481%
Feb 01 ,2016	85,75	0,292%	38,49	-3,558%
Jan 25 , 2016	85,5	0,588%	39,91	0,302%
Jan 18 ,2016	85	4,938%	39,79	-0,921%
Jan 11 ,2016	81	-4,985%	40,16	-0,149%
Jan 04 ,2016	85,25	0,888%	40,22	-3,849%
Dec	84,5	-2,874%	41,83	-2,037%

28 ,2015				
Dec 21 , 2015	87	-1,136%	42,7	1,546%
Dec 14 ,2015	88	3,529%	42,05	1,989%
Dec 07 ,2015	85	-8,108%	41,23	-1,529%
Nov 30 ,2015	92,5	10,448%	41,87	-0,310%
Nov 23 ,2015	83,75	0,904%	42	0,719%
Nov 16 ,2015	83	-11,230%	41,7	3,243%
Nov 09 ,2015	93,5	-5,556%	40,39	-3,025%
Nov 02 ,2015	99	5,319%	41,65	1,908%
Oct 26 ,2015	94	4,155%	40,87	-1,256%
Oct 19 ,2015	90,25	0,000%	41,39	3,864%
Oct 12 ,2015	90,25	-0,824%	39,85	0,378%
Oct 05 ,2015	91	-0,274%	39,7	2,372%
Sep 28 ,2015	91,25	-1,351%	38,78	-0,129%
Sep 21 ,2015	92,5	0,000%	38,83	-1,095%
Sep 14 ,2015	92,5	-5,371%	39,26	-0,608%
Sep 07 ,2015	97,75	-0,255%	39,5	2,067%
Aug 31 ,2015	98	2,083%	38,7	-2,837%
Aug 24 ,2015	96	5,785%	39,83	0,835%
Aug 17 ,2015	90,75	-2,419%	39,5	-5,412%
Aug 10 ,2015	93	-5,102%	41,76	-0,096%
Aug 03 ,2015	98	1,818%	41,8	-0,524%
Jul 27 ,2015	96,25	-5,172%	42,02	1,424%
Jul 20 ,2015	101,5	2,010%	41,43	-1,755%
Jul 13 ,2015	99,5	0,000%	42,17	4,330%
Jul 06 ,2015	99,5	1,531%	40,42	1,126%
Jun 29 ,2015	98	-0,759%	39,97	0,150%
Jun 22 ,2015	98,75	0,765%	39,91	0,504%
Jun 15 ,2015	98	-0,759%	39,71	-0,898%
Jun 08 ,2015	98,75	7,046%	40,07	-0,669%
Jun 01 ,2015	92,25	3,073%	40,34	-1,006%
May 25 ,2015	89,5	-6,771%	40,75	-0,220%
yMa 18 ,2015	96	0,000%	40,84	2,177%
May 11 ,2015	96	5,495%	39,97	0,050%
May 04 ,2015	91	1,676%	39,95	-0,125%
Apr 27 ,2015	89,5	-0,279%	40	-0,374%
Apr	89,75	1,989%	40,15	1,363%

20 ,2015					
Apr					
13 ,2015	88	0,000%	39,61	-3,414%	
Apr					
06 ,2015	88	3,529%	41,01	1,737%	
Mar					
30 ,2015	85	3,030%	40,31	0,149%	
Mar					
23 ,2015	82,5	3,448%	40,25	-1,541%	
Mar					
16 ,2015	79,75	3,236%	40,88	1,590%	
Mar					
09 ,2015	77,25	0,980%	40,24	0,374%	
Mar					
02 ,2015	76,5	-1,923%	40,09	-0,939%	
Feb 23 ,2015	78		40,47		

Bilag 9 – Peer Group

Peergroup Eltel	Land	Raw beta	Markedsværdi Mill. EUR	EV/EBITDA 2017E	P/E 2017E	K/I 2017E
Sumitomo Densetsu	Japan	0.96	378.89	4.52	9	0.81
IES US	USA	1.264	373.46	11.98	17.13	1.75
Metka Industiral	Greece	0.388	358.46	4.25	9.86	0.6
Grana & Montero	USA	0.421	474.07	4.47	8.91	0.56
Per Aarsleff	DKK	0.582	485.65	4.79	10.69	1.23
NRC	NOK	0.901	246.77	10.18	17.92	2.01
Gennemsnit				6.70	12.25	0.83
Eltel	SEK	-	340.85	15.22	7.21	1.31

	Unlevered beta
Sumitomo Densetsu	0.5950
IES US	0.8275
Metka Industiral	0.2158
Grana & Montero	0.1851
Per Aarsleff	0.2613
NRC	0.6216
Gennemsnitslige beta for peergroup	0.4511

Bilag 10 – Historik på den 10-årige svenske statsobligation

Räntor och valutor

DETALJERAT RESULTAT 1996-04-01 - 2016-04-01

	Statsobligationer
	SE GVB 10Y
Period	Medel

1996 April	8.361
1996 Maj	8.4635
1996 Juni	8.37
1996 Juli	8.2883
1996 Augusti	8.1341
1996 September	7.8233
1996 Oktober	7.22
1996 November	7.291
1996 December	6.8806
1997 Januari	6.7686
1997 Februari	6.712
1997 Mars	7.1263
1997 April	7.2682
1997 Maj	7.0432
1997 Juni	6.8255
1997 Juli	6.4748
1997 Augusti	6.5638
1997 September	6.4077
1997 Oktober	6.2526
1997 November	6.3305
1997 December	6.0616
1998 Januari	5.687
1998 Februari	5.5635
1998 Mars	5.3764
1998 April	5.2375
1998 Maj	5.2321
1998 Juni	5.004
1998 Juli	4.9126
1998 Augusti	4.83
1998 September	4.8216
1998 Oktober	4.7509
1998 November	4.5851
1998 December	4.2545
1999 Januari	4.0174
1999 Februari	4.1824
1999 Mars	4.4388
1999 April	4.241
1999 Maj	4.5026
1999 Juni	4.8707
1999 Juli	5.2559
1999 Augusti	5.4899
1999 September	5.6875
1999 Oktober	5.9162
1999 November	5.5589
1999 December	5.5895

2000 Januari	5.9465
2000 Februari	5.9019
2000 Mars	5.5057
2000 April	5.4244
2000 Maj	5.3368
2000 Juni	5.1255
2000 Juli	5.3105
2000 Augusti	5.3096
2000 September	5.2631
2000 Oktober	5.2261
2000 November	5.1284
2000 December	4.9211
2001 Januari	4.8885
2001 Februari	4.8582
2001 Mars	4.7456
2001 April	4.9287
2001 Maj	5.269
2001 Juni	5.3847
2001 Juli	5.4211
2001 Augusti	5.155
2001 September	5.2605
2001 Oktober	5.1667
2001 November	4.9552
2001 December	5.2382
2002 Januari	5.2711
2002 Februari	5.3648
2002 Mars	5.6275
2002 April	5.686
2002 Maj	5.6918
2002 Juni	5.5232
2002 Juli	5.367
2002 Augusti	5.1341
2002 September	4.9714
2002 Oktober	5.0674
2002 November	5.0469
2002 December	4.8872
2003 Januari	4.7029
2003 Februari	4.474
2003 Mars	4.5698
2003 April	4.7248
2003 Maj	4.367
2003 Juni	4.1974
2003 Juli	4.5052
2003 Augusti	4.6998
2003 September	4.7275
2003 Oktober	4.8485
2003 November	4.9768
2003 December	4.8626
2004 Januari	4.6523
2004 Februari	4.5475
2004 Mars	4.3117
2004 April	4.5483

2004 Maj	4.6803	2008 September	3.9013
2004 Juni	4.7167	2008 Oktober	3.5671
2004 Juli	4.5682	2008 November	3.343
2004 Augusti	4.4177	2008 December	2.6662
2004 September	4.3734	2009 Januari	2.7976
2004 Oktober	4.245	2009 Februari	2.9287
2004 November	4.1334	2009 Mars	2.9377
2004 December	3.899	2009 April	3.1793
2005 Januari	3.8368	2009 Maj	3.5678
2005 Februari	3.7565	2009 Juni	3.6216
2005 Mars	3.8612	2009 Juli	3.3697
2005 April	3.5798	2009 Augusti	3.4455
2005 Maj	3.3419	2009 September	3.3772
2005 Juni	3.1085	2009 Oktober	3.2545
2005 Juli	3.0633	2009 November	3.2742
2005 Augusti	3.1411	2009 December	3.2386
2005 September	2.9798	2010 Januari	3.3698
2005 Oktober	3.1748	2010 Februari	3.2821
2005 November	3.385	2010 Mars	3.197
2005 December	3.374	2010 April	3.1398
2006 Januari	3.325	2010 Maj	2.726
2006 Februari	3.4155	2010 Juni	2.607
2006 Mars	3.5452	2010 Juli	2.7027
2006 April	3.8372	2010 Augusti	2.448
2006 Maj	3.8881	2010 September	2.5268
2006 Juni	3.9333	2010 Oktober	2.6388
2006 Juli	3.9579	2010 November	2.8567
2006 Augusti	3.8354	2010 December	3.2055
2006 September	3.6971	2011 Januari	3.281
2006 Oktober	3.7316	2011 Februari	3.4076
2006 November	3.6152	2011 Mars	3.3518
2006 December	3.6492	2011 April	3.3035
2007 Januari	3.9023	2011 Maj	3.0146
2007 Februari	3.9265	2011 Juni	2.8843
2007 Mars	3.7939	2011 Juli	2.7546
2007 April	4.0434	2011 Augusti	2.1658
2007 Maj	4.1529	2011 September	1.829
2007 Juni	4.4395	2011 Oktober	1.9028
2007 Juli	4.4495	2011 November	1.6922
2007 Augusti	4.248	2011 December	1.6769
2007 September	4.216	2012 Januari	1.7046
2007 Oktober	4.3143	2012 Februari	1.8862
2007 November	4.2154	2012 Mars	1.9464
2007 December	4.3082	2012 April	1.8237
2008 Januari	4.0823	2012 Maj	1.5111
2008 Februari	4.0156	2012 Juni	1.4502
2008 Mars	3.9157	2012 Juli	1.3332
2008 April	4.0635	2012 Augusti	1.4357
2008 Maj	4.181	2012 September	1.5082
2008 Juni	4.4277	2012 Oktober	1.541
2008 Juli	4.3746	2012 November	1.4592
2008 Augusti	4.1137	2012 December	1.5066

2013 Januari	1.7987
2013 Februari	1.9987
2013 Mars	1.9224
2013 April	1.6568
2013 Maj	1.791
2013 Juni	2.0459
2013 Juli	2.1605
2013 Augusti	2.3406
2013 September	2.6018
2013 Oktober	2.4352
2013 November	2.2977
2013 December	2.3864
2014 Januari	2.3707
2014 Februari	2.2278
2014 Mars	2.1613
2014 April	2.0595
2014 Maj	1.8781
2014 Juni	1.8032
2014 Juli	1.5957
2014 Augusti	1.5799
2014 September	1.5132
2014 Oktober	1.2987
2014 November	1.136
2014 December	1.0083
2015 Januari	0.7812
2015 Februari	0.6153
2015 Mars	0.5827
2015 April	0.3432
2015 Maj	0.7454
2015 Juni	0.9918
2015 Juli	0.8148
2015 Augusti	0.6635
2015 September	0.7077
2015 Oktober	0.661
2015 November	0.8031
2015 December	0.9323
2016 Januari	1.0204
2016 Februari	0.769
2016 Mars	0.8235
Gennemsnit	3.89879749

Fotnot

SE GVB 10Y (1987-01-02 -)

Svensk statsobligation 10-års löptid

Källa: Thomson Reuters