

Strategisk analyse og værdiansættelse af Solar A/S

Strategic analysis and valuation of Solar A/S

Kandidatafhandling 2016

Cand.merc. Finansiering & Regnskab



Antal sider: 94

Antal anslag: 164.949

Afleveringsdato: 17.05.2016

Vejleder: Hans-Christian Sune Andersen

Forfatter: Rasmus Krogdahl, CPR-nr.: XXXXXX-XXXX

Executive summary

The purpose of this thesis is to create a valuation of the Danish company Solar A/S, who is a wholesaler within electricity, plumbing and ventilation. Solar is controlled by a fund called "Fonden af 20. December". The hypothesis in this thesis is that Solar's market value of their equity possibly is underestimated, as the ownership of the fund contributes with steady and long-term ownership.

In order to value Solar, a strategic analysis has been made; this includes the internal and external factors that influence the company. The company has strategically made a change of identity from being a traditional wholesaler, to becoming a sourcing- and service company focusing on the customer. The market that Solar operates within is generally characterised by tough competition, with several large companies as competitors. In order to be a part of this industry it demands tying up large amounts of capital in stock, buildings, internal logistic systems, etc. It furthermore demands economies of scale in order to obtain profit. In the PEST analysis it was established that Solar is exposed especially to macro-economic trends, as these are crucial for new constructions and renovations.

In the financial analysis Solar was analysed using the Dupont-pyramid, where the overall key figure, return on equity, showed a decreasing tendency until 2015, where it increased to 7,52%. Net interest-bearing debt was further determined to be negative in 2015.

Solar has a good financial situation and the fund ownership can supply economical support if necessary. Furthermore the company sees the fund ownership as an advantage, as it provides robustness and a stable ownership, which is valued as an advantage for the company's development. This perspective was involved when determining the Weighted Average Cost of Capital (WACC), while the rest of the strategic analysis formed the background knowledge, as the WACC was determined to be 5,17%. Afterwards the pro forma income statement, balance and cash flow statements was set-up for the purpose of the valuation.

The valuation was conducted using the discounted cash flow (DCF) and the Earnings Value Added (EVA) methods, as well as a multiple valuation was used to assess whether the result was realistic. The DCF and EVA valuations estimated the market value of the equity for Solar to be DKK 3.537.752.119 on the reference date 24/02/2016. Solar can therefore be determined to be underestimated. In this context it must be mentioned, that the result is relatively sensitive, as of why this cannot be concluded with certainty, that the stock is underestimated due to the ownership of the fund's importance.

Indholdsfortegnelse

Executive summary	1
Indholdsfortegnelse	2
Præsentation af Solar A/S	4
Problemformulering	5
Afgrænsning og metode	6
Strategisk analyse	8
Solars strategi	8
Konkurrentanalyse	13
Markedsanalyse	18
PEST-analyse	23
Politiske faktorer	23
Økonomiske faktorer	27
Sociale faktorer	29
Teknologiske faktorer	30
Porters 5 forces	31
Truslen fra nye indtrængere	31
Truslen fra substituerende produkter	32
Truslen fra kunderne	32
Truslen fra leverandørerne	33
Intern rivalisering	34
Fondsejerskabets betydning	37
Regnskabsanalyse	44
Reformulering	44
Reformulering resultatopgørelse	44
Reformulering af balance	45
Rentabilitetsanalyse	47
SWOT	54
Budget	55
Budgethorisont	55
Omsætningsvækst	55
EBITDA margin i procent af omsætningen	58
Lånerenten	59
Effektiv skattesats	59
Af- og nedskrivninger i procent af immaterielle og materielle anlægsaktiver	59

Immaterielle og materielle anlægsaktiver i procent af omsætningen	60
Varebeholdninger i procent af omsætningen.....	60
Tilgodehavender i procent af omsætning.....	61
Driftsgæld i procent af omsætning.....	61
Nettorentebærende gæld i procent af investeret kapital	61
Driftslikviditet	62
WACC	62
Afkastkrav	62
Risikofri rente	63
Risikopræmie	63
Systematisk risiko for Solar, Beta	63
Driftsmæssig risiko	64
Finansiell risiko	66
Common sense	67
Kapitalstruktur	67
Fremmedkapitalomkostninger	69
Skat	69
WACC samlet	70
Værdiansættelse med DCF, EVA	70
Følsomhedsanalyse	72
Sanitetstjek ved Multipel	73
Konklusion.....	75
Litteraturliste	77
Bøger og artikler	77
Database	77
Hjemmesider og links	77
Årsrapporter	79
Vedtægter og generalforsamlingsreferater	79
Video.....	80
Bilag.....	81

Præsentation af Solar A/S

Virksomheden blev grundlagt tilbage i 1919 af Jacob L. Jørgensen under navnet Nordisk Solar Compagni og solgte elektriske elmålere og andre elektriske komponenter fra Kolding¹. Allerede fra Solars grundlæggelse var virksomheden en grossist med store ambitioner, hvilket i 1953 førte til at Solar blev børsnoteret på Københavns Fondsbørs. Centrallageret i Vejen på 45.000 m² blev etableret allerede i 1984 og i 1989 begyndte internationaliseringen af virksomheden ved oprettelse af datterselskaber, først i Sverige og året efter i Tyskland og Solar har siden etableret sig på flere markeder i Nordeuropa².

Forretningsområderne VVS og Ventilation er løbende blevet etableret i Solar ligesom navnet Nordisk Solar Compagniet over årene er blevet skiftet til det nuværende Solar A/S. Solar beskæftigede i 2015 2.871 medarbejdere fordelt på hele koncernen³. Økonomisk rundede Solar i 2006 en omsætning på 1 milliard euro og havde i 2015 en omsætning på 10,5 milliarder DKK. Resultatet af årsregnskabet i 2015 blev et overskud på ca. 167 millioner DKK mod et underskud i 2014 på ca. 234 millioner DKK⁴. Solars aflagte regnskaber vil blive nærmere analyseret i denne afhandling under regnskabsanalysen.

De senere år har Solar haft fokus på intern effektivisering. Digitalisering, standardisering og forenkling er dermed nøgleord internt i virksomheden og Solar har også været gennem en omfattende optimeringsproces bl.a. gennem LEAN⁵. Dette vil afhandlingen også vende tilbage til.

Solar blev efter et overtagelsesforsøg i 2006 fra konkurrenten Sonepar til dels fondsejet. Overtagelsesforsøget skyldes at Jørgensen og Linde familierne, som er efterkommere af Jacob L. Jørgensen, ønskede at sælge deres andele af aktierne i Solar. De øvrige efterkommere af stifteren ville dog beholde Solar på danske hænder, hvorfor de oprettede en fond, fra hvilken de udnyttede en forkøbsret til at købe aktierne fra de øvrige efterkommere.

Solar er dermed kontrolleret af fondsejerskab, da "Fonden af 20. December" er majoritetsaktionær med en aktiebesiddelse, der repræsenterer 57,5% af stemmerne i Solar⁶. Dette er muligt, fordi Solars aktier er opdelt i aktieklasser, hvor størstedelen af de stemmetunge A-aktier ejes af fonden.

Bestyrelsen har under de seneste ordinære generalforsamlinger været under pres for at ophæve aktieklasserne men har hidtil afvist dette med den begrundelse, at "**Selskabet ser det som en fordel at have**

¹ <http://www.solar.dk/menu/om+solar+danmark+as/solar+danmarks+historie>

² <http://www.solar.dk/menu/om+solar+danmark+as/solar+danmarks+historie>

³ Solar årsrapport 2015, side 4

⁴ Solar årsrapport 2014 og 2015

⁵ Video "Solar igennem 100 år"

⁶ Solar årsrapport 2015, side 28

en majoritetsaktionær. Det giver robusthed og mulighed for langsigtet planlægning". Det bliver desuden tilføjet, at fondens formål kun er at understøtte selskabet bedst muligt.

Alt andet lige medfører fondsejerskabet således et langsigtet perspektiv for Solar. Det langsigtede perspektiv kan imidlertid på kort sigt have den betydning, at aktiekursen er lavere end den i praksis burde være. Årsagen er, at fondsejede virksomheder oftest drives efter langsigtede profitable mål på bekostning af kortsigtede resultater. Mange store danske virksomheder klarer sig imidlertid særdeles godt med fondsejerskab, som Carlsberg, Novo Nordisk, Mærsk mv. Betragter man disse ejerskaber som rollemødder, er der grund til at være optimistiske omkring Solars fremtid.

Problemformulering

Problemformuleringen i denne afhandling vil have den hypotese, at Solars markedsværdi af egenkapitalen muligvis er undervurderet, da fondsejerskab på langt sigt kan give stabilt ejerskab og afkast og dermed ikke er underlagt samme risiko som virksomheder, der ikke er fondsejet.

Hypotesen for afhandlingen er dermed, at Solars markedsværdi af egenkapitalen er undervurderet, da Fonden af 20. December har stemmemajoritet med mere end 50% af stemmerne på en generalforsamling, og fonden dermed kan styre virksomheden.

Med det formål at efterprøve denne hypotese, vil afhandlingen foretage en værdiansættelse af Solar A/S med henblik på at undersøge, om markedsværdien af egenkapitalen pr. 24/02/2016, kan være undervurderet.

For at besvare problemformuleringen vil nedenstående underspørgsmål blive belyst og analyseret i denne afhandling:

- Hvordan er Solars generelle strategiske situation?
- Hvordan er konkurrent-, branche- og omverdenssituationen for Solar?
- Hvordan er Solars økonomiske situation?
- Hvilken betydning har fondsejerskabet for Solar?

Afgrænsning og metode

Afhandlingen vil udelukkende benytte offentligt tilgængeligt materiale, således at alle informationer og konklusioner vil være draget med denne baggrund. Afhandlingen vil endvidere udelukkende indeholde information, som har relevans for værdiansættelsen af Solar A/S og for fondsejerskabets betydning for denne.

Informationen som afhandlingen er opbygget omkring består i årsrapporter, artikler, bøger m.v., og der er således primært anvendt sekundære data i denne afhandling. Det er vigtigt at være kildekritisk i forhold til vurdering af informationen, og kildernes validitet og troværdighed er derfor blevet vurderet, inden de er blevet benyttet i analysen af denne afhandling.

Som skæringsdato for værdiansættelsen anvendes 24/02/2016. Finansielle informationer m.v. efter aflæggelse af årsregnskabet for 2015, som er sket den 24/02/2016 vil således ikke blive medtaget i denne opgave, da det ikke vil give et retvisende og konsistent billede.

Det antages i forbindelse med udregning af Weighted Average Cost of Capital (WACC), at den bogførte værdi af nettorentebærende gæld er en god proxy for markedsværdien af den nettorentebærende gæld. Poster i den nettorentebærende gæld som likvide midler er allerede opgjort som markedsværdi, mens andre værdier er umulige at omregne til markedsværdi, da det ville kræve intern information fra Solar.

Solar har i løbet af den analyserede periode skiftet præsentrationsvaluta fra EUR til DKK og benytter sig af det funktionelle valutaprincip⁷. For at gøre de enkelte år sammenlignelige, er årsregnskaberne for 2011 og 2012 omregnet fra EUR til DKK. Der er i 2011 benyttet en kurs svarende til 7,43662 og i 2012 en kurs svarende til 7,45763. Ved sammenligning af de omregnede kurser med Solars opstillede hoved- og nøgletal for 2011-2015 ses kun enkelte differencer⁸. Igennem afhandlingen vil tallene for 2011 og 2012 derfor blive behandlet marginalt mere kritisk end de resterende år.

Opgaven vil være opbygget på den måde, at den strategiske analyse først vil blive udarbejdet, hvori interne og eksterne faktorer vil blive analyseret. I den strategiske analyse vil modeller og teori, som PEST-analyse, Porters 5 forces blive benyttet, ligesom analyse af Solars strategi, konkurrenter, markederne samt fondsejerskabets betydning for Solar vil blive foretaget. For at kunne udarbejde værdiansættelsen og nøgletal til analyse af virksomheden vil en reformulering af Solars årsregnskaber blive foretaget, og

⁷ Solar årsrapport 2015, side 42

⁸ Solar årsrapport 2015, side 5

dette vil være en del af regnskabsanalysen. Med det kendskab som analysen bibringer, vil der blive opstillet et budget med tilhørende forklaring, således at værdiansættelsesmetoderne Discounted Cash Flow (DCF) og Earnings Value Added (EVA), kan benyttes. Værdiansættelsen vil efterfølgende blive suppleret med en dertil hørende følsomhedsanalyse.

De kapitalværdibaserede modeller DCF og EVA er rent teoretisk de mest korrekte modeller at benytte i forhold til værdiansættelse af virksomheder. Modellerne har fremtiden i centrum men er kritiseret for at kræve store krav til data og input samt for at være besværlige at benytte i praksis. Både DCF og EVA benyttes i denne værdiansættelse for at sikre, at værdiansættelsen ikke indeholder tekniske fejl og mangler og bør give det samme resultat. Efterfølgende fordeles resultatet af værdiansættelsen på det samlede antal af aktier i Solar. Dette gøres, da det fremgår af Solars vedtægter, at "Bortset fra hvad der fremgår af §§ 4-5, har ingen kapitalandele særlige rettigheder"⁹, aktieklasserne har samme kapitalandelsbeløb på DKK 100 pr. aktie og værdiansættes jf. §4.3 ens ved salg af kapitalandele til majoritet¹⁰. Ifølge skatteministeriet kan aktieklasser værdiansættes ens, hvis de ikke afgørende adskiller sig med rettigheder navnlig indenfor forlods udbytte eller forlods dækning ved likvidation¹¹.

En multipel analyse med eneste formål, at vurdere værdiansættelsens realisme, vil blive udarbejdet. Problematikken vedrørende multipler er, at det er svært og nærmest umuligt at finde fuldstændig sammenlignelige virksomheder i forhold til f.eks. risiko, omsætningsvækst, indtjeningsvækst m.v., hvorfor en multipel værdiansættelse ikke vil være helt retvisende¹². Det giver dog en god indikation af, hvilket niveau Enterprise Value bør ligge på, sammenlignet med peers.

⁹ Solar Vedtægter 2015 §6.1, side 3

¹⁰ Solar Vedtægter 2015 §5.1 og §4.3, side 3

¹¹ <http://www.skm.dk/skattetal/analyser-og-rapporter/rapporter/1999/september/generationsskiftet-i-erhvervslivet-betaenkning-nr-1374,-august-1999/bilag-4-vaerdiansaettelse>

¹² Plenborg, 2012, side 233

Kapital- og ejerforhold

Solar er som nævnt til dels fondsejet, da Fonden af 20. December ejer en stor andel af de stemmetunge A aktier tillige med en beholdning af B aktier. Andre aktionærer med større aktiekapitalandele kan ses i nedenstående tabel, som viser aktionærer med mere end 5% ejerskab, og deres dertilhørende stemmeandel.

Aktionærer med $\geq 5\%$	Aktiekapitalandel	Stemmeandel
Fonden af 20. December	15,6%	57,5%
Nordea Funds Oy	11,9%	5,9%
Chr. Augustinus Fabrikker A/S	10,3%	5,1%
RWC Asset Management LLP	8,6%	4,2%

Tabel 1, Ejerforhold¹³

Strategisk analyse

Solars strategi

Helt overordnet har Solar defineret nogle generelle strategiske finansielle mål, som herunder er opstillet.

Vækst	Vores mål er at levere lønsom vækst over markedsniveau
ROIC (inkl. amortiseringer og skat)	Vores mål er at levere <u>langsigtet</u> afkast af den investerede kapital (ROIC) på mere end 10%
Egenkapitalandel (soliditet)	35-40%
Gearing (NIBD/EBITDA)	1,5-2,5
Udbytteprocent (af indtjening efter skat)	35-45%

Tabel 2, Solars generelle strategisk/finansielle mål¹⁴

¹³ <http://www.solar.eu/menu/investor/share+information/shareholders>

Solar informerer løbende investorer og andre interessenter om virksomhedens strategier, rapporter og m.v. Dette sker typisk i forbindelse med offentliggørelse af selskabets årsrapporter. Hjemmesiden opdateres dog også løbende, og her kan man holde sig informeret om, hvilket strategisk fokus virksomheden har- eller planlægger på de forskellige markeder og produktområder. Strategierne fra de forgangne år har været varierede fra fokus på skarp priskonkurrence til effektivisering af virksomheden, gennem implementering af et nyt SAP baseret ERP-system kaldet Solar 8000 og ikke mindst Lean. Implementeringen af Solar 8000 har dog ikke været helt så gnidningsfri som implementeringen af Lean, som der vil blive vendt tilbage til senere i dette afsnit. IT systemet Solar 8000 har været en større investering for Solar, og systemet har været forsinket p.g.a. tekniske udfordringer i bl.a. Norge og har dermed kostet ekstra ressourcer, hvilket finansielt kan mærkes på bundlinjen¹⁵.

Af yderligere tiltag til at optimere driften i Solar, er der i 2014 foretaget nedlukning af et antal filialer, og alle virksomhedens Backoffice funktioner er blevet samlet og optimeret i Holland. Disse omstruktureringer påvirkede 2014 regnskabet med henholdsvis 86 millioner i restruktureringsomkostninger og 31 millioner til nedskrivning af ejendomme.

Generelt indebar regnskabsåret 2014 markante omstillinger i driften af Solar. Regnskabsåret sluttede således med et underskud på DKK 234 millioner, som overvejende skyldes de ovenfor nævnte forandrings tiltag i virksomheden¹⁶. Regnskabsårets store underskudsdrivere er af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver samt amortisering af immaterielle anlægsaktiver, og er realiseret som et led i det markante strategiskift, som blev gennemført i forbindelse med, at Solar samme år fik ny administrerende direktør. Sammenlignet med tidligere regnskabsår synes beløbene markante, og som udenforstående kan man godt få den tanke, at Solars nye direktør har benyttet strategiskiftet som en god anledning til at "rydde op" i mange andre forhold i virksomheden. Det efterfølgende regnskab for 2015 udviser også fine resultater på bundlinjen, samtidig med, at ledelsen advarer om, at 2016 ikke kan forventes at udvise samme vækst i resultaterne. Ovenstående vil afhandlingen vende tilbage til i regnskabsanalysen.

Tilbage i 2007 introducerede Solar Lean-konceptet for at standardisere og optimere de interne processer i virksomheden og dermed skabe øget kvalitet og produktivitet¹⁷. Dette tiltag viste sig hurtigt at være en succes, idet antallet af leveringsfejl blev mindsket og medarbejdertilfredsheden steg, hvilket virksomheden i 2010 modtog en produktivitetspris for¹⁸. Efter at have optimeret de interne processer blev

¹⁴ Solar årsrapport 2015, side 8

¹⁵ <https://www.version2.dk/artikel/forsinket-sap-projekt-til-400-mio-koster-dansk-elgrossist-19431>

¹⁶ Solar årsrapport 2014, side 7

¹⁷ Solar årsrapport 2012, side 10

¹⁸ <http://www.jv.dk/artikel/861933:Business--Solar-faar-DI-s-produktivitetspris>

den overordnede strategi ændret en smule og det nævnte direktørskifte blev en realitet. I 2014 blev der truffet en ny stor beslutning om at udskifte koncerndirektør Flemming Tomdrup med Anders Wilhjem, og i samme forbindelse foretog Solar herefter et strategi- og "identitetsskift" fra at være grossist til at agere som sourcing- og servicevirksomhed. Formålet med identitetsskiftet er at få kunden endnu mere i fokus og dermed sikre bedre kundeoplevelser og øget konkurrenceevne¹⁹.

Det fremadrettede strategiske fokus er dermed med kunden som den primære succesfaktor, mens man fortsat vil arbejde med de interne processer og prøve at fastholde denne fremgang. Solar ønsker dermed aktivt at indgå i dialog og samarbejde med kunden, og Solar har indført flere initiativer, som skal medvirke til at sikre dette.

"Vi ønsker at indgå i et tæt samarbejde med hver kunde for at hjælpe med at optimere daglige arbejdsprocesser, udvikle kundens medarbejdere og hjælpe dem med at drive en lønsom forretning."²⁰

Af konkrete tiltag til at få et bedre samarbejde med kunden, er der bl.a. udviklet en Solar-APP og et Fastbox koncept. Solar-APP'en giver kunderne mulighed for at bestille produkter direkte på mobilen og tablet, ligesom APP'en giver kunderne mulighed for at time-registre deres tidsforbrug hos de enkelte kunder. Det er kun eksisterende kunder, der kan benytte applikationen, og den kan endvidere give mulighed for teknisk hjælp, adgang til specifikationer om produkterne samt bestilling og hurtig levering til ønsket adresse igennem fastboxing. Fastbox konceptet adskiller sig fra det almindelige leveringskoncept ved, at alle bestillinger afgivet på hverdage mellem 05:00 og 17:00 kan leveres indenfor 1-2½ time for en pris mellem DKK 99,- og 499,- pr. ordre, alt afhængig af størrelsen på ordren og hvor i landet, leveringen skal ske²¹. På den måde kan kunderne i løbet af dagen bestille produkter, som de akut mangler, og få disse leveret inden for 1 time. Dermed undgår kunderne at binde penge i lagerhold, og de sparer tid og penge ved ikke at skulle køre og hente produktet selv. Disse eksempler på nye tiltag kombineret med ældre tiltag som f.eks. Solar-skolen medvirker til at skabe værdi for kunden og dermed større kundeloyalitet. Kundeloyaliteten er en vigtig faktor, da Solars konkurrenter i vidt omfang leverer de samme produkter og ydelser som Solar.

Tiltagene for at skabe større kundetilfredshed involverer store investeringer i digital udvikling. Som nævnt er der således over de seneste år investeret store summer i Solars ERP-system(Solar 8000), Solar-APP'en og Fastbox-systemet. Investeringerne i digital udvikling kan tydelig ses på salget. Således udgjor-

¹⁹ Solar årsrapport 2015, side 3

²⁰ Solar årsrapport 2015, side 13

²¹ <http://www.solar.dk/menu/koncepter/fastbox>

de Solars digitale salg, via webhoppen på Solar.dk og gennem Solar-APP'en i 2015 regnskabsåret 45,9% af den samlede omsætning²². Solar vil også i de kommende år have fokus på den digitale udvikling.

”Vi investerer i digital udvikling, og det er en strategisk prioritet at fokusere på udviklingsaktiviteter, der kan give kunderne en bedre brugeroplevelse og en lettere forretningsgang.”²³

Successen i Danmark har også betydet at både Solar-APP'en og Fastbox leveringsmetoden er blevet implementeret på andre af Solars markeder. Dele af Sverige, Norge og Holland har dermed også fået mulighed for levering gennem fast boxing, og konceptet er under stadig større udbredelse²⁴. Det må forventes at Solar fortsat har fokus på kundeloyalitet og initiativer, som øger serviceniveauet og kvaliteten for kunderne. På den måde kan det godt være, at Solar ikke altid er den billigste løsning, men totalløsningen som Solar tilvejebringer, kan være værdifuld for kunderne. På sigt ser Solar endvidere et andet setup i branchen, end der er i dag, hvorfor Solar mener, at kunder intet lager har i den ideelle verden og dermed for leveret til tiden(just in time):

”I den ideelle verden har fremtidens kunder intet lager, får alt leveret til tiden, og arbejder eksklusivt og effektivt sammen med en supply chain-partner som Solar”²⁵.

Tiltag til de eksisterende markeder er ikke det eneste, Solar har fokus på, generelt vil virksomheden gerne vækste, men kun via profitabel vækst. Den profitable vækst er derfor i fokus, hvorfor aktiviteterne på det tyske marked er blevet frasolgt i 2015. Frasalget af Solar Deutschland og Aurora Group Danmark A/S har stillet Solar i en bedre finansielle situation, da specielt det tyske markedet har haft negativ indflydelse på indtjeningen p.g.a. hård konkurrence. Udover dette har det ført til mindre rentebærende gæld, ligesom salget har givet Solar ekstra likvide midler. Solars gode finansielle situation, som vil blive nærmere belyst i regnskabsanalysen har medført, at virksomheden har overvejelser om ekspansion. Således skriver Solar, at det planlagte aktietilbagekøb sker under hensyntagen til de igangværende sondringer vedrørende mulighed for ekspansion²⁶. Solar er specielt interesseret i forretningsaktiviteter, som kan skabe synergi eller aktiviteter, som kan give Solar mulighed for at tilbyde kunderne mere end det, de kan i dag²⁷. Solar har derfor i starten af 2016 købt en hollandsk supply chain specialist ved navn MAG45, som vil være med til at skabe mere synergi i Solar og skabe forudsætningerne for yderligere ekspansion. Ad-

²² Solar årsrapport 2015, side 14

²³ Solar årsrapport 2015, side 14

²⁴ <http://www.solarnorge.no/menu/siste+nytt/nyheter/solar+introducerer+fastbox+i+oslo+og+akershus> og <http://www.solar.se/menu/nyheter/nyheter/solar+fastbox+lanseras+i+sverige>

²⁵ Solar årsrapport 2015, side 13

²⁶ Solar årsrapport 2015, side 27

²⁷ Solar årsrapport 2015, side 16

ministrerende direktør Anders Wilhjem udtaler således:

”Da ekspansion af vores forretning er en vigtig del af Solars strategi om profitabel vækst, glæder vi os over købet af MAG45, og ser det som første skridt”²⁸

Det er dermed overvejende sandsynligt, at Solar ønsker yderligere ekspansion, hvilket også er vigtig viden til brug senere i afhandlingen.

Delkonklusion

Solar har opstillet nogle generelle strategiske mål som er blevet opsummeret i tabel 2 ovenfor. De senere år har virksomheden specielt haft fokus på at optimere driften af forretningen, for at blive mere konkurrencedygtig, hvorfor initiativer som lean og Solar 8000 er blevet implementeret. Solar har endvidere fortaget et identitetsskift til at være en sourcing- og servicevirksomhed med kunden i fokus. Der er således blevet udviklet APP's samt et fast boxing system for at skabe værdi for kunden. I den ideelle verden mener Solar endvidere ikke, at kunderne har et lager, og de får dermed leveret just in time.

Efter et direktørskifte i 2014 og et forøget fokus på profitabilitet blev Aurora Group og Solar Deutschland frasolgt. Solar går derfor en fremtid i møde med en strategi, der fokuserer på, at virksomheden kun vil lave profitabel vækst. Den profitable vækst behøver ikke kun være af organisk karakter, hvorfor Solar ser muligheder i at ekspandere ved et eller flere strategiske opkøb, som enten kan skabe synergi til forretningen eller give Solar mulighed for at tilbyde kunderne mere end i dag.

²⁸ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/02/01/nr-6-2016-solar-a-s-erhverver-mag45-en-hollandsk-supply-chain-specialist-og-offentliggør-det-foreløbige-resultat-for-2015-sam/13300567>

Konkurrentanalyse

Markedet for installationsprodukter er præget af en række aktører, der opererer såvel internationalt som lokalt på et eller flere af de markeder, som Solar sælger på. Af væsentlige aktører, som konkurrerer med Solar skal følgende kort præsenteres

- 1) **Sonepar**
- 2) **Rexel**
- 3) **Saint-Gobain (Brødrene Dahl)**
- 4) **Lemvigh-Müller**
- 5) **Sanistål**
- 6) **A&O Johansen (Brødrene A&O Johansen + billigVVS.dk)**

Ad 1. Sonepar

Sonepar er en fransk familieejet international koncern med over 43.000 ansatte og en årlig omsætning der overstiger 150 milliarder DKK²⁹. Virksomheden er 100% grossist, idet alle produkter sources gennem producenter og underleverandører verden over. Sonepar er specielt stærk på el-installationsmateriel samt løsninger inden for belysning og Heating, Ventilation and Air Conditioning (HVAC), sikkerhedssystemer og Home Automation³⁰. Sonepar er konkurrent til Solar i Sverige, Norge og Benelux, men er ikke repræsenteret på det danske marked, som er Solars største enkeltstående marked. Sonepar har forsøgt at komme på det danske marked, bl.a. ved et overtagelsesforsøg af Solar, hvilket vil blive yderligere belyst senere i denne afhandling under fondsejerskabets betydning.

Ad 2. Rexel

Rexel er ligeledes en fransk baseret, international koncern med ca. 35.000 ansatte og en årlig omsætning på over 97 milliarder DKK³¹. Rexel er i lighed med Sonepar primært en el-grossist, og virksomheden er repræsenteret i både Benelux, Norge og Sverige. I Sverige er Rexel meget aktiv med en årlig omsætning på ca. 4 milliarder SEK og over 700 medarbejdere. I Sverige sælger Rexel udover til de professionelle kunder også sine produkter og løsninger gennem en række større tilknyttede kæder, bl.a. Selga, Storel og Moel³². På de 3 nævnte markeder er Rexel således en stærk konkurrent til Solar, men i Danmark er Rexel således ikke repræsenteret. Rexel er dermed en primær konkurrent for Solar på alle markederne udover det danske.

²⁹ <http://www.sonepar.com/group/quick-facts>

³⁰ <http://www.sonepar.com/group/quick-facts>

³¹ <http://www.rexel.se/om-rexel>

³² <http://www.rexel.se/marknad/>

Ad 3. Saint-Gobain (Brødrene Dahl)

Saint-Gobain er en verdensomspændende virksomhed repræsenteret i 64 lande over hele jordkloden. Den årlige omsætning er på ca. 297 milliarder DKK og koncernen beskæftiger ca. 170.000 mennesker, hvoraf de 32.000 er i Europa³³. Saint-Gobain er også fransk ejet, og er en af Europas største industrikoncerner. Saint-Gobain leverer en lang række produkter og løsninger til byggeri og industri, og er i dag den største distributør af byggematerialer til sanitet, varme, isolering og VVS i Europa³⁴.

I Danmark, Norge og Sverige er Saint-Gobain på markedet for installationsprodukter (EL, VVS og HVAC) repræsenteret af Brødrene Dahl, som ifølge deres egen hjemmeside er Danmarks største VVS grossist, specialiseret inden for VVS, vand & afløb, værktøj, rør og ventiler³⁵. Brødrene Dahl, som er 100% ejet af Saint-Gobain, havde i 2014 ca. 1.080 ansatte, men realiserede i samme år et underskud på 18 millioner DKK, og året før et underskud på 29 millioner DKK³⁶.

Saint Gobain opererer på alle Solars markeder, og udgør dermed en stor konkurrent for Solar specielt i VVS segmentet. Koncernen distribuerer sine produkter gennem omkring 80 forretninger alene i Danmark.

Ad 4. Lemvigh-Müller A/S

Lemvigh-Müller blev grundlagt tilbage i 1846 som en familievirksomhed og har gennem organisk vækst og flere opkøb vokset sig til, efter eget udsagn, at være Danmarks største stål- og teknikgrossist³⁷. Med en omsætning på 5,1 milliarder DKK og 1.200 medarbejdere betjener Lemvigh-Müller markedet for EL, VVS, HVAC og belysning. Desuden har Lemvigh-Müller et forretningsområde, hvor man traditionelt har været meget stærk, nemlig leverance af produkter til stål- og metalindustrien³⁸.

Lemvigh-Müller er ejet af J-F. Lemvigh-Müller Holding A/S, som igen er ejet af 2 stk fonde, der fuldstændig kontrollerer virksomheden³⁹. Lemvigh-Müller Holding A/S er særdeles velkonsolideret med en meget høj egenkapitalandel, hvilket sikrer virksomheden en stor finansiel frihed.

Inden for EL og VVS vurderes Lemvigh-Müllers markedsandel at være høj. Alene inden for EL-området har konkurrencestyrelsen historisk (2005) opgjort virksomhedens markedsandel til at være ca. 40%⁴⁰.

³³ <https://www.saint-gobain.com/en/group/about-saint-gobain>

³⁴ <https://www.saint-gobain.com/en/group/about-saint-gobain>

³⁵ <https://www.bd.dk/da-dk/broedrene-dahl>

³⁶ <https://www.bd.dk/da-dk/broedrene-dahl/noegletal>

³⁷ <https://www.lemu.dk/da/om-os>

³⁸ <https://www.lemu.dk/da/om-os>

³⁹ <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=56973311&soeg=lemvigh-m%C3%BCller&type=Alle>

⁴⁰

<https://www.kfst.dk/~media/Afgoerelsesdatabase/Konkurrenceomraadet/Afgoerelser/2005/20050923%20%20Afgoerelse%20%20LemvighM%20ller%20Holding%20AS%20koeb%20af%20Louis%20Poulsen%20Elteknik%20AS.pdf>

Lemvigh-Müller er derfor Solars hårdeste konkurrent på det danske marked.

Lemvigh-Müllers forretning adskiller sig markant fra konkurrenterne ved, at virksomheden kun er repræsenteret i Danmark, Grønland og Færøerne.

For så vidt angår det danske marked minder Lemvigh-Müller og Solar forretninger meget om hinanden. Begge virksomheder har implementeret Lean for at effektivisere virksomheden og forbedre leveringssikkerheden og leveringskvaliteten og begge har foretaget store investeringer i ERP-systemer for at være fremtidssikret. Herudover er begge virksomheder mere eller mindre fondsejet, hvilket både kan have fordele og ulemper. Selve fondsejerskabets betydning vil blive behandlet og analyseret senere i denne opgave. Lemvigh-Müller har også udviklet webshop og applikation til smartphones og tablets til sine kunder, og har også sin egen form for Fastbox koncept som Solar, nemlig Lemvigh-Müller Ekspreslevering til en mindstepris på 169,- DKK⁴¹. Begge virksomheder har også i lighed med AO udviklet mobile APP's for at styrke konkurrenceevnen.⁴²⁴³

Specielt på det danske marked er der ingen tvivl om, at det er Lemvigh-Müller, Solar og AO, som kæmper om markedet.

Ad 5. Sanistål A/S

Sanistål er en gammel dansk virksomhed, som blev stiftet tilbage i 1926 til det formål at producere og sælge støbegods⁴⁴. I dag betegner virksomheden primært sig selv som service og grossist virksomhed med Danmark, Tyskland, Polen, Litauen, Letland og Estland som største markeder. Saniståls B-aktier blev børsnoteret på Københavns fondsbørs i 1984, mens A-aktierne fortsat blev ejet af familien helt frem til finanskrisen indtraf.

Finanskrisen ramte Sanistål hårdt idet virksomheden havde foretaget mange investeringer op til krisen, hvilket indebar, at virksomheden kom i store økonomiske vanskeligheder. Dette betød at virksomheden i 2011 blev nødt til at konvertere ansvarlig lånekapital til aktiekapital for at redde selskabet. Det betød, at Jyske Bank, Nordea Bank og Danske bank i dag tilsammen ejer langt den bestemmende andel af aktiekapitalen i Sanistål. Familien mistede dermed deres bestemmende position. Senere måtte Sanistål også slippe ejerskabet til Brødrene A&O Johansen, jf. afsnittet om A&O Johansen. Efter kriseperioden har det lykkedes Sanistål at vende økonomien og virksomheden realiserede et resultat på 84,3 millioner DKK i 2015 ud af en omsætning på 4,1 milliarder DKK⁴⁵.

Sanistål er også leverandør af artikler til EL-og VS markedet, som sælges via 47 forretninger landet over.

⁴¹ http://www.lemu.dk/da/service/logistik-og-lager/~//link.aspx?_id=E9239ECF700C4E5FBEC5D900235A33FC&_z=z

⁴² <http://www.installator.dk/lemvigh-m%C3%BCller-forts%C3%A6tter-den-gode-indtjening>

⁴³ <http://www.installator.dk/grossister-konkurrerer-p%C3%A5-mobil-applikationer>

⁴⁴ <https://www.sanistaal.com/da/om-sanistaal/fakta-om-sanistaal/historie.aspx>

⁴⁵ <https://publikationer.sanistaal.dk/Sanistaal/Finans/rsrapport2015/>

Som markedsandelene er p.t., er Sanistål dog ikke i stand til at true Lemvig-Müller, Solar og AO's positioner på markedet for installationsmateriel.

Ad 6. A&O Johansen (Brødrene A&O Johansen + billigVVS.dk)

AO (Brødrene A & O Johansen) blev etableret i 1914 og er i dag en af de vigtige grossister i byggebranchen med 625 ansatte og en årlig omsætning på 2,6 milliarder DKK, som sælges gennem 49 butikker i Danmark samt 6 i Sverige og 1 udsalgssted i Estland. AO afsætter og distribuerer indenfor fagområderne VVS, el, værktøj og maskiner, i Danmark, Sverige og Estland⁴⁶. Virksomheden er ligesom Sanistål og Solar børnoteret, og blandt ejerne af aktierne i AO kan man blandt andet finde konkurrenter som Sanistål og Lemvig-Müller, hvilket er lidt specielt. AO Johansen har også ydret ønske om at få disse konkurrenter ud af virksomheden, hvilket senest er lykkedes for så vidt angår Saniståls ejerandel, idet der er indgået en aftale, som netop er godkendt på AO's generalforsamling d. 18 marts 2016⁴⁷, hvorefter AO køber egne aktier af Sanistål. Herefter er Lemvig-Müller fortsat medejer med 71.351 aktier svarende til 6,62% af stemmerne⁴⁸. Den bestemmende aktiepost i AO ejes af en virksomhed ved navn Evoleska Holding AG, som er situeret i Schweiz.

AO Johansens primære målgruppe har altid været det professionelle segment, men i 2015 købte AO web-butikken BilligVVS.dk⁴⁹, som sælger EL- og VVS udstyr direkte til det private marked. Købet blev godkendt af konkurrencestyrelsen med det argument, at billigVVS.dk primært henvender sig til privatkunder og overtagelsen derfor ikke ville reducere konkurrencen på markedet for professionelle kunder⁵⁰. Dette område vil blive uddybet i afsnittet om Porters 5 forces.

Efter AO's overtagelse af billigVVS.dk er omsætningen steget fra 2,2 milliarder DKK i 2014 til 2,6 milliarder DKK i 2015⁵¹. Før overtagelsen vurderede konkurrencemyndighederne, at AO efter overtagelsen af billigVVS.dk, ville have omkring 25% markedsandel for VVS og VA segmentet⁵².

Selv om både Solar og Lemvig-Müllers forretningsvolumener er større, er AO nok en virksomhed, som de bør følge tæt. AO har således over de seneste år genfundet sin rolle i markedet og indset, at den tekniske udvikling kombineret med skift i kundernes købsmønster ændrer markant på den måde, hvorpå bl.a. EL- og VVS artikler distribueres. AO har taget konsekvensen, og sælger også nu direkte til slutkun-

⁴⁶ <https://ao.dk/om-ao/fakta-om-ao/kort-om-ao/>

⁴⁷ A&O Johansen Årsrapport 2015, side 11

⁴⁸ A&O Johansen Årsrapport 2015, side 14

⁴⁹ <http://www.billigvvs.dk/>

⁵⁰ <http://www.kfst.dk/Indhold->

<KFST/Nyheder/Offentliggørelser/2015/~media/9EF8099709AE4552B4C3C0021B3DA1FD.ashx>

⁵¹ <http://www.installator.dk/ao-opk%C3%B8b-af-billig-vvs-sikrer-overskud>

⁵² <http://www.kfst.dk/Indhold->

<KFST/Nyheder/Offentliggørelser/2015/~media/9EF8099709AE4552B4C3C0021B3DA1FD.ashx>

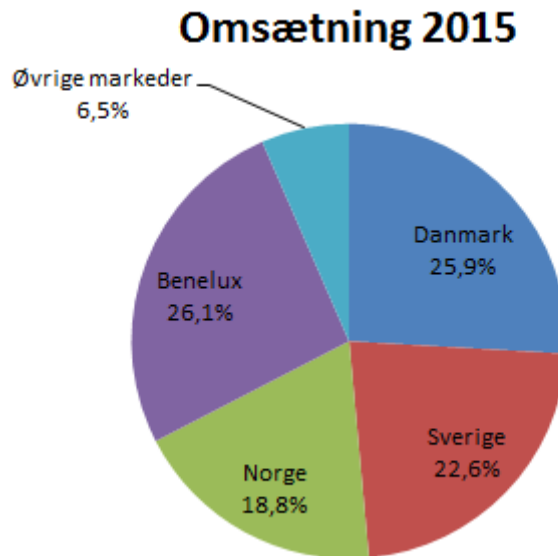
derne gennem BilligVVS.dk. Med dette tiltag udfordrer AO grossisternes, på det danske markeds, traditionelle kanalstrategi.

Virksomhed	Omsætning (År)	Resultat
Solar A/S	10,6 milliarder DKK (2015)	Årets resultat: + 167 millioner DKK
A&O Johansen A/S	2,6 milliarder DKK (2015)	Resultat før skat: + 115,5 millioner DKK
Brødrene Dahl (Saint Gobain's danske marked)	3,9 milliarder DKK (2014)	EBIT: - 12 millioner DKK
Lemvig-Müller	5,3 milliarder DKK (2015)	Årets resultat + 76,9 millioner DKK
Sanistål A/S	4,1 milliarder DKK (2015)	EBIT: + 85 millioner DKK
Sonepar	150 milliarder DKK (2015)	
Rexel	97 milliarder DKK (2015)	EBITA: 4,29 milliarder DKK
Saint Gobain	297 milliarder DKK (2015)	EBITDA: 28,8 milliarder DKK

Tabel 3. Opsummering af konkurrencesituationen. Egen tilvirkning.

Markedsanalyse

Som nævnt afsætter Solar sine produkter indenfor el-, vvs- og ventilationsteknologi i flere lande, men primært i Nordeuropa. De markeder som Solar afsætter på er følgende; Danmark, Norge, Sverige, Holland, Belgien, Polen, Østrig og Færøerne. Nedenfor ses omsætningen fordelt på markeder i 2015. Det har tidligere været muligt at opgøre Holland og Belgiens respektive omsætningstal. I 2013 udgjorde Holland således 91% af den samlede omsætning i Benelux⁵³.



Figur 2 - Omsætning fordelt på lande i 2015⁵⁴

De største og vigtigste markeder er således Danmark, Holland, Sverige og Norge, som vil blive nærmere analyseret i det følgende. Helt overordnet har Solar selv nogle forventninger til forretningsområderne Installation og Industri, disse forventninger vil blive medtaget i markedsanalysen af de forskellige markeder. Solar har følgende opsummering af deres markeder "Vi er i et geografisk markedsområde uden stor vækst, så mange forbedringer skal komme indefra"⁵⁵. Solar oplevede helt overordnet en flot organisk omsætningsvækst i 1. og 2. kvartal 2015 men blev herefter op bremsset, hvilket giver grund til bekymring for 2016⁵⁶.

⁵³ Solar årsrapport 2013, side 18

⁵⁴ Solar årsrapport 2015, side 46

⁵⁵ Solar årsrapport 2014, side 13

⁵⁶ Solar årsrapport 2015, side 9

Danmark

Det danske marked udgjorde for Solar 25,9% af den samlede omsætning og er dermed det største enkeltstående marked for Solar. Den øgede og høje konkurrence mellem de 4 store grossister på markedet har også stor betydning for omsætningen og profitabiliteten for Solar. De seneste år har Solar og konkurrenterne været hårdt ramt af faldende nybyggeri og renovation⁵⁷, hvilket tydeligt kan mærkes på omsætningen. Det faldende nybyggeri og renovering påvirker efterspørgslen efter el-, VVS- og ventilationsprodukter negativt, og som man kan se i bilag 1, er nybyggeri af ejendomme det laveste i mange år. Indenfor installation og renovation har man i 2015 oplevet en vækst i Danmark indenfor områder som energioptimering og intelligente bygningsinstallationer, ligesom store offentlige byggeprojekter som sygehusbyggeriet er gået ind i en fase, hvor installationsarbejdet blev påbegyndt⁵⁸. Byggesektoren på det danske marked er dog generelt præget af overkapacitet og stor priskonkurrence om de få opgaver, der nu engang kommer⁵⁹.

Ligesom at den globale og danske økonomi er i fremgang vil nybyggeriet blive påvirket, da der er stor korrelation mellem nationaløkonomisk udvikling og nybyggeriets udvikling. Den danske økonomi er således i bedring, men det tager tid før markedet er på eller bare tæt på niveau som før finanskrisen.

Solar's egne forventninger til 2016 på det danske marked er på baggrund af overstående ikke høje. Virksomheden forventer indenfor installation ikke nogen ændring i forhold til 2015, mens den indenfor industri forventer en svag positiv udvikling eksklusivt offshore segmentet⁶⁰. Af politiske tiltag på det danske marked kan nævnes håndværkerfradraget, som kan øge aktiviteten indenfor renovation og nybyggeri. Håndværkerfradraget vil blive uddybet i de Politiske faktorer i PEST analysen senere i denne opgave.

Holland

Holland er det største marked indenfor det geografiske segment Solar kalder Benelux og stod i 2013 for 21,2% af hele Solars omsætning⁶¹. Forventningerne fra Solar til det hollandske marked er meget blandede. Mange erhvervslejemål står stadig ledige, og antallet af nye byggetilladelser er faldende for både privat og offentligt ejendomsbyggeri, men niveauet er dog stadig højere end i samme periode sidste år⁶². De mange ledige erhvervslejemål kan have den betydning, at der ikke er behov for at bygge nyt,

⁵⁷ <http://www.dst.dk/da/Statistik/NytHtml?cid=20639>

⁵⁸ <http://bygtek.dk/artikel/el-lys/paen-vaekst-i-installationsbranchen>

⁵⁹ http://www.building-supply.dk/article/view/131847/hard_konkurrence_presser_vsgrossister#.Vxx1DbVf1uE

⁶⁰ Solar årsrapport 2015, side 8

⁶¹ Solar årsrapport 2013, side 18

⁶² Solar årsrapport 2015, side 8

men Solar forventer på trods af alt det, samlet set en svagt positiv markedsudvikling på det hollandske marked. Dette kan til dels skyldes den hollandske økonomis fremgang som ifølge Euromonitor vil influere og forøge antallet af "Home Improvements" i Holland i de kommende år⁶³. Specielt produkter i forbindelse med Smart Homes og energibesparende løsninger er blevet mere populære på det hollandske marked⁶⁴. Hollands økonomiske fremgang kan have den betydning, at flere erhvervslejemål bliver udlejet, og at der på sigt kan komme en forøget stigning i nye byggetilladelser. Yderligere har Solar investeret i tiltag på det hollandske marked, som Fastbox leveringsmetoden. Alt dette kan give en svagt øget omsætning til Solar på det hollandske marked. Det hollandske marked er dog præget af hård konkurrence, og priskonkurrencen har medført lave EBITA-marginer på markedet for Solar⁶⁵.

Af ikke organisk vækst, har Solar A/S pr. 1. februar 2016 overtaget virksomheden MAG45, som er en supply chain-specialist med hovedkontor i Eindhoven i Holland. Opkøbet af MAG45 vil påvirke omsætningen på det hollandske markedet, som skønnes at blive påvirket med omkring DKK 310 millioner kroner i 2016⁶⁶.

Sverige

Gør det selv bølgen har i Sverige været meget populær de sidste mange år, hvilket også ofte betyder, at materialerne m.v. som bliver brugt hertil bliver købt ind direkte af slutbrugeren. Da Solar afsætter sine produkter B2B og dermed oftest til professionelle installatører indenfor VVS, El m.v., mister man omsætning på denne gør det selv trend. På trods af dette benytter svenskerne ofte professionelle håndværkere til de mere komplicerede opgaver samt opgaver, som kun er lovligt at udføre for professionelle⁶⁷. Sverige har ligesom i Danmark haft en ordening lignende håndværkerfradraget, som efter 2015 bliver ændret, hvilket kommer til at have betydning for markedet i de kommende år og markant sænker Solars forventninger til 2016⁶⁸. Solar oplevede på det svenske marked en organisk vækst på hele 9%.⁶⁹ Det positive ved det svenske marked er, at de har et stigende befolkningstal, hvilket alt andet lige kan betyde mere nybyggeri m.v. Den svenske regering planlægger endvidere at opføre 250.000 nye boliger, i

⁶³ <http://www.euromonitor.com/home-improvement-in-the-netherlands/report>

⁶⁴ <http://nederlandene.um.dk/da/eksportraadet/sektorer-i-fokus/byggeri>

⁶⁵ Solar årsrapport 2013, side 20

⁶⁶ Solar årsrapport 2015, side 9

⁶⁷ <http://www.euromonitor.com/home-improvement-in-sweden/report>

⁶⁸ Solar årsrapport 2015, side 8

⁶⁹ Solar årsrapport 2015, side 46

form af lejeboliger og kommunalt byggeri, fra 2015-2020⁷⁰. Dette kan påvirke den fremtidige vækst for Solar på det svenske marked positivt.

De forventninger som Solar har til det svenske marked er markant lavere, end hvad der blev leveret i 2015. Solar forventer en positiv udvikling indenfor installation, men ikke på niveau med 2015 idet den svenske tilskudsordning som nævnt er blevet ændret, og indenfor industri segmentet forventer man samme svage positive udvikling som på det danske marked⁷¹.

Norge

Udviklingen på det norske marked bærer præg af en stigning i det norske indbyggertal og et demografisk skift. Det demografiske skift skyldes, at befolkningen på landet vil flytte til de større byer i de kommende år af mange forskellige årsager, f.eks. for at få arbejde⁷². Det forventes således, at f.eks. Oslo vil have 790.000 indbyggere i 2030 mod de 627.000 i 2013 og andre store byer i Norge vil have samme udvikling i indbyggertal⁷³. Denne samfundsudvikling og demografiske skift vil betyde, at der i de kommende år vil blive bygget flere boliger, skoler m.v. til at dække de kommende års nye indbyggere. Helt konkret forventes det, at der på landsplan skal bygges 38.000 nye boliger årligt frem mod 2020⁷⁴, hvilket Solar har mulighed for at udnytte.

Solars egne forventninger er efter flere års negativ udvikling på det norske marked, at der i 2016 vil være en svagt positiv udvikling, som dog kan blive påvirket negativt af offshore-industrien⁷⁵. Generelt er det norske marked svært at komme med forudsigelser om, da det er enormt påvirket af olieprisudviklingen. Dette skyldes at Norges økonomi er stærkt afhængig af olieprisen, hvilket således smitter af på nybyggeriet og renoveringerne for både offentlige og private ejendomme. Usikkerheden gør, at folk ikke tør investere mere end højst nødvendigt i deres ejendomme. En stor del af Solars offshore omsætning stammer fra det norske marked, idet Norge sidder på mange af rettighederne til Nordsøen. Grundet udfordrende og faldende priser på energi har Solar oplevet så stærk negativ vækst i offshore-industrien, at det har betydet, at væksten på hele industriområdet, inkluderet de andre lande, blev ca. -3%⁷⁶.

⁷⁰ <http://sverige.um.dk/da/eksportraadets-nyheder/newsdisplaypage/?newsid=f97dae5d-0b94-4480-9a2e-82e91fa4793e>

⁷¹ Solar årsrapport 2015, side 8

⁷² <http://norge.um.dk/da/eksportraadets-norge-som-marked/sektorer-i-fokus/>

⁷³ <http://norge.um.dk/da/eksportraadets-norge-som-marked/sektorer-i-fokus/>

⁷⁴ <http://norge.um.dk/da/eksportraadets-norge-som-marked/sektorer-i-fokus/>

⁷⁵ Solar årsrapport 2015, side 8

⁷⁶ Solar årsrapport 2015, side 7

Øvrige markeder

Solar har som de seneste markeder valgt at afsætte sine produkter i Østrig og Belgien, hvilket både er positivt og negativt. Lidt modsat hinanden har det østrigske marked taget godt imod Solar og bidraget til forøget omsætning og forbedret EBITDA margin, mens salget og indtjeningen har vist sig at være udfordret i Belgien. På begge markeder har Solar konkurrence fra Sonepar, Rexel og Saint Gobrain Distribution, hvilket som nævnt er nogle kæmpe virksomheder indenfor henholdsvis el og vvs⁷⁷. Det østrigske og belgiske marked udgør på nuværende tidspunkt dog kun en relativ lille del af Solars aktiviteter.

⁷⁷ Afsnit Konkurrentanalyse

PEST-analyse

For at analysere de eksterne forhold der påvirker Solar, benyttes PEST-analysen. Analysens formål er, at give et overblik over de væsentlige faktorer, som påvirker Solar makroøkonomiske omverden og dermed har en indirekte indflydelse på budgetteringen i denne opgave.

Politiske faktorer

Af Solars samlede årlige omsætning hidrører næsten 94% fra 4 Europæiske lande/områder, som er: Danmark, Benelux, Sverige, Norge. Heraf er hjemmemarkedet (Danmark) det største enkeltland med en omsætningsandel på 25,9% af Solars samlede omsætning. Da afsætningen af Solars produkter både er konjunkturfølsom og afhængig af myndighedskrav (bygningsreglementer, miljøkrav m.v.), kan lokale politiske tiltag påvirke salget meget. Det er derfor af betydning for Solar, ikke kun at følge med i den politiske udvikling i Danmark, men også i de 3 andre nævnte lande/områder. I det følgende nævnes en række politiske faktorer, som har betydning for Solars forretning.

Fradrag for byggeri og renoveringer

I Danmark indførte den daværende VK-regering i 2011 et Servicefradrag, bedre kendt som håndværkerfradraget, som gav skatteyderne mulighed for at fratække udgifter til bygningsmæssige vedligeholdelses og renoveringsarbejder på selvangivelsen⁷⁸. Formålet var at stimulere den hjemlige økonomi og dermed få flere ledige i arbejde. Ordningen blev hurtigt meget populær og har fungeret på samme måde i årene 2012 - 2015. I 2016 og 2017 vil håndværkerfradraget blive ændret lidt, således at ordningen får en mere grøn profil⁷⁹, og det vil f.eks. ikke være muligt at få fradrag for f.eks. nedrivning og opsætning af køkken og badeværelse⁸⁰. Dette er en faktor, som kan påvirke Solar. Til gengæld sættes der i det nye håndværkerfradrag på energivenlige løsninger, hvilket er et område, som Solar også har fokus på. Mange af Solars produkter kan derfor stadig bruges, når der skal foretages renovering og nybyggeri, hvilket også er inden for håndværkerfradragets nye retningslinjer. Generelt medvirker håndværkerfradraget til en efterspørgsel på Solars produkter, som ellers ikke ville have fundet sted. For at sikre optimal styring af indkøb og lager er det derfor af betydning for Solar konstant at holde sig orienteret om ordningernes udløb og eventuelle fornyelser.

Solcelleordninger

På energisiden har der gennem flere år været en ordning i Danmark, der understøttede opsætning af

⁷⁸ <http://www.3byggetilbud.dk/tips/haandvaerkerfradrag-infografik/>

⁷⁹ <http://www.energihome.dk/nye-groenne-haandvaerkerfradrag-2016-2017/>

⁸⁰ <http://www.3byggetilbud.dk/tips/haandvaerkerfradrag-infografik/>

solceller i private husstande. Disse ordninger har været baseret på et såkaldt "Nettoafregningsprincip"⁸¹, som sikrer solcelleejeren en given afregningspris på overskydende strøm. Ordningen har været aktiv i takt med, at skiftende regeringer har frigivet midler til området, hvilket har afstedkommet perioder med stærk efterspørgsel efter solceller og invertere, efterfulgt af perioder med næsten total stilstand, fordi den aktuelle pulje har været opbrugt⁸². I perioder hvor der har været åbne puljer, forøger det Solars salg af solceller og forøger dermed omsætning. Ordningen er et godt eksempel på, hvordan politiske tiltag kan påvirke efterspørgslen efter produkter, som Solar leverer. Tilsvarende ordninger har også eksisteret i flere af de andre lande, hvori Solar opererer, og på alle markeder med samme op- og nedture for omsætningen. Specielt solcelleområdet viser, hvor vigtigt det er for Solar at følge nationale politiske tiltag, dels for at kunne handle i tide for at tilfredsstille den forøgede efterspørgsel, men også for at undgå at "brænde inde" og dermed binde penge i større lagre af produkter, som ikke kan sælges, fordi en given solenergipulje er opbrugt.

Standarder og krav

I Danmark er der meget specifikke krav og forskrifter for byggeri og renovering. Disse er overordnet beskrevet i Bygningsreglementet, som beskriver kravene til næsten alt rækkende fra materialekrav over energikrav til vinduer og døre, varmepumper og ventilationssystemer, køleanlæg og elevatorer til lufttæthed, lysforhold og indeklima i bygninger⁸³. De fleste krav er forankret i Dansk Standards klassifikationsgruppe 91: Byggeri og anlæg⁸⁴. For en sourcing- og servicevirksomhed som Solar er det af stor vigtighed løbende at kende til kravene, og ikke mindst til kommende krav, således at markedets efterspørgsel til enhver tid kan imødekommes med de rigtige produkter. Udfordringen opstår, når man som Solar skal servicere flere lande, der alle i lighed med Danmark har nationale standarder, som skal opfyldes med godkendte produkter. Det er et stort arbejde selv for en virksomhed af Solars størrelse at overvåge alle tekniske og lovgivningsmæssige forhold. Omvendt oppebærer leverandørerne af installationsmateriel også en ret attraktiv avance på de "nationale produkter". I Danmark er en stikkontakt af Lauritz Knudsens Fuga type f.eks. dobbelt så dyr som en funktionelt tilsvarende stikkontakt fra Tyskland af Schuko typen⁸⁵. Dette vidner om den næsten enerådende position, som Lauritz Knudsen gennem årene har haft på det danske marked⁸⁶, og da 95 % af alt installationsmateriel traditionelt distribueres gennem de 3 tidligere nævnte grossister, siger dette noget om de udfordringer, som Solar vil stå over for.

⁸¹ <http://www.energinet.dk/DA/EI/Solceller/oensker-du-solceller/Sider/default.aspx>

⁸² http://solcelleguiden.dk/solceller_spoergsmaal.asp?ID=37

⁸³ <http://bygningsreglementet.dk/>

⁸⁴ <http://www.hfb.dk/nyheder/generelle-nyheder/nyhed/article/nye-danske-byggestandarder>

⁸⁵ <https://ing.dk/artikel/kronik-danske-stikkontakter-er-en-dyr-tikkende-bombe-168199>

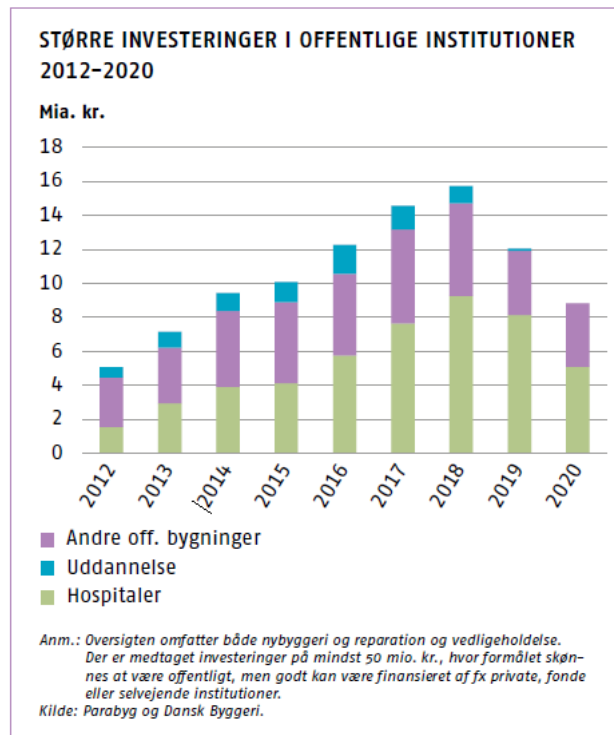
⁸⁶ <http://www.business.dk/diverse/kortslutning-af-lauritz-knudsen-monopol>

Danmarks tilknytning til EU indebærer dog, at de nationale standarder i stigende grad må vige for nye Europæiske standarder, der er forankret i EU-forordninger. Det reducerer overvågningsarbejdet og varesortimentets størrelse, men øger samtidig konkurrencen mellem leverandørerne. Fremover skal de nemlig kun producere til én Europæisk standard og ikke til flere nationale standarder. På EL-markedet kan dette f.eks. indebære, at de nationale standarder for elinstallationsmateriel bliver faset ud til fordel for den Europæiske Schuko standard, som anvendes i mange Europæiske lande⁸⁷. Hvis dette slår igennem i Danmark vil Lauritz Knudsens (ejet af Schneider) de facto monopol på EL-materiel til det danske marked komme under markant pres. Det samme vil Solars forretning, da der syd for Danmark findes en lang række producenter, som er klar til at levere til det danske marked. Det er leverandører som Legrand, Hager Group, Jung, Nico Group m.fl. Da der er tale om store og økonomisk velfunderede virksomheder kan man sagtens forestille sig, at disse vælger at etablere egne distributionskanaler i Danmark – d.v.s. uden anvendelse af grossister som Solar. Dette indebærer en trussel for Solar og understreger yderligere behovet for, at Solar følger det politiske arbejde tæt.

Kommunale investeringer/byggeri

Salget af Solars produkter er tæt knyttet til den generelle byggeaktivitet i samfundet. I perioder hvor verdensøkonomien rent makroøkonomisk er i krise eller recession, kan politikerne til tider vælge at investere i infrastruktur eller byggeri for at "få hjulene i gang" i økonomien. Dette kan betyde, at der regionalt eller kommunalt besluttes investeringer i offentlige bygninger som eksempelvis børnehaver, skoler, hospitaler m.v. Anlægsarbejder af denne slags kan have stor betydning for Solars omsætning, da næsten alle Solars produkter bliver anvendt i byggeriet. Og betydningen af offentlige anlægsarbejder er ikke ubetydelig: Nedenstående graf illustrerer udviklingen i offentlige investeringer i Danmark over de seneste år. Som det ses, er der over de næste år planlagt markante investeringer på hospitalsområdet. Og det er store anlægsinvesteringer, der er tale om. Den afledte efterspørgsel efter Solars produkter vil givetvis være betydelig.

⁸⁷ <https://en.wikipedia.org/wiki/Schuko>



Figur 3, Kilde: Dansk Byggeri: Konjunkturanalyse februar 2016⁸⁸

Konkurrencemyndighederne

Indgreb fra konkurrencemyndighedernes side er også en faktor, som bør være med i Solars overvejelser. Således er det almindeligt kendt, at konkurrencevilkårene på specielt EL- og VVS-markedet gennem mange år har været ret særprægede, nærmest med monopollignende tilstande. Hvis man eksempelvis betragter markedet for elinstallationsmateriel i Danmark er det sådan, at ca. 90 % af alle solgte produkter er fra Lauritz Knudsen – og i tillæg distribueres ca. 95 % af alt materiel gennem de 3 store grossister: Solar, Lemvigh-Müller og AO. Det er oplagt, at en struktur som denne ikke levner megen plads til konkurrence. Både Sikkerhedsstyrelsen og konkurrencestyrelsen har da også over de forgangne år haft branchen i kikkerten. Første gang i slutningen af 2008, hvor man påbegyndte en større udredning af vilkårene i branchen⁸⁹. Solar bør være meget opmærksom på dette udredningsarbejde, da et eventuelt indgreb kan ændre markedsvilkårene markant. I tillæg er det ikke kun i Danmark, at der eksisterer sådanne monopollignende tilstande. I Belgien sidder eksempelvis Nico Group på en markedsandel og vilkår, der til forveksling ligner det, som Lauritz Knudsen/Schneider besidder i Danmark.

⁸⁸ http://www.danskbyggeri.dk/media/6241/konjunkturanalyse_2016_net.pdf

⁸⁹ <http://www.business.dk/diverse/kortslutning-af-lauritz-knudsen-monopol>

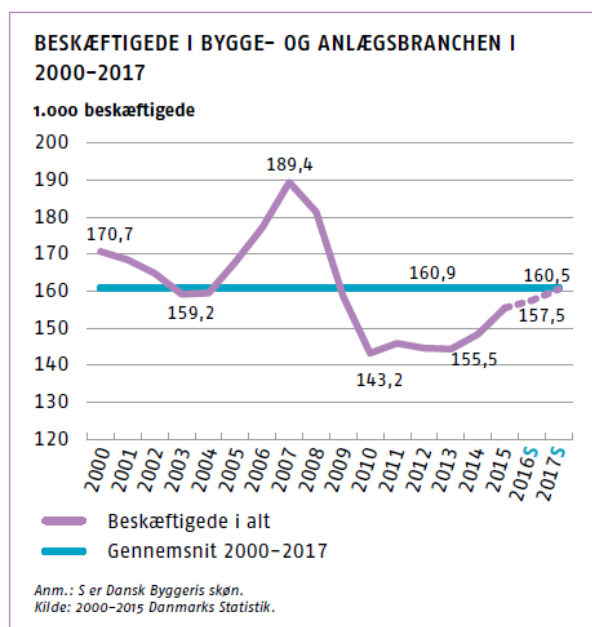
Økonomiske faktorer

De makroøkonomiske faktorer har stor betydning for den branche, som Solars arbejder i. Bl.a. skal følgende nævnes:

Konjunkturfølsom branche

Som bekendt er byggeaktiviteten meget afhængig af temperaturen i samfundsøkonomien. Med et produktsortiment med stort set alle produkter inden for EL, VVS og ventilation er det indlysende, at Solars omsætning må være afhængig af bygge-, anlægs- og renoveringsaktiviteterne i samfundet. I Danmark boomede byggebranchen i årene 2004 til ultimo 2008, hvor finanskrisen tog fat, og man kan konstatere en tilsvarende udvikling i Solars omsætning. Figuren nedenfor viser udviklingen i beskæftigelsen i bygge- og anlægsbranchen, og som det ses, toppede beskæftigelsen ved indgangen til 2008, hvor krisen indtraf. I de samme år havde Solar uafbrudt omsætningsfremgang. Således voksede Solars omsætning fra 2004 til 2008 med ikke mindre end 76%, og omsætningen i 2008 var Solars hidtil højeste med en omsætning på 11,2 milliarder DKK. Herefter faldt Solars omsætning også.

Eksemplet illustrerer, hvor konjunkturfølsom branchen er. Når konjunkturerne skifter har det stor indflydelse på Solars forretning, og det udgør en seriøs trussel for dem. Det har derfor stor betydning for virksomheder som Solar at følge den makroøkonomiske udvikling.



Figur 4, Kilde: Dansk Byggeri: Konjunkturanalyse februar 2016⁹⁰

⁹⁰ http://www.danskbyggeri.dk/media/6241/konjunkturanalyse_2016_net.pdf

Udviklingen på boligmarkedet

I lighed med de økonomiske konjunkturer, har udviklingen på boligmarkedet stor betydning for Bygge- og anlægsbranchen, og dermed for Solars forretning. Når der er mange bolighandler og priserne stiger, frigøres der kapital, som i stort omfang anvendes til renovering og istandsættelse. Det er godt for økonomien og en vigtig vækstfaktor for byggebranchen som helhed. "Boligmarkedets betydning for andre dele af økonomien - fx privatforbruget - kan ifølge Dansk Byggeri næsten ikke overvurderes" Cheføkonom Bo Sandberg, Dansk Byggeri.⁹¹

Balancen mellem at købe "brugt" og bygge nyt har også betydning for økonomien. Forholdet kan forklares ved anvendelse af "Tobin's Q Ratio"⁹², udviklet af Professor på Yale James Tobin⁹³. Teorien beskriver f.eks., at hvis prisen på et eksisterende hus overstiger prisen på at bygge et helt nyt hus, vil forbrugerne have et incitament til at bygge nyt, frem for at købe et eksisterende hus. Selvom teorien om Tobin's Q Ratio i kriseperioder konkret påstår at folk vil købe eksisterende frem for at bygge nyt, er virkeligheden en lidt anden, da mange andre faktorer som eksempelvis præferencer hos forbrugeren også spiller ind. Nogle vil derfor foretrække at bygge et nyt hus, selvom teorien klart viser, at det bedst kan betale sig at købe et eksisterende, og det er derfor, der stadig ses nybyggeri selvom det er krisetider. Det forhold, at der også kan være mangel på ledige byggegrunde, spiller imidlertid også ind. Dette har man set gennem de seneste år, hvor der har været store demografiske skift til storbyerne, herunder hovedstadsområdet. Københavns indbyggertal vokser stærkt, og det skaber efterspørgsel efter boliger og byggegrunde⁹⁴. Ønsket om at bygge nyt bliver derfor begrænset af mangel på plads. Alt andet lige har nybyggeriet den største betydning for salget af Solars produkter.

Udvikling i bruttonationalproduktet globalt

Nedenstående figur viser udviklingen i BNP for de lande, som Solar opererer i. Udviklingen er vist i "real BNP", d.v.s. bruttonationalproduktet i faste priser.

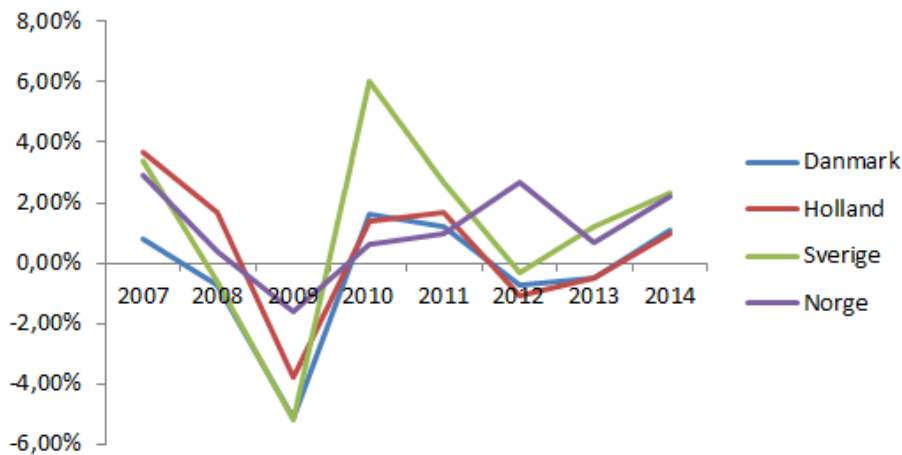
⁹¹ <http://danskbyggeri.dk/presse-politik/nyheder/2016/dansk-byggeri-venter-lave-vaekstrater-paa-boligmarkedet/>

⁹² <http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

⁹³ https://da.wikipedia.org/wiki/James_Tobin

⁹⁴ https://www.kk.dk/sites/default/files/uploaded-files/Nogletalsrapport_2015.pdf

Real BNP vækst



Figur 5, Real BNP Vækst⁹⁵

Som det ses, er trenden den samme, uanset land: Der er en ret så tydelig sammenhæng mellem udviklingen i BNP og i Solars forretningsvolumen. Det interessante, som Solar bør kunne drage nytte af er, at udviklingen er lidt forskudt fra land til land, og væksten henholdsvis recessionen er forskellig. Eksempelvis har Sverige haft langt kraftigere vækst i BNP end de øvrige tre lande. Udviklingen viser, hvor vigtigt det kan være for Solar at være i stand til at allokere forretningskapaciteten derhen, hvor væksten er til stede.

Sociale faktorer

Købsmønstre hos kunderne

Ændringer i købsmønstre hos kunderne kan have stor betydning for forretningen. Internettets udvikling ændrer i hastigt tempo den måde kunderne handler på, og ændrer også kundernes forventninger til f.eks. leveringstid m.v. Endvidere giver Internettet større gennemsigtighed i priserne, og dermed mere fokus på prisen som handlingsparameter. Dette sætter den traditionelle grossistrolle og dermed grossisternes kanalstrategi under pres. De traditionelle grossister skal til at "genopfinde" sig selv, og være i stand til at dokumentere, hvad deres "Value add" egentlig er. Grossisten kan derfor, for nogle forbrugere, betragtes som et fordyrende mellemlid, da det i dag er muligt at købe direkte fra internettet. Flere af de store grossister er i fuld gang med at tilpasse sig denne nye virkelighed, og senest har vi set, at AO har købt den danske virksomhed "BilligVVS.dk"⁹⁶. Sidstnævnte er en webshop, der handler med installationsudstyr direkte med forbrugeren, og dermed udenom grossisterne. Ud fra de foreliggende informationer og ikke mindst de store investeringer i IT-teknologi, som Solar har foretaget over de seneste år, er

⁹⁵ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries>

⁹⁶ <http://www.billigvvs.dk/>

det vurderingen, at Solar er i god position til at møde disse udfordringer. Som beskrevet i strategifsnittet har Solar eksempelvis skiftet identitet fra traditionel grossist til sourcing- og servicevirksomhed.

Teknologiske faktorer

Den teknologiske udvikling går stærkt, og breder sig hastigt til bygge- og anlægsbranchen. Nye grønne produkter, som kan spare på energiregningen eller lignende, myldrer frem og udviklingen inden for "Internet of Things"⁹⁷ er i rivende udvikling. Boligen bliver i stigende omfang intelligente og selvtænkende, og kræver i stærkt stigende grad integration med Internet via WiFi eller 4G/Edge teknologi m.v. Dette stiller store krav til aktørerne i branchen, fordi udviklingen går så hurtigt, og ikke mindst fordi det stiller nye krav til grossisternes kompetence. Nu skal grossisterne have viden om Internet, kommunikation, mobilintegration, APP-anvendelse og cloud-computing m.v. Kompetencer som for bare få år siden var mindre relevant i en virksomhed som Solar. Hvis Solar ikke følger denne udvikling, kan virksomheden risikere at miste markedsandele til konkurrenterne. Et eksempel på at Solar ikke har fuldt med er, at konkurrenten Lemvigh-Müller har indgået en eksklusiv aftale om salg af produkter fra Zense Technology A/S, som leverer et integreret system til styring af energi i boligen⁹⁸.

Med de organisatoriske ændringer, som Solar har gennemført over de seneste år, er det dog vurderingen, at Solar har tilstrækkeligt beredskab og faglig kompetence til at drage nytte af denne rivende udvikling.

⁹⁷ https://da.wikipedia.org/wiki/Internet_of_Things

⁹⁸ <http://www.installator.dk/lemvigh-m%C3%BCller-og-zense-technology-i-nyt-samarbejde>

Porters 5 forces

Formålet med Porters 5 forces er i denne opgave, at belyse de fem elementer, som har indflydelse på strukturen og styrkeforholdet i den branche, som virksomheden befinder sig i⁹⁹. Solar befinder sig indenfor business to business markedet for sourcing, salg og logistik af el-, vvs- og ventilationsteknologi. Det er derfor relevant for budgetteringen at vide, hvordan struktur og styrkeforhold er i denne branche.

Truslen fra nye indtrængere

Den generelle konkurrencesituation i branchen består af nogle få store aktører, som dominerer hele markedet. Lemvig-Müller, Solar, A&O Johansen og Brødrene Dahl sidder eksempelvis på hele det danske marked for EL- og VVS komponenter, men er også repræsenteret i de nærmeste nabolande og generelt i Nordeuropa¹⁰⁰. Denne konkurrencesituation kan karakteriseres som differentieret oligopol¹⁰¹, idet der er få men store leverandører på markedet. I praksis sidder Solar, Lemvig-Müller og A&O Johansen på op mod 90% af det danske marked. I de øvrige lande i Nordeuropa er store koncerner som Rexel, Sonepar og Saint Gobain endvidere dominerende.

Årsagen til denne markedsstruktur på det danske marked, kan findes i de særlige danske standarder, som ikke gælder i udlandet. Disse holder givetvis de store internationale leverandører væk, da salgspotentialet ikke er stort nok til, at de vurderer markedet til at være attraktivt. Men kapitalkravet er også en faktor. Branchen kræver store kapitalbindinger i varelagre, logistiksystemer, interne arbejdsgange og maskiner m.v., og det kan blive svært for nye indtrængere at tjene penge, da de eksisterende virksomheder i branchen har stordriftsfordele, som man ikke så nemt opnår. Grundet disse store indtrængningsbarrierer ses der derfor sjældent forsøg på at komme ind på markedet. Det er imidlertid lykkedes for virksomheden BilligVVS.dk, som blev etableret i år 2000, at opnå succes. BilligVVS.dk afsætter deres produkter til både installatørerne¹⁰² og forbrugerne og eksporterer også til de andre nordiske lande¹⁰³. Det er primært p.g.a. business to consumer segmentet at BilligVVS.dk er kommet så godt ind på markedet, og det anses derfor stadig som meget svært for nye indtrængere at komme ind. Årsagen til BilligVVS.dk succes skal søges i, at det er lykkedes virksomhed at udnytte det potentiale, som er opstået med Internettet samt både forbrugernes og installatørernes ændrede indkøbsvaner.

Ved Lemvig-Müllers forsøg på at overtage AO i 2008, var en af Konkurrencestyrelsens begrundelser, at overtagelsen ville føre til, at de 3 største grossister på el-markedet (Solar, Lemvig-Müller og AO) ville

⁹⁹ Aaker et. al, 2011, side 68

¹⁰⁰ Lemvig-Müller er dog kun på det danske marked jf. konkurrentanalysen

¹⁰¹ Bilag 2 - Konkurrenceformer

¹⁰² El-installatører, VVS-installatører, entreprenører m.v. (B2B)

¹⁰³ <http://www.billigvvs.dk/info/om.html>

blive til 2, som sammenlagt ville stå for mere end 85 procent af markedet¹⁰⁴. Dette er et strålende eksempel på, hvor megen magt disse grossister har, hvilket gør det vanskeligt for nye indtrængere at komme på markedet.

Generelt kan man således konkludere, at truslen fra nye indtrængere er lav p.g.a. høje barrierer i form af kapitalbinding, særlige danske standarder for installationsmateriel samt begrænset forretningsmæssigt potentiale.

Truslen fra substituerende produkter

Substituerende produkter skal ses i forhold til branchen som helhed. Da "produktet" i denne forbindelse ikke skal defineres som de fysiske produkter, men som de ydelser, som grossisterne stiller til rådighed for markedet i form af sourcing, logistik og distribution m.v., må den største trussel fra substituerende produkter i denne forbindelse defineres til at være byggemarkederne som "Jem og Fix", Silvan, Harald Nyborg, XL byg m.fl. Disse virksomheder har mange fysiske butikker, hvor det er muligt for kunden at komme og handle selv og få varen med, med det samme. I Silvan, Harald Nyborg mv. er det således både muligt for slutkunden og de professionelle kunder at handle. Solar, Lemvig-Müller mv. har udelukkende håndværkerbutikker, hvor kun registrerede kunder kan handle. Samme type butikker til både professionelle og slutbrugeren har Solar og Lemvig-Müller m.v. dermed ikke. Grossisterne satser på deres avancerede logistiksystemer, således at de professionelle kunder ikke behøver at komme i butikken for at få varer.

Truslen fra substituerende produkter vurderes derfor til at være lav.

Truslen fra kunderne

Der findes mange kunder i denne branche, da det ofte er mere lokale entreprenører og håndværksvirksomheder, som bliver valgt af den almindelige hustand, mens store bygge/renoveringsprojekter oftest bliver udført af nogle lidt større virksomheder som f.eks. Bravida¹⁰⁵. De mange kunder og dermed aftagere af branchens produkter har den betydning, at den enkelte kunde ikke har den store forhandling-

¹⁰⁴

<http://www.kfst.dk/~media/Afgoerelsesdatabase/Konkurrenceomraadet/Afgoerelser/2008/20080514%20%20Bilag%20%20Fakta%20om%20fusionssagen%20mellem%20LemvigM%20ller%20og%20Brdr%20AogO%20Johansen.pdf>

¹⁰⁵ <http://www.bravida.dk/Om-Bravida/>

smagt. Hvis kunderne er utilfredse med grossisten, kan de dog vælge at skifte leverandør til en af de andre store grossister, der er nemlig ikke andre muligheder.

På den anden side kan det godt være, at kunderne kun har mulighed for at vælge at handle hos enkelte grossister, men det har ikke de store omkostninger at skifte mellem grossisterne, da der typisk ikke indgås store kontraktbestemte aftaler for de lokale entreprenører. De har dermed fri mulighed for at skifte, hvis de ikke synes, at servicen eller prisen er i orden. Da det som nævnt kun er forholdsvist "små" kunder, anser Solar det ikke for nogen stor trussel, hvis enkelte kunder skulle fravælge Solar eller gå konkurs:

"Sammensætningen af kundeporteføljen gør, at Solar er robust over for bortfald af enkelte kunder. Omsætningen med den største kunde udgør under 3% af koncernens samlede omsætning"¹⁰⁶.

Truslen fra kunderne vurderes derfor til at være lav/mellem.

Truslen fra leverandørerne

For at Solar og de andre grossister skal kunne levere produkter til kunderne, kræves der aftale med en række leverandører, som producerer disse produkter. Forhandlingsstyrken hos leverandørerne kan blandt andet måles på antallet af leverandører, der kan producere og levere de nødvendige produkter i den rette volumen. Til det svenske-, norske- og Benelux markedet er der mange producenter, hvis udstyr kan anvendes, da disse lande i høj grad anvender Europa standarder på installationsmateriel¹⁰⁷. På EL-siden kan eksempelvis nævnes en række leverandører, som kan gøre sig gældende, som følger:

- Schneider
- Legrand
- Hager
- Jung
- Berger

Og ovennævnte er blot en delmængde af de største leverandører af elektrisk udstyr, som leverer til Europastandarden. Alle de nævnte har indtil flere produktserier, og det er med til at forøge udbuddet. Volumen betyder også en del, da grossisterne ofte køber stort ind for at opnå mængderabat og udnytte stordriftsfordele. Det høje volumen indebærer, at grossisterne ofte bliver nødt til at have store varelagre

¹⁰⁶ Solar årsrapport 2015, side 15

¹⁰⁷ Jf. Politiske faktorer i PEST-analysen

og varebeholdninger, som de så binder meget kapital i. De store varebeholdninger er til gengæld også en fordel at have, når/hvis en leverandør pludselig ønsker ændringer i samhandelsforholdet, idet grossisten så har tid til at forhandle eller finde en ny leverandør, før lageret slipper op. Alt dette betyder, at de mindre leverandører og dem med standardiserede varer som f.eks. elkabler m.v. har en forholdsvis lav forhandlingsmagt overfor grossisterne. På det danske marked har leverandører som eksempelvis Lauritz Knudsen mere forhandlingsmagt. Det skyldes bl.a., at Lauritz Knudsen er hovedproducent af det udstyr, som matcher de særlige danske standarder¹⁰⁸, og disse produkter forventes at være på hylderne hos grossisten til enhver tid.

Såfremt en ny leverandør vil ind på markedet er det meget afgørende at få produkterne ind hos grossisterne. Dette er meget markant i Danmark, hvor op mod 95% af alle produkter distribueres gennem grossisterne. Så hvis en producent ikke er med her, er det næsten umuligt at få produktet ud på markedet. På de andre 3 markeder er der tilsvarende tilstande, om end ikke så udpræget som i Danmark.

En sidste trussel kan være, hvis leverandøren selv går hen og bliver grossist. Med de ændrede markedsvilkår med webshops m.v. og ikke mindst forbrugernes forøgede fokus på at springe led over i distributionskæden, er dette ikke helt urealistisk. F.eks. kan man måske forestille sig, at en producent som Hager eller Legrand, som begge har meget lave markedsandele i Danmark beslutter at springe grossistledet over, og handle direkte med installatørerne. Dette vil sætte grossisternes traditionelle strategi under pres.

Men som forholdene er i dag, er grossisterne tilsyneladende ikke så bekymrede og Solar beskriver selv i sin årsrapport for 2015 at "En betydelig del af Solars leverandører er komplementære. Derfor er vi kun i begrænset omfang afhængige af de enkelte leverandører"¹⁰⁹.

Truslen fra leverandørerne vurderes derfor til at være mellem.

Intern rivalisering

Konkurrencesituationen i denne branche kan som bekendt betegnes som differentieret oligopol, både på det danske marked men også på resten af de markeder, som Solar afsætter sine produkter på. Den hårde konkurrence på markederne har den betydning, at der ikke længere kun konkurreres på pris, men

¹⁰⁸ <http://www.lk.dk/om-lauritz-knudsen/>

¹⁰⁹ Solar årsrapport 2015, side 22

også på sourcing, leveringstid, services og anden interaktion med kunderne, hvilket har været hovedårsagen til Solar's forandrede strategi, som beskrevet i Strategiafsnittet.

I markedsanalysen var en af konklusionerne, at markederne som Solar sælger sine produkter på kun oplever svag vækst og nogle nærmest ikke vækster. Dette kan føre til endnu større konkurrenceintensitet. På markeder med små vækstrater kan det føre til større konkurrenceintensitet, da den eneste anden måde at vækste på er ved at vinde markedsandele fra konkurrenter eller ved at opkøbe sig til vækst. Det sidste har været forsøgt flere gange på det danske marked. Dog uden resultat, primært p.g.a. konkurrencemyndighederne. I 2008 forsøgte Lemvigh Müller således at købe Brødrene A&O Johansen A/S, men fik ikke tilladelse af konkurrencemyndighederne grundet:

"Det er Konkurrencerådets vurdering, at det vil hæmme konkurrencen betydeligt på både VVS-markedet og el-markedet, hvis LM og AO fusionerer. Fusionen ville føre til, at de fire store landsdækkende grossister på VVS-markedet bliver reduceret til tre, som til sammen ville dække mere end 80 pct. af det samlede marked. Og de tre grossister med landsdækkende filialnet på el-markedet ville blive reduceret til to med markedsandele, der tilsammen er endnu højere"¹¹⁰.

Dette forsøg på fusion viser tydeligt, hvor store og dominerende grossisterne i branchen er. Det lykkedes, på trods af dette, alligevel A&O Johansen at få godkendelse til, at købe Billig VVS ApS i 2015¹¹¹. Begrundelsen fra konkurrencestyrelsen var, at styrelsen ikke umiddelbart vurderede, at fusionen ville påvirke konkurrencen direkte, da "BilligVVS.dk og lignende webshops adskiller sig fra de øvrige grossister ved ikke at kunne give de professionelle kunder individuelle pris aftaler, som matcher grossisternes, og ikke tilbyder rådgivning og service via fysiske butikker"¹¹².

Exitbarriererne er desuden meget højere i denne branche, da der som nævnt bliver bundet mange penge i bygninger, varelagre m.v. De høje exitbarrierer har den betydning, at virksomheden risikerer at miste mange penge ved at lukke og kan dermed fastholde en lukningstruet virksomhed i branchen. Alt dette er med til at skærpe konkurrencesituationen endnu mere.

"Billig VVS og lignende webshops adskiller sig fra øvrige grossister ved ikke at kunne give de professionelle kunder individuelle pris aftaler, som matcher grossisternes, og ikke tilbyder rådgivning og service

¹¹⁰ <http://www.kfst.dk/Afgoerelsesdatabase/Konkurrenceomraadet/Afgoerelser/2008/LemvighMullers-overtagelse-af-Brdr-AogO-Johansen?tc=F7E2225AC1B14F878F6B003518BA8F88>

¹¹¹ <http://www.kfst.dk/Indhold-KFST/Nyheder/Offentliggoerelser/2015/~media/9EF8099709AE4552B4C3C0021B3DA1FD.ashx>

¹¹² <http://www.kfst.dk/Indhold-KFST/Nyheder/Offentliggoerelser/2015/~media/9EF8099709AE4552B4C3C0021B3DA1FD.ashx> side 13

via fysiske butikker. Der er endvidere ikke tegn på vækst af en sådan størrelsesorden, at Billig VVS sandsynligt vil kunne påvirke konkurrencen på markedet for salg af VVS/VA-artikler til professionelle kunder inden for de nærmeste år” citat fra Konkurrencestyrelsens afgørelse¹¹³.

Et område hvor rivaliseringen virkelig kommer til udtryk er på de store projekter, hvor opgaverne kommer i udbud. Alle de store grossister arbejder med markedsinformationssystemer, således at de kan overvåge kommende byggeprojekter. Formålet er at påvirke rådgivere og beslutningstagere til at anvende deres produkter - inden byggeriet går i udbud eller offentlig licitation. Dette arbejde pågår ofte op til flere år, før opgaverne går i licitation.

Konkurrenceintensiteten i branchen vurderes derfor til at være høj.

Delkonklusion for konkurrent-, markeds-, omverdens- og branche analyse

Solars konkurrenter varierer i størrelse og forretningsområde men blev i konkurrentanalysen opgjort til at være Lemvigh-Müller, Brødrene A&O Johansen, Sanistål, Saint Gobain (Brødrene Dahl), Sonepar og Rexel. Sonepar, Saint Gobain og Rexel er heriblandt de største aktører, som alle omsætter for mere end 315 milliarder DKK om året. Af de 3 store aktører er det kun Saint Gobain som er på det danske marked, da de har opkøbt Brødrene Dahl. De primære konkurrenter på det danske marked udover Brødrene Dahl er Lemvigh-Müller og Brødrene A&O Johansen.

Solar afsætter sine produkter på 8 forskellige markeder, hvoraf de største er det danske, svenske, norske og hollandske marked, hvor sidstnævnte går ind under betegnelsen for Benelux. Væksten på disse markeder har de seneste par år ikke været imponerende og på trods af flot vækst i de første kvartaler af 2015, aftog denne vækst i slutningen af 2015, hvorfor Solars forventninger til 2016 er begrænsede.

I den eksterne analyse blev det erfaret, at en af de faktorer som Solar er stærkt afhængig af er konjunkturer. Dette skyldes, at Solar er meget afhængig af nybyggeri og renoveringer og da mængden af dette er afhængig af de makroøkonomiske konjunkturer, er Solar således eksponeret overfor dette. De eksterne faktorer er dog ikke udelukkende negative for Solar. Politisk vedtagelse af fradrag til renovering eller nybyggeri som Danmark eksempelvis har haft gennem håndværkerfradraget og solcellefradraget vil kunne give Solar et omsætningsløft, som det tidligere har gjort.

¹¹³ <http://www.kfst.dk/Indhold-KFST/Nyheder/Offentliggørelser/2015/~media/9EF8099709AE4552B4C3C0021B3DA1FD.ashx>

Branche analysen blev analyseret igennem Porters 5 forces. Her blev det vurderet at truslen fra nye indtrængere var lav, da det kræver store kapitalbindinger i varelagre, logistiksystemer, interne arbejdsgange m.v., ligesom opnåelse af stordriftsfordele er en forudsætning for at opnå profit. Truslen fra substitueringer var til stede, men synes at være lav, da Silvan, Bauhaus m.v. har eksisteret i mange år, uden at have den store indflydelse og desuden henvender de sig primært til business to consumer. Kunden i branchen udgør en middel trussel, da de enkeltvis kun udgør en mindre del af eksempelvis Solars samlede omsætning, men de kan også relativt omkostningsfrit skifte grossist. Sidst men ikke mindst er konkurrenceintensiteten høj i branchen og der bliver konkurreret på både pris, leveringstid, samt initiativer der skaber værdi for kunden og det gør det ikke bedre af, at branchen er kendetegnet ved høje exitbarrierer.

Fondsejerskabets betydning

Solar er som nævnt tidligere delvist ejet af en erhvervsdrivende fond, ved navn "Fonden af 20. December", som ejer 15,6% af aktiekapitalen i Solar¹¹⁴. Solar har imidlertid en kapitalstruktur med aktiekapitalen opdelt på A- og B aktier, hvor en A-aktie har 10 stemmer, mens en B-aktie har 1 stemme¹¹⁵.

På grund af denne aktieopdeling besidder Fonden af 20. December en stemmeandel på hele 57,5%, selv om fondens ejerskab af virksomheden "kun" er 15,6%.

Denne stemmemajoritet, som fonden besidder, vil blive diskuteret i det følgende, og det vil blive vurderet, hvilken betydning det har for Solar som virksomhed og for virksomhedens aktionærer.

Helt generelt er fondsejerskab noget unikt for Danmark på trods af, at man kan finde eksempler på fondsejerskab i Tyskland, Sverige og få andre lande. Men fondsejerskabets betydning for erhvervsstrukturen i Danmark er noget helt særpræget¹¹⁶. Erhvervsdrivende fonde er non-profit og er selvejende, hvilket vil sige, at de hverken har aktionærer eller medlemmer, som de skal udlodde overskud eller dividende til. Derimod opbygger de overskud og er med til at konsolidere virksomheden, ligesom de også kan give donationer til velgørende formål. En konsolidering af Solar er med til at gøre virksomheden mere robust i krisetider, hvilket kan være en stor fordel, hvis formålet med fonden vel og mærke er at konsolidere Solar. Det helt overordnede formål med Fonden af 20. December er derfor vigtigt at kende, da det er ud fra de rammer, der er opstillet for fondens formål, den arbejder indenfor. Fonden af 20. Decembers formål er som følger:

¹¹⁴ Tabel 1 – Ejerforhold

¹¹⁵ Solars Vedtægter, §5.1, side 3

¹¹⁶ <http://www.b.dk/kommentarer/ny-viden-om-erhvervsdrivende-fonde>

”Fondens formål er gennem erhvervelse ved køb, gave eller arv af aktier eller interesser i Solar A/S eller dertil knyttede virksomheder at medvirke til en fast, professionel og initiativrig ledelse af disse virksomheder samt i øvrigt at støtte disse virksomheders konsolidering og udvikling. At yde støtte til videnskabelig eller praktisk betonet forskning, såvel af teknisk som af merkantil art inden for det område, der har betydning for Solar A/S og tilsluttede virksomheder”¹¹⁷

Af ovenstående formulering af formålet med Fonden af 20. December kan det konkluderes, at fonden ønsker at bidrage til konsolidering og udvikling af Solar og tilsluttede virksomheder igennem fast ledelse samt af økonomisk karakter, hvis dette skulle være nødvendigt. Spørgsmålet til dette er således, om fonden kan bidrage med nogen af delene, samt om det er en fordel, eller om Solar kunne være administreret og udvikle sig bedre med en anden form for ejerskab.

Rent økonomisk har fonden, jvf. årsregnskabet for 2014 en rådighedskapital på DKK 102,6 millioner, som kan benyttes til at støtte Solar, hvis der skulle være behov herfor¹¹⁸. Rådighedskapitalen må endvidere alt andet lige, været steget i år 2015, da der bliver betalt udbytte fra Solar. Solar har på nuværende tidspunkt ikke behov for fondens midler, hvilket kan læses i referatet fra den ordinære generalforsamling for 2014 af CFO Michael H. Jeppesen ”Solar ligger bedre end selskabets egne mål for gearing og soliditet. Solar har ingen planer om at være gældfri, derfor har Solar valgt at returnere likviditeten til aktionærerne”¹¹⁹. Fonden kan derfor understøtte Solar finansielt, skulle der være behov herfor, men det er værd at bemærke sig, at det ikke er en kæmpe pengetank, der ligger i fonden. Hvis Solar eksempelvis skal ud og finansiere et større opkøb, vil det sikkert kræve midler ud over det, som fonden kan bidrage med. Fondens primære formål må derfor på nuværende tidspunkt være, at ”medvirke til en fast, professionel og initiativrig ledelse af virksomheden”, jvf. udsnit af fondens formålsparagraf.¹²⁰

Fondsejerskabet giver grundlæggende et mere stabilt ejerskab, idet fonden ikke køber og sælger sine aktier nær så hyppigt som andre virksomhedsejere. Således har fonden ikke solgt Solar aktier siden 2009, hvor de handlede nogle få procent af aktierne. Fordelen ved det stabile ejerskab er, at ledelsen og bestyrelsen i Solar får tid til at skabe resultater på baggrund af den strategi, der er udarbejdet, og ledelsen lever ikke med en konstant frygt for afskedigelse, hvis strategien tager længere tid end forventet,

¹¹⁷

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=85956116&soeg=fonden+af+20.+december&type=Alle>

¹¹⁸ Fonden af 20. December, Årsrapport 2014, side 9

¹¹⁹ Solars generalforsamlingsreferat 2014, side 3

¹²⁰

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=85956116&soeg=fonden+af+20.+december&type=Alle>

inden den giver resultater på bundlinjen. Modsat har en almindelig aktionær eller kapitalfond ofte ikke samme langsigtede fokus og fordyber sig ikke kun i en enkelt virksomhed, da eksterne investorer ofte vil søge at sprede risikoen. På længere sigt giver det derfor en fordel med fondsejerskab, hvis man vel og mærke har en kompetent ledelse, som er ansat med det formål at skabe værdi på langt sigt¹²¹. Dette kan dog give problemer med asymmetrisk information, hvilket vil blive uddybet længere nede i dette afsnit. Det langsigtede fokus på lønsom vækst og udvikling står tydeligt frem i Solars strategi, hvor ledelsen bl.a. har afviklet de dele af forretningen, som ikke havde lønsom vækst. Solar ser det dermed som en klar fordel at have fondsejerskab:

”Selskabet ser det som en fordel at have en majoritetsaktionær. Dette giver robusthed og mulighed for langsigtet planlægning. Stabiliteten vurderes til at være en fordel for virksomhedens udvikling” Jens Borum¹²².

Det langsigtede fokus kan imidlertid have den konsekvens, at kortsigtede men lønsomme investeringsmuligheder ikke bliver udnyttet. Der kan derfor være meget stor forskel på driften afhængig af den aktuelle ejerform. Ifølge et forskningsstudie på CBS lever fondsejede virksomheder længere, da de netop har det langsigtede perspektiv og bliver støttet økonomisk af fonden i krisetider¹²³. Resultaterne af forskningsstudiet som blev påbegyndt i 2011 og afsluttet i 2015 viser ifølge professor og projektleder Steen Thomsen at:

”Den største overraskelse er, at erhvervsdrivende fonde lever fem gange så længe som andre typer virksomheder. Det er resultatet af et fondsejerskab, der lægger mere vægt på virksomhedernes trivsel end kortsigtet rentabilitet”¹²⁴

Gennem analyserne når de således frem til, at ”Den finansielt konservative indstilling viser sig at være fuldt forenelig med performance” men selv om man har fondsejerskab, skal ledelsen og bestyrelsen ikke hvile på laurbærrene, da det er de virksomheder med professionelle ledelser og bestyrelser, som klarer sig bedst¹²⁵. Det er med samme forskel i ledelses og bestyrelsessammensætning at en af forskningspublikationerne konkluderer, at større fondsejede virksomheder over-performer de mindre fondsejede virksomheder¹²⁶. Det er derfor relevant at kigge på Corporate Governance i Solar og Fonden af 20. Decem-

¹²¹ <http://www.cbs.dk/cbs-news-da/109/erhvervsfondene-lever-evigt>

¹²² Solars generalforsamlingsreferat 2014, side 3

¹²³ <http://www.cbs.dk/cbs-news-da/109/erhvervsfondene-lever-evigt>

¹²⁴ <http://www.cbs.dk/cbs-news-da/109/erhvervsfondene-lever-evigt>

¹²⁵ <http://www.cbs.dk/cbs-news-da/109/erhvervsfondene-lever-evigt>

¹²⁶ <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

ber. Bestyrelserne i Solar A/S og Fonden af 20. December kan ses nedenfor og det viser, hvor meget magt Borum familien har i Solar.

Bestyrelse Solar A/S	Bestyrelse Fonden af 20. December
Jens Borum (formand)	Niels Borum (formand)
Niels Borum	Jens Borum
Agnete Raaschou-Nielsen (næstformand)	Thomas Borum
Ulf Gundemark	Niels Bo Andersen
Steen Weisøe	Michael Skovgaard
Jens Peter Toft	
+ 3 medarbejdervalgte medlemmer	

Tabel 4, oversigt over bestyrelsesmedlemmer i Solar og Fonden af 20. December¹²⁷

Grundtanken i Corporate Governance er, at hvis man skal drive en virksomhed effektivt, skal ejerne af virksomheden være engagerede i, at virksomheden leverer det størst mulige overskud. Med denne tankegang skulle ejernes pres på at få det størst mulige overskud i virksomheden lægge et tilsvarende pres på bestyrelsen til at levere, hvilket herefter vil presse ledelsen til at skabe det højest mulige afkast. Problemet med denne tankegang for Solar er, at Fonden af 20. December ikke nødvendigvis ønsker tilskyndelse til at få det højest mulige overskud, da fonde som nævnt er selvejende, og at bestyrelsen i fonden eller andre personer ikke må have en personlig økonomisk interesse i fonden¹²⁸. Det kan i værste tilfælde betyde, at bestyrelsen i Fonden af 20. December blot ønsker at høste bestyrelseshonorarer, så længe som muligt og derfor gradvist driver virksomheden udygtigt. Den afledte effekt er, at der overlades mere ansvar til ledelsen i Solar, som kan have et incitament til at gå efter at få høj aflønning, gode relationer til de ansatte eller sikre en høj profil i samfundet. Eller simpelthen bare begynder at slappe af. Fondsejerskabet kan dermed lede til ineffektiv styring af Solar.

Som det kan ses i tabellen ovenfor, er det tydeligt, at Borum familien sidder på flertallet i fondsbestyrelsen. Det sætter Borum familien i den position, at de reelt kan bestemme, hvem der skal sidde i bestyrelsen for Solar. I bestyrelsen for Solar sidder der også to personer fra Borum familien og hele den generalforsamlingsvalgte bestyrelse er indstillet af Fonden af 20. December¹²⁹. De personer der bliver indstillet af fonden bliver med stor sikkerhed valgt ind, da fonden har 57,5% af stemmerne på generalforsamlingen,

¹²⁷ Solar årsrapport 2015 og Fonden af 20. December årsrapport 2014

¹²⁸ <http://www.b.dk/kommentarer/ny-viden-om-erhvervsdrivende-fonde>

¹²⁹ Solars generalforsamlingsreferat 2015

og udover dette har Borum-familien også aktier, hvoraf vi fra årsrapporten ved, at Niels og Jens Borum har A og B aktier som også giver et par procent af stemmerne¹³⁰. Et kritikpunkt med den valgte bestyrelsessammensætning er, at bestyrelsen har svært ved at føre tilsyn med sig selv, hvilket normalt er ejerens opgave. I denne situation er den største ejer som bekendt fonden, og det synes ikke optimalt, at Niels og Jens Borum dermed skal føre tilsyn med sig selv.

I relation til at fonden muligvis kan have andre interesser i Solar, skal man også betragte bestyrelsens interesse i virksomheden. Jens og Niels Borum har et incitament til at drive virksomheden så godt som muligt gennem deres bestyrelsesposter i fonden, da det direkte vil betyde, at deres personlige aktier vil blive mere værd, eller der kan udloddes udbytte til dem, hvis virksomheden klarer sig godt. Problemet med dette er, at der potentielt udloddes lige lovligt store udbytter, som ellers kunne være blevet brugt af virksomheden til at udvikle forretningen. Ligeledes vil tilsyneladende risikable projekter muligvis ikke blive undersøgt eller gennemført, da risikoen for fald i aktiekurs eller udbytte vil opstå, hvis investeringen mislykkes.

Det faktum at Jens og Niels Borum, efterkommere af stifteren, stadig sidder med kontrollen af virksomheden kan være en fordel. Ifølge en analyse af fondsejerskab, udarbejdet af Center for Corporate Governance på CBS, kan relationen mellem familien og virksomheden være en fordel, da man ofte vil have større veneration for virksomheden, og dermed kæmpe mere indædt og vedvarende for dens overlevelse og trivsel¹³¹. Problemerne kan dog opstå den dag, hvor der ikke længere sidder nogen fra familien i fonden.

Med den nuværende kapitalstruktur med aktieklasser, kan Borum familien, på trods af deres beskedne private ejerandel af Solar, stort set drive virksomheden, som de ønsker, da de har flertal i fonden. Derfor vil familiens interesse i virksomheden være central i forhold til, hvordan Solar drives.

Baggrunden for at Solar i dag til dels ejes af en erhvervsdrivende fond skyldes et forsøg fra en fransk koncern ved navn Sonepar, på at overtage virksomheden. Overtagelsesforsøget blev afvist, men resulterede i den nuværende kapitalstruktur og ejerskab. Fondsejerskab er et udbredt dansk tiltag som et forsvarsværn mod overtagelsesforsøg¹³². Overtagelsesforsøget fra Sonepar skyldes, at Jørgensen og Linde familierne, som var medejere og efterkommere af stifteren af Solars søn, ønskede at sælge deres andele af aktierne i Solar. Borum familien, som er efterkommere af stifterens datter, ønskede dog ikke at sælge

¹³⁰ Solar årsrapport 2015, side 32

¹³¹ <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

¹³² Rose (2002)

sin andel af aktierne i Solar og ville heller ikke miste kontrollen med virksomheden ved at lade Sonepar overtage Jørgensen og Linde familiernes aktier. Man ønskede at beholde Solar på danske hænder, ligesom man mente, at tilbuddet fra Sonepar var lavere end Solars reelle værdi¹³³. Borum familien var dermed med til at oprette Fonden af 20. December, hvorefter de gennem denne fik optaget lån som gjorde, at de kunne udnytte deres forkøbsret til at købe aktierne af Jørgensen og Linde familierne¹³⁴. På den måde sikrede Borum familien kontrollen med Solar.

Men der er også ulemper ved fondsejerskabet. Problemet med fonden som forsvarsværn er, at fondsejerskabet også kan være til hinder/blokere for potentielle fusioner som ellers kan gavne virksomheden. At fondsejerskabet desuden er oprettet som et forsvarsværn mod overtagelse og ikke som følge af en strategisk plan om at skabe den bedste ejermæssige platform, kan også diskuteres. Fondsejerskabet kan af udenforstående opfattes som et nødvendigt redskab, som udelukkende har det formål at sikre Borum familiens kontrol med Solar. Dermed er de strategiske og kvalitative for ejerskabet argumenter væk.

Denne kontrol over Solar giver som nævnt Borum familien mulighed for at bestemme bestyrelsens sammensætning. Dette punkt blev der rettet kritik af ved generalforsamlingerne i Solar og senest ved generalforsamlingen i 2015. Her bliver der spurgt til de kompetencer den nuværende bestyrelse besidder samt de kompetencer, en fremtidig bestyrelse bør have, og der bliver i tillæg stillet forslag om, at der nedsættes et nomineringsudvalg til bestyrelsen¹³⁵. Til disse spørgsmål svarer Jens Borum på vegne af bestyrelsen, at bestyrelsen hvert år evaluerer bestyrelsens arbejde og kompetencer, hvorunder det vurderes, hvorvidt det nuværende og fremtidige kompetencebehov dækkes af bestyrelsesmedlemmerne i Solar. I forhold til nedsættelse af et nomineringsudvalg vil Jens Borum og bestyrelsen overveje dette, men de mener ikke, at der på nuværende tidspunkt, er noget behov for et nomineringsudvalg¹³⁶. I referatet af generalforsamlingen 2014 blev der præsenteret lignende forklaring, dog at vurderingen af kompetencer i bestyrelsen videregives til fonden, der herefter udvælger kandidater til bestyrelsen¹³⁷. Der hersker således ingen tvivl om, at valg af bestyrelsesmedlemmer til Solar er en lukket proces.

Hvis man ser lidt kritisk på denne proces, har det den betydning, at bestyrelsen for det første selv kan vurdere, hvilke kompetencer et fremtidigt bestyrelsesmedlem skal have, og for det andet at nogle bestyrelsesmedlemmer kan vælge dem selv som kandidater på baggrund af, at de sidder i bestyrelsen i fonden. Bestyrelsesmedlemmerne skal dermed have megen selvindsigt, når de skal vurdere kompetence-

¹³³ <http://www.business.dk/diverse/solar-faar-ny-formand-og-afviser-koebstilbud>

¹³⁴ <http://www.business.dk/investor/solar-fond-kan-finansiere-noedvendigt-aktiekoeb-opd>

¹³⁵ Solars generalforsamlingsreferat 2015, side 3

¹³⁶ Solars generalforsamlingsreferat 2015, side 3

¹³⁷ Solars generalforsamlingsreferat 2014, side 3

behov til bestyrelsen. At de fravælger sig selv, synes umiddelbart urealistisk! Udvælgelsesprocessen lægger således op til, at de samme medlemmer sidder i bestyrelsen år efter år. Der er dog sket en mindre ændring af Solars bestyrelse, i forbindelse med generalforsamlingen for 2014. Her blev der udskiftet 2 medlemmer.¹³⁸

Delkonklusion fondsejerskab

Solar har en majoritetsaktionær i form af Fonden af 20. December, hvilket indebærer både fordele og ulemper, jvf. ovenfor. Fondsejerskabet giver nogle fordele, som fast og stabilt ejerskab med mulighed for langsigtede strategier og mulighed for økonomisk støtte fra fonden, hvis det skulle blive nødvendigt. Den økonomiske støtte er dog af en begrænset karakter, ligesom det er vigtigt at ledelsen og bestyrelsen er kompetent, da det langsigtede perspektiv ellers ikke giver ikke den store fordel.

Det er derfor problematisk/kritisabelt, at der ikke er nedsat et nomineringsudvalg til bestyrelsen i Solar, men at bestyrelsen selv vurderer, hvilke kompetencer der behov for. Ejerskabet er opbygget således, at visse af bestyrelsesmedlemmerne skal kontrollere dem selv, da de også sidder i bestyrelsen i fonden. Solar leverer dog alligevel fornuftige resultater gennem den analyserede periode, og hvis resultatet fra 2015 fortsætter, ser ledelsen og bestyrelsen ud til at drive en fornuftig forretning.

En anden ulempe ved fondsejerskabet er, at det er etableret som et forsvarsværn og Solar kan derfor få vanskeligt ved at gennemføre eksempelvis fusioner som ellers kunne være gavnelige for virksomheden. Muligheden for at få fonden til at sælge sin andel er, ifølge Solars vedtægter §12.2, hvis der opnås mere end 90% af den øvrige stemmeberettigede selskabskapital. Det er derfor ikke lige til at komme af med fondsejerskabet i Solar.

Samlet set vurderes det, at fondsejerskabet af Solar er med til at understøtte virksomheden, men at den også fastholde Solar i en struktur, som ikke nødvendigvis er optimal i tiden frem.

¹³⁸ Solars generalforsamlingsreferat 2014, side 4

Regnskabsanalyse

Reformulering

Formålet med at reformulere Solars resultatopgørelse og balance er, at fastslå virksomhedens reelle værdi og dermed den fremtidige værdiskabelse. Gennem hele analyseperioden har Solar været børsnoteret, hvilket betyder, at virksomheden har aflagt sine regnskaber efter IFRS standarder, og der har derfor ikke været radikale ændringer i regnskabspraksis. Poster der kræver en nærmere forklaring eller som der er blevet korrigeret noget på i de enkelte år vil blive uddybet i det følgende, henholdsvis for resultatopgørelsen og balancen.

Reformulering resultatopgørelse

Formålet med at reformulere resultatopgørelsen er, at det ønskes, at EBIT udelukkende indeholder poster som vedrører kerneforretningen, og dermed skal EBIT renses for ikke transitoriske poster. Dette betyder at alle poster, som kan betegnes som værende ekstraordinære og som ikke forventes at komme fremadrettet, vil blive fjernet.

Andre driftsindtægter og omkostninger

Posten andre driftsindtægter og omkostninger i resultatopgørelsen består af indtægter og omkostninger fra salget af Aurora Group i 2013. Ved salget af Aurora Group var en del af salgssummen variabel og kunne derfor først fastlægges i 2014 og 2015. Således påvirkede den variable del af salget årsregnskabet for 2014 med negativt 3 millioner og årsregnskabet 2015 med positivt 2 millioner DKK. Den del af salgssummen som ikke var variabel blev således indregnet i årsregnskabet 2013 til 11 millioner DKK. Posten Andre driftsindtægter og omkostninger anses derfor ikke som værende tilbagevendende på langt sigt, og er dermed ikke en del af Solars kerneforretning. Posten vil derfor ikke blive medtaget i den reformulerede resultatopgørelse.

Resultat af ophørende aktivitet

Ikke overraskende vil resultat af ophørende aktivitet ikke blive medtaget i den reformulerede resultatopgørelse idet navnet på posten allerede indikerer, er det ikke en tilbagevendende aktivitet. Som det fremgår i regnskabet, opstår posten, når Solar vælger at sælge dele af virksomheden. De senere år har Solar som nævnt tidligere valgt at frasælge Aurora Group, og virksomheden har også solgt sin afdeling i Tyskland, nemlig Solar Deutschland. Disse frasalg påvirker stadig resultatopgørelsen, hvorfor de lægges under resultat af ophørende aktivitet. Aktiver og passiver til salgene er også adskilt i balancen, som vil blive diskuteret i næste afsnit.

Efter de ovennævnte korrektioner, vil den reformulerede resultatopgørelse se ud som i bilag 7, hvor resultat af primær drift (EBIT) og Net Operating Profit After Tax (NOPAT) er udregnet. Disse skal bruges i den videre analyse af Solar, for at kunne udregne nøgletal til brug i en regnskabsanalyse.

Reformulering af balance

For at kunne identificere Solars investerede kapital til senere brug i regnskabsanalysen, vil aktivsiden i balancen blive opdelt i Driftsaktiver og Finansielle aktiver mens passivside vil blive opdelt i Egenkapital, Driftsgæld og Rentebærende gæld. Ved denne reformulering af balancen vil der blive knyttet nogle kommentarer til poster, som vurderes at kræve en mere detaljeret forklaring på, hvorfor de er havnet i de respektive grupper.

Aktiver bestemt for salg og Passiver bestemt for salg

Ophørende aktiviteter, som eksempelvis vedrører frasalgene af Solar Deutschland og Aurora Group og som stadig har aktiver eller passiver tilknyttet, bliver placeret under henholdsvis "aktiver bestemt for salg" og "passiver bestemt for salg". Denne post kan derfor karakteriseres som værende noget, som virksomheden ønsker at frasælge og er derfor ikke en del af den fremtidige kerneforretning. Passiver bestemt for salg består endvidere af rentebærende forpligtelser. Aktiver bestemt for salg og Passiver bestemt for salg vil derfor blive medtaget i finansielle aktiver og rentebærende gæld i den reformulerede balance.

Rentebærende forpligtelser

Posterne rentebærende forpligtelser som både er kortfristede og langfristede, vil blive betragtet som en del af rentebærende gæld i passivside i den reformulerede balance. De rentebærende forpligtelser vedrører primært gæld til realkreditinstitutioner, kreditinstitutioner og anden bank- og langfristet leverandørgæld.

Andre hensatte forpligtelser

En hensat forpligtelse er oftest kendetegnet ved, at der er usikkerhed om, hvornår beløbet forfalder, og hvor stort et beløb der skal anvendes til indfri den hensatte forpligtelse. For Solar vedrører andre hen-

satte forpligtelser restruktureringsomkostninger og øvrige hensættelser, som både er kortfristede og langfristede. Andre hensatte forpligtelser både kortfristede og langfristede vil blive medtaget i den reformulerede balance som en del af driftsgælden.

Hensatte pensionsforpligtelser

Bliver opgjort til Kapitalværdi, hvorved der ligger en eksplicit rente. Som diskonteringsrente anvender Solar den effektive rente på virksomhedsobligationer med en høj kreditkvalitet og med tilsvarende løbetid som pensionsforpligtelsen¹³⁹. Denne post vurderes derfor til at være rentebærende, hvilket vil sige, at den medtages under rentebærende gæld i den reformulerede balance.

Andre gældsforpligtelser

Andre gældsforpligtelser vedrører omkostningsposter som personaleomkostninger, skatter og afgifter m.v.¹⁴⁰. Disse omkostningsposter relaterer sig direkte til driften af virksomheden og kan for eksempel være A-skat, ATP eller lignende som vedrører 2015, men først betales efterfølgende. Denne post vil derfor blive betragtet som værende en del af driftsgælden i den reformulerede balance.

Likvide beholdninger

De likvide beholdninger består af likvider d.v.s. penge i banken samt let omsættelige værdipapirer, der kan anvendes til fremtidige investeringer, uforudsete udgifter samt daglig driftsformål. Hvor meget Solar anvender til de forskellige aktiviteter m.v. fremgår ikke i årsregnskabet eller andre steder. Det må dog formodes, at Solar dagligt skal have likviditet til at lave bankoverførsler mens resten af likviditeten er rentebærende. Selve driftslikviditeten udgør derfor formentlig en mindre del af den samlede likvide beholdning, men da Solar skal have driftslikviditet antages det, at 0,5% af omsætningen udgør dette. De likvide beholdninger bliver dermed opdelt i to: en del der er driftsrelateret og som dermed går ind under driftsaktiver, mens det resterende betegnes som rentebærende og dermed som finansielle aktiver.

¹³⁹ Solar årsrapport 2015, side 60

¹⁴⁰ Solar årsrapport 2015, side 64

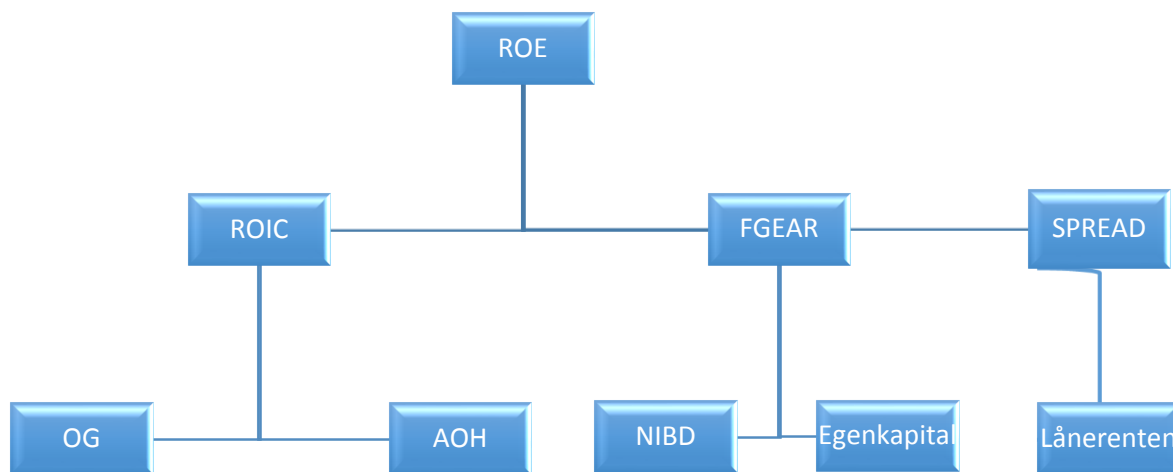
De resterende poster i balancen vedrører driften af virksomheden og vil derfor blive medtaget i den reformulerede balance som driftsaktiver for aktiverne og driftsgæld for passiverne. Herefter vil den reformulerede balance se ud som i bilag 8. Den investerede kapital er desuden beregnet både fra aktiv siden og passiv siden, som naturligvis skal give samme resultat. Denne kan ses i bilag 9.

Rentabilitetsanalyse

På baggrund af den reformulerede resultatopgørelse og balance vil der blive udarbejdet en rentabilitetsanalyse for Solar. Rentabilitetsanalysens formål er at give en indikation af virksomhedens økonomiske situation og udvikling ved anvendelse af nøgletalsberegninger. Med nøgletallene er det således muligt at konkludere, hvordan rentabiliteten er i Solar, og om virksomheden har haft økonomisk vækst. DuPont pyramiden vil blive benyttet, og modellen er opbygget således, at det overordnede nøgletal Return on Equity (ROE) bliver dekomponeret og ROE's værdi dermed kan forklares gennem flere nøgletal som vist i nedenstående model:

Driftsaktiviteternes værdidrivere i venstre side

Finansielle aktiviteter værdidrivere i højre side



Figur 1, Egen tilvirkning, DuPont-Pyramiden¹⁴¹

¹⁴¹ Plenborg, 2012, side 94

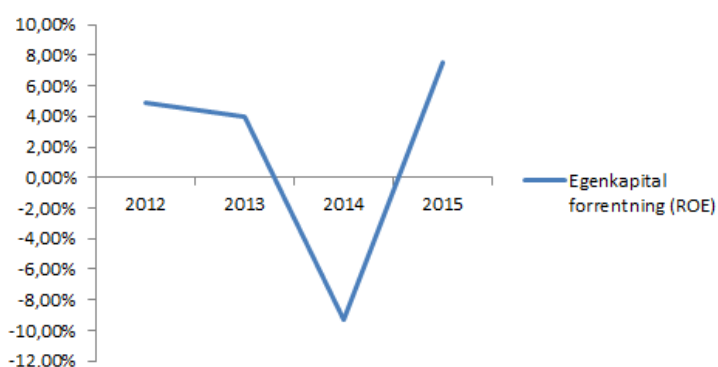
	2012	2013	2014	2015	Formel
IKOH*	4,15	3,91	4,68	6,09	IKOH = Nettoomsætning / Gns. Investeret kapital
OG (før skat)	1,62%	1,42%	-0,68%	2,33%	OG = Resultat af primær drift / Nettoomsætning
OG (efter skat)	1,09%	1,17%	-1,01%	1,56%	OG = NOPAT / Nettoomsætning
ROIC (før skat)	6,74%	5,56%	-3,20%	14,22%	ROIC = AOH x OG (efter skat) eller Resultat af primær drift / Gns. investeret kapital
ROIC (efter skat)	4,52%	4,57%	-4,72%	9,48%	ROIC = AOH x OG eller NOPAT / Gns. investeret kapital
Nettolånerenten	3,53%	6,94%	30,11%	-69,85%	R = - (Finansielle poster netto efter skat / Gns. nettorentebærende gæld)
Finansiel Gearing	36,90%	23,43%	13,17%	-2,46%	FGEAR = Gns. nettorentebærende gæld / Gns. EK
Spread	0,99%	-2,37%	-34,83%	79,33%	SPREAD = ROIC (efter skat) - r
Egenkapital forrentning	4,89%	4,01%	-9,30%	7,52%	ROE = ROIC (efter skat) + (SPREAD x FGEAR)

Nøgletal, egen tilvirkning, *IKOH = Investeret kapital's omsætnings hastighed. Nøgletallene bliver beregnet ud fra gennemsnitsværdier af balanceposterne, som det ligeledes kan ses i formelen for nøgletallene.

Return on Equity (ROE)

Return on Equity, på dansk kaldet egenkapitalens forretning viser, hvor god Solar er til at forrente egenkapitalen. Egenkapitalens forrentning har to sider, der påvirker udviklingen i nøgletallet nemlig en driftsaktivitetsside og en finansiell aktivitetsside.

Egenkapital forrentning (ROE)



Nøgletallet er derfor helt centralt, når ejerne skal vurdere, hvordan deres investerede kapital bliver forrentet i virksomheden.

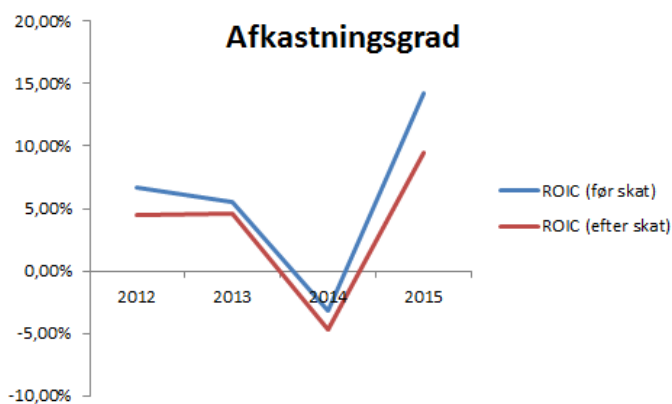
Solars udviklingen i ROE har i perioden 2012 til 2014 været faldende, med et mindre fald i 2013 men et stort fald i 2014. Det store fald i egenkapitalens forrentning i 2014 vil blive nærmere analyseret i de efterfølgende nøgletal, men skyldes helt overordnet et kraftigt underskud i regnskabsåret 2014. I 2015 er det lykkedes at hæve egenkapitalens forretning til imponerende 7,52%, hvilket er det højeste i den analyserede periode.

Man skal dog være opmærksom på, at en høj gældsrate kan øge egenkapitalens forrentning, eftersom at gearing af virksomheden påvirker FGEAR til at stige og dermed ROE. Den lave FGEAR i 2015, som ellers kan være et sundhedstegn for en virksomhed, påvirker dermed egenkapitalens forretning negativt.

Return on invested capital (ROIC)

ROIC, som man på dansk ville kalde afkastningsgrad, kan udregnes på baggrund af nøgletallene overskudsgrad og den investerede kapital omsætningshastighed og måler driftens rentabilitet uafhængigt af, hvordan Solar er finansieret/gearet. Afkastningsgrad viser virksomhedens evne til at skabe overskud på baggrund af den investerede kapital. Afkastningsgrad kan sammenlignes, med hvad en alternativ investering med samme risiko ville have givet

i afkast. ROIC's udvikling følger helt overordnet ROE udvikling.

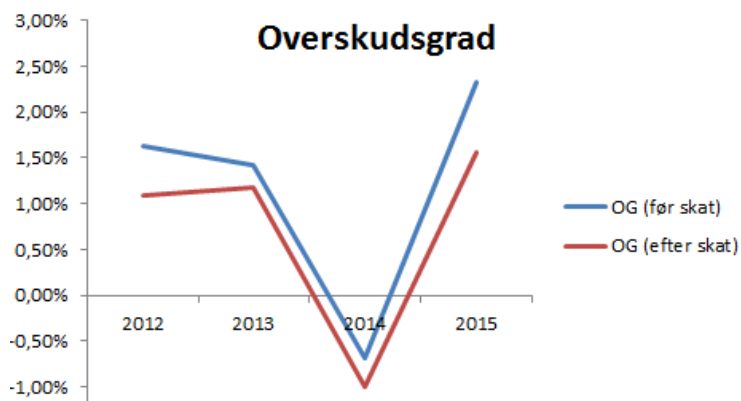


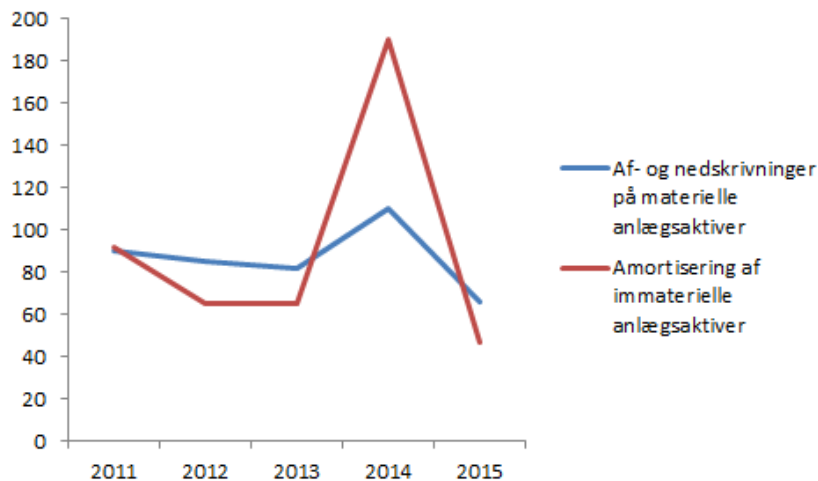
Udviklingen fra 2012 til 2015 i afkastningsgraden for Solar har samlet set været positiv, dog med en negativ afkastningsgrad i 2014 og et mindre fald i ROIC (før skat) i 2013. Årsagen findes i et fald i overskudsgraden, som ellers blev positivt påvirket af en forbedret investeret kapital omsætningshastighed. De to nøgletal vil blive uddybet i det følgende og give en forklaring på udviklingen i afkastningsgrad.

Overskudsgrad

Overskudsgradens udvikling minder meget om den udvikling, som afkastningsgraden har været igennem. Faldet i 2014 skyldes således et stort regnskabsmæssigt underskud på DKK -234 millioner. Underskuddet kan til dels skyldes en faldende omsætning fra 2013 til

2014, men den store årsag findes i størrelsen på posterne af- og nedskrivning på materielle anlægsaktiver samt amortiseringer af immaterielle anlægsaktiver. Disse poster, som det kan ses nedenfor, steg voldsomt meget og har dermed størstedelen af skylden for, at overskudsgraden faldt markant i 2014.





Stigning i % ifht. året før	2012	2013	2014	2015
Af- og nedskrivninger på materielle anlægsaktiver	6%	4%	-34%	40%
Amortisering af immaterielle anlægsaktiver	30%	0%	-192%	75%

Grunden til stigningen i de ovenfor nævnte poster skyldes grundlæggende, at Solar har foretaget en værdiforringelsestest af de immaterielle- og materielle anlægsaktiver. Dette betyder, at der f.eks. laves en værdiforringelsestest af den regnskabsmæssige værdi af goodwill, og denne er dermed blevet nedskrevet med 100 millioner i Holland (Conelgro B.V., Holland) og 10 millioner i Belgien (Claessen ELGB NV, Belgien)¹⁴². Udover dette er der i 2014 blevet nedskrevet ejendomme for 31 millioner og udgiftsført restruktureringsomkostninger for hele 86 millioner DKK¹⁴³. Årsregnskabet 2014 er dermed særdeles påvirket af disse omkostninger og er den primære årsag til det store underskud i dette år.

Den positive ved alle nedskrivningerne på immaterielle- og materielle aktiver er, at det betyder, at der er mindre at afskrive på i de kommende år. Herudover betyder det, at aktiverne, goodwill m.v. rent faktisk har fået en korrekt markedsværdi og der dermed fremover ikke bliver arbejdet med overvurderede værdier. Resultatet bliver, at vi i de kommende år, alt andet lige, vil se en lavere omkostning til af- og nedskrivninger samt amortiseringer med mindre at Solar laver flere strategiske opkøb. Disse omkostningsposter vil dermed falde, hvilket også tydeligt kan ses i 2015, hvor både af- og nedskrivninger samt amortiseringer var det laveste- og overskudsgraden den højeste i hele den analyserede periode.

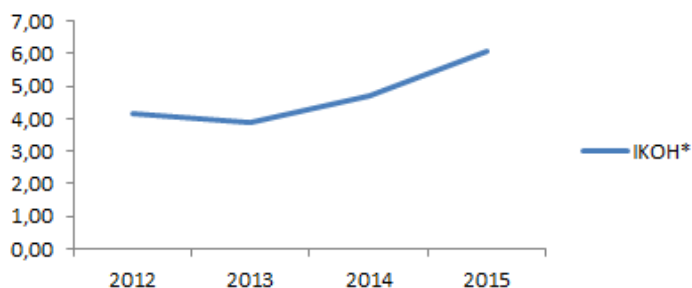
¹⁴² Solar årsrapport 2014, side 58

¹⁴³ Solar årsrapport 2014, side 7

Investeret kapital omsætningshastighed

Modsat overskudsgraden er det lykkedes at forbedre den investerede kapital omsætningshastighed på en mere stabil måde igennem den analyserede periode. Der har således kun været et mindre fald i nøgletallet i 2013, hvorefter det er steget frem til 2015 til 6,09. Det betyder at Solar omsætter sin investerede kapital 6,09 gange i 2015 og investeret kapital omsætningshastighed viser dermed aktiviteten for Solar, og om produkterne ligger længe på lager, før de sælges.

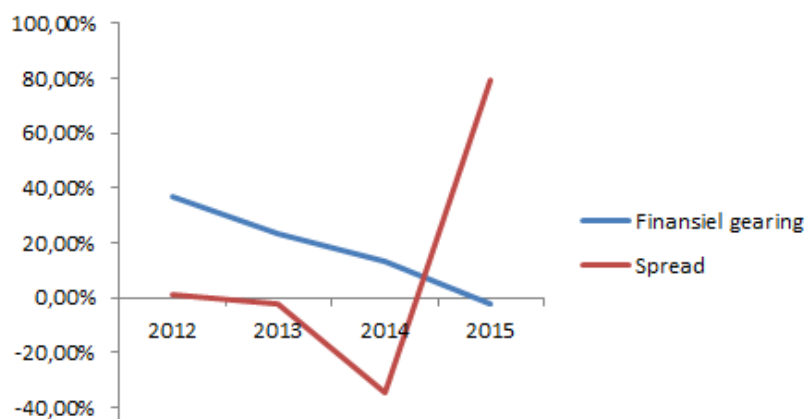
Investeret kapital omsætningshastighed



Stigningen i den investerede kapital omsætningshastighed kan dermed skyldes en øget omsætning eller/og et fald i den investerede kapital i virksomheden. Som det kan ses i regnskabet¹⁴⁴, er Solars omsætning varierende fra år til år med både omsætningsvækst og omsætningsfald. Samlet set er omsætningen dog faldet, hvis man ser fra 2011 til 2015, men eftersom den investerede kapital i Solar er faldet tilsvarende mere end dette, har det forbedret den investerede kapital omsætningshastighed. Faldet i den investerede kapital i Solar skyldes den nævnte værdiforringelsestest, som førte til en større nedskrivning af aktiver¹⁴⁵.

FGEAR

ROE afhænger som nævnt også af en finansiell side, hvor værdidriverne er FGEAR og SPREAD. Udviklingen i den analyserede periode for disse nøgletal kan ses i grafen. Det ses tydeligt, at den finansielle gearing er faldende i perioden, hvilket kan



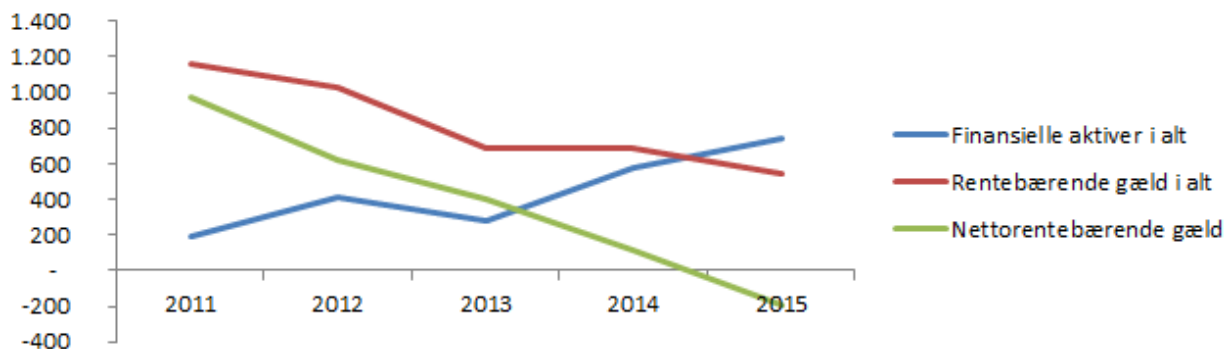
skyldes en ændring i egenkapitalen eller en ændring i den gennemsnitlige nettorentebærende gæld.

¹⁴⁴ Bilag 4 – Resultatopgørelse

¹⁴⁵ Afsnit om Overskudsgrad

Nettorentebærende gæld

Likviderne i Solar er blevet påvirket i løbet af 2015, da vederlaget fra salget af Solar Deutschland er modtaget¹⁴⁶. Vederlaget betyder, at likviderne stiger, hvilket nedbringer nettorentebærende gæld, da likvider tillægges finansielle aktiver i den reformulerede balance. Selve vederlaget kan også ses i den officielle likviditetsopgørelse for 2015, hvor den ophørende aktivitet bidrager positivt til likviditeten med DKK 345 millioner¹⁴⁷. Denne ophørende aktivitet blev dog allerede medregnet i de finansielle aktiver i 2014, da de i 2014 blev reklassificeret fra at være en del af driften til at skulle frasælges. Den største stigning i finansielle aktiver opstod dermed i 2014 som det kan ses i nedenstående graf. Kombinationen af rentebærende gæld og finansielle aktiver udgør nettorentebærende gæld og udviklingen kan ses i nedenstående graf.



Som det kan ses af ovenstående graf og bilag 9 bliver nettorentebærende gæld negativ i 2015, da finansielle aktiver overstiger rentebærende gæld. Dette skyldes at rentebærende gæld er faldende gennem den analyserede periode, mens finansielle aktiver stiger med undtagelse af 2013.

Egenkapital

Udviklingen i egenkapitalen har ikke været lige så markant som nettorentebærende gæld, hvilket skyldes at en stor del af egenkapitalen er aktiekapital, som ikke har ændret sig. Den primære årsag til ændringer i egenkapital er således årets resultat fra resultatopgørelsen, som går ned og påvirker overført resultat hvert eneste år. Herudover bliver der udbetalt udbytte hvert år, dog med forskellig størrelse, som også påvirker egenkapitalen. Samlet set har det betydet at egenkapitalen har udviklet sig fra 2.099 millioner DKK i 2011 til 1.831 millioner DKK i 2015.

¹⁴⁶ Årsrapport 2015, side 10

¹⁴⁷ Bilag 6 – Pengestrømsopgørelse

Idet egenkapitalen ikke udvikler sig lige så markant som nettorentebærende gæld, er det dermed primært den nettorentebærende gælds udvikling, der er skyld i at den finansielle gearing er faldende og ender med at være negativ.

Spread

Spread udregnes på baggrund af nettolånerenten, som består af de finansielle poster netto efter skat og den gennemsnitlige nettorentebærende gæld. Nettolånerenten bliver dermed også påvirket af den nettorentebærende gæld, hvis udvikling blev diskuteret i ovenstående afsnit om finansiell gearing.

De finansielle poster netto efter skat har ikke udviklet sig det store igennem den analyserede periode. I 2012 var posten -28 millioner og i 2015 er den faldet til -31 millioner DKK¹⁴⁸. I 2014 ændrede finansielle poster netto efter skat sig dog en del, til -77 millioner DKK, hvilket primært skyldes den effektive skattesats som blev beregnet til -47,5%.

Spread bliver dermed påvirket af både de finansielle poster netto efter skat og nettorentebærende gæld, men den primære årsag, til den store stigning i spread i 2015 skyldes nettorentebærende gæld. Som nævnt bliver nettorentebærende gæld i 2015 negativ, hvilket påvirker nettolånerenten således at denne bliver negativ, og det er dermed med til at give Spread den vanvittige stigning, som kan ses på grafen i 2015 for finansiell gearing og spread.

Delkonklusion for regnskabsanalysen

I regnskabsanalysen blev der foretaget en reformulering af resultatopgørelsen og balancen med det formål at finde Solars reelle værdi. De reformulerede regnskaber blev endvidere brugt i rentabilitetsanalysen af Solar, som tog udgangspunkt i DuPont pyramiden. Det overordnede nøgletal egenkapitalens forretning (ROE) blev udregnet og viste en faldende tendens frem til 2015, hvor egenkapitalens forrentning steg. Igennem yderligere analyse af de underliggende nøgletal til egenkapitalens forrentning, viste det sig, at der i 2014, som var det eneste år med negativt egenkapital forrentning, var ekstraordinære omkostninger til blandt andet restrukturering og af- og nedskrivninger. Dette blev opdaget, da en dekomponering af ROIC viste, at overskudsgraden faldt kraftigt i 2014, mens den investerede kapitalens omsætningshastighed modsat blev forbedret.

¹⁴⁸ Bilag 7 – Reformuleret resultatopgørelse

Igennem dekomponering af FGEAR var det tydeligt, at nettorentebærende gæld var faldende igennem hele den analyserede periode, hvilket skyldes faldende rentebærende forpligtelser og stigende likvide midler. Den nettorentebærende gæld blev negativ i 2015, hvilket betyder, at summen af finansielle aktiver var større end summen af rentebærende gæld dette år. Solar er dermed i besiddelse af en god kapitalstruktur, som også er bedre, end de mål som virksomheden selv har opsat¹⁴⁹.

SWOT

Styrker	Svagheder
<ul style="list-style-type: none"> • Stærk digital platform som udgør en stor del af omsætningen • Fastbox levering • Fondsejerskabet giver stabilt og langsigtet ejerskab • Finansielt velkonsolideret og kreditværdig • Automatiserede lagre 	<ul style="list-style-type: none"> • Hård (pris)konkurrence på markederne • Lave indtjeningsmarginer • Begrænset kontrol med bestyrelse • Mindre fokus på kortsigtede investeringer
Muligheder	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Forbedrede konjunkturer og dermed større investeringer i nybyggeri og renovering • Håndværkerfradrag og lignende tilskudsordninger til byggeri og renovering 	<ul style="list-style-type: none"> • Ændring i sikkerhedsstandarderne på produkterne • Hård konkurrence på markederne • Svag markedsvækst • Eksponeret for olieprisudvikling primært på det norske marked • Indgreb fra konkurrencemyndighederne

¹⁴⁹ Solars strategi afsnittet

Budget

I dette afsnit vil Solars fremtidige proforma pengestrømme samt proforma resultatopgørelse og balance blive opstillet og analyseret til brug for værdiansættelsen af Solar. Dette vil ske ved udarbejdelse af et budget, som vil blive dannet på baggrund af den strategiske analyse i afhandlingen. Som det kan ses i bilag 11, er der endvidere opstillet 11 historiske value drivers, som også vil blive benyttet i nedenstående budgettering.

Budgethorisont

Budgethorisonten er fastlagt således, at der er taget hensyn til den strategiske analyse, og aspekterne i denne skal dermed kunne nå at influere inden terminalperioden tager over. Eksempelvis forventes det, at konjunkturerne begynder at vende i fremtiden, hvilket vil have positiv indflydelse på nybyggeriet og renoveringer og dermed på Solar. Ændringen fra lavkonjunktur til højkonjunktur forventes dog ikke at være noget, der opstår fra dag til dag, hvorfor Solar gradvist i de kommende år vil få stigende omsætning og forbedret indtjening. Budgetteringsperioden vil derfor have en længde, således at alle perspektiver, mål og ændringer, der ellers skulle opstå i de forskellige value drivers, kan nå at have deres påvirkning, inden terminalperioden tager over. De forskellige value drivers vil i det følgende blive uddybet, og det vil blive fastlagt, hvordan de vil reagere i de 7 budgetår inklusiv terminalperioden.

Omsætningsvækst

Som det også fremgår af PEST modellen, har makroøkonomien stor indflydelse på Solars omsætning. I de økonomiske faktorer i PEST modellen blev det nævnt, at Solars omsætning er meget afhængig af nybyggeriet og renoveringer, som igen er meget påvirket af de makroøkonomiske konjunkturer. På kort sigt vil Solars omsætningsvækst dermed blive påvirket negativt af de krisetider, som Europa endnu ikke er helt ude af, men på lang sigt forventes det, at der igen kommer gang i økonomien og dermed nybyggeriet og renoveringerne. Herunder er forventningerne til de enkelte af Solars største markeder.

Danmark

Som det blev nævnt i markedsanalysen af det danske marked, er forventningerne til omsætningsvækst ikke specielt høje og Solar vurderes selv at 2016 kun byder på marginal vækst. Den hårde konkurrence på markedet og det faktum at væksten faldt fra et ellers flot niveau i 1. og 2. kvartal 2015 betyder, at det danske marked vil bidrage i budgettet 2016 med en svag organisk vækst. Den "grønne" håndværkerfradrag er medtaget i forventningen og bidrager positivt hertil. Fremtidige fradrag som dette vil give en øget omsætning for Solar. Det danske marked vil i de efterfølgende år bidrage med en positiv vækstrate,

på niveau med inflationen, da det p.g.a. den hårde konkurrence ikke forventes, at Solar kan vinde markante markedsandele.

Holland

Ligesom det danske marked er det hollandske også præget af hård konkurrence i forhold til den beskeden vækst. Den hollandske økonomi er dog i fremgang, og Solar forventer på denne baggrund en svag omsætningsvækst i 2016. Det hollandske marked er dog præget af mange ledige ejendomme og tomme erhvervslejemål, hvilket i dette budget giver anledning til at budgettere med et mindre organisk fald i omsætningen på det hollandske marked. På sigt forventes det dog, at byggetilladelser i Holland stiger¹⁵⁰, Fastbox konceptet bliver yderligere udbredt og den generelle makroøkonomiske situation bliver bedre, således at Holland bidrager til omsætningsmæssig vækst på niveau med inflationen.

Af ikke organisk vækst i Holland og Benelux generelt, vil opkøbet af MAG45 det første budgetår bidrage med en større omsætningsvækst, da MAG45 forventes at øge omsætningen i Solar med 310 millioner DKK¹⁵¹. Dette opkøb er således den største faktor for den store omsætningsvækst, der forventes i budgettet for 2016 og herefter forventes MAG45 omsætningsmæssigt at stige med inflationsniveauet.

Sverige

2015 var et godt år for Solar på det svenske marked, hvor den organiske omsætning, som nævnt i markedsanalysen, steg med hele 9%. Fremgangen skyldes blandt andet den forbedrede svenske økonomi og en tilskudsordning, der ligner det danske håndværkerfradrag. Dette var en succes i Sverige. Tilskudsordningen er dog blevet ændret for de kommende år, hvorfor det ikke forventes at den organiske vækst vil stige med samme imponerende takt som i 2015. Fastbox konceptet blev endvidere introduceret i 2015 på det svenske marked, hvorfor det forventes, at det vil blive endnu mere benyttet i 2016 og fremefter.

Forventningen i budgettet til det svenske marked er dermed, at det vil bidrage til positiv omsætningsvækst i 2016 og i fremtiden være et af de markeder, Solar kan vinde lidt markedsandele på. Omsætningsvæksten vil i resten af budgettet derfor ligge omkring og lidt over inflationsniveauet frem mod terminalperioden, som vil være på niveau med inflationen i Sverige.

¹⁵⁰ Jf. afsnittet om Markedsanalyse for Holland

¹⁵¹ Solar årsrapport 2015, side 8

Norge

Det norske marked er, som nævnt i markedsanalysen, meget eksponeret overfor oliepriseniveauet. Særligt offshore segmentet i Norge har været ramt af den faldende oliepris, som fortsætter ind i 2016. Et stigende norsk indbyggertal og et demografisk skift, blev ligeledes uddybet i markedsanalysen, og det betyder, at der i de kommende år frem mod 2030 skal bygges mange nye bygninger og boliger. På den korte sigt virker det dog ikke til, at olieprisen stiger, og det forventes at dette er med til at udfordre det norske marked.

Ligesom på det svenske marked blev Fastbox konceptet også introduceret i 2015, og det forventes yderligere udbredt i fremtiden, ligesom forøget kendskab til Fastbox også vil bidrage, til at det vil blive benyttet af flere. Samlet set forventes det, at det norske marked vil falde rent omsætningsmæssigt i de kommende år, men Solar kan på sigt drage nytte af det let stigende indbyggertal og det demografiske skift.

Samlet set for alle markederne, forventes det på baggrund af ovenstående at der i 2016 kun ses en svag samlet organisk vækst, da nogle af markederne går tilbage, mens andre går svagt frem. For 2016 vil væksten derfor stige med omkring 3,2%, idet Solar har opkøbt MAG45, som forventes at bidrage med en omsætningsstigning på DKK 310 millioner. For resten af budgetperioden forventes det, at omsætningen vil stige i takt med forbedret makroøkonomisk fremgang, og terminalperiodens omsætningsvækst vil ligge omkring inflationsniveauet i de lande, som Solar afsætter sine produkter til. Terminalperiodens vækst er således fastsat på baggrund af udregninger af et vægtet gennemsnit af BNP og inflation¹⁵². Det vægtede gennemsnit tager højde for størrelsen af Solars markeder og markedernes forventede udvikling. En mulig omsætningstrigger kan være yderligere internationalisering ved eventuelt opkøb af virksomheder i udlandet. Der foreligger på nuværende tidspunkt ingen konkrete planer for dette, men finansielt er det muligt, ligesom virksomheden strategisk nævner at opkøbet af MAG45 kun var først step. På mellemlang sigt er der derfor indregnet omsætningsvækst, som skyldes et forventet snarligt strategisk opkøb. Ekspansion vil dog ske kontrolleret, da man igennem fondsejerskabet sigter efter langsigtet profit og profitabel vækst.

¹⁵² Bilag 3 – Inflation og BNP

EBITDA margin i procent af omsætningen

Generelt ligger det historiske EBITDA niveau omkring de 3%, som det kan ses i bilag 11, men med 2015 som det bedste år med en EBITDA margin på 3,4%. EBITDA marginen blev derfor imponerende løftet fra 2,2% i 2014, på trods af at vareforbruget steg i 2015. Som nævnt tidligere i denne opgave, var 2014 præget af restruktureringsomkostninger, nedskrivninger og hvad der ellers kunne udgiftsføres, hvilket har været med til at påvirke EBITDA marginen i 2015 positivt. Det forventes dermed ikke at Solar kommer i nærheden af de 3,4% i EBITDA margin, som de leverede i 2015.

Konkurrencen på markederne og i branchen generelt er stadig hård og vil fortsat være det i de kommende år. Selvom der makroøkonomisk igen er kommet lidt gang i hjulene, går det langsomt fremad, hvilket påvirker Solar både på omsætning og EBITDA margin. Den hårde konkurrence rammer således priserne, selvom Solar strategisk har valgt at differentiere sig på andre parametre end pris, som leveringstid, leveringssikkerhed og andre tjenester som kan gavne kunderne. Selvom denne strategiske omstilling af Solar til at være en sourcing virksomhed, som interagerer med kunderne, kan de dog ikke tage meget højere priser end konkurrenterne. Selvom det er svært at forudsige fremtiden forventes det, at når der makroøkonomisk kommer gang i økonomien, så vil nybyggeriet og renoveringer stige og den store priskonkurrence falde. Dette skyldes at der i dag kæmpes om de få enkelte projekter der udbydes, hvor udbuddet af projekter forventes at stige i fremtiden og EBITDA marginen vil blive forbedret en smule af dette.

I opgaven er det beskrevet, at Solar de senere år har haft fokus på at optimere driften med initiativer som lean, automatisering af lagre, Solar 8000 m.v. Effektiviteten på lagrene synes derfor være på et højt niveau i forhold til den teknologi, der er i dag. Solar ser derfor selv kun muligheder i at optimere driften, ved at videreudvikle Solar 8000, som der beskrevet i strategi afsnittet også investeres penge i at udvikle i de kommende år. Andre muligheder for at optimere driften kan ske ved opkøb af virksomheder, der kan give synergifordele for Solar. Her er MAG45 blevet opkøbt og Solar forventer, at dette vil give synergier til forretningen i fremtiden. I budgettet vil opkøbet påvirke EBITDA marginen en smule negativt de første par år, indtil synergierne bliver ordentligt udnyttet. Videreudvikling af Solar 8000 vil på samme måde påvirke EBITDA marginen negativt det første år eller to, men efterfølgende positivt.

Opkøb til synergier og dermed forbedring af EBITDA. Optimalt lagersystem, det er svært på nuværende tidspunkt at se muligheder i at spare endnu mere på dette. Udvikling af Solar 8000, kommer til at påvirke EBITDA negativt det første år eller to, herefter vil det have en positiv indvirkning på driftsresultatet.

Som led i Solars strategi om profitabel vækst, blev Aurora Group og Solar Deutschland frasolgt fra i 2013 og 2014. Eftersom begrundelsen var, at de ikke var profitable, vil EBITDA marginen efter frasalget blive påvirket positivt i forhold til de forgangne år. Personalemkostninger og andre eksterne omkostninger var således noget af det der faldt i 2015, og dermed medvirkede til at forbedre EBITDA marginen.

Samlet set forventes EBITDA marginen på baggrund af ovenstående og den strategiske analyse at falde første budgetår, hvorefter den vil stige i takt med synergier og effektiviseringer udnyttes, makroøkonomien forbedres m.v. til et niveau i terminalperioden på 3%.

Lånerenten

Lånerenten i budgettet vil blive fastsat til 5,5% og dermed vil den være det samme som fremmedkapitalomkostningen, som bliver fastsat i WACC afsnittet senere i denne opgave. En uddybende forklaring på valget af de 5,5% kan derfor findes i afsnittet for fremmedkapitalomkostningen i WACC afsnittet.

Effektiv skattesats

I de historiske valuedrivers har den effektive skattesats været meget varierende¹⁵³. Den effektive skattesats i budgettet vil dog blive fastsat som værende den danske skattesats på 22% over alle årene. Der er ikke vedtaget nogen nedsættelse af virksomhedsskatten på nuværende tidspunkt. Denne nævnte sats på 22% vil desuden være den samme, som bliver brugt i udregningen af WACC senere i opgaven.

Af- og nedskrivninger i procent af immaterielle og materielle anlægsaktiver

Størrelsen af afskrivninger og nedskrivninger afhænger til dels af størrelsen af immaterielle og materielle anlægsaktiver i alt, og af hvor stor en andel der bliver afskrevet på, og om noget eksempelvis er fuldt nedskrevet. I regnskabsanalysen blev det identificeret, at der blev af- og nedskrevet ekstraordinært meget i 2014, hvilket alt andet lige kan betyde, at nogle aktiver er fuldt afskrevet. Afskrivningerne og nedskrivningerne vil som funktion af immaterielle og materielle aktiver dermed falde, men selve procent-satsen i forhold til aktiverne vil være nogenlunde den samme som historisk. Dog set bort fra 2014.

¹⁵³ Bilag 11, Historiske value drivers

Immaterielle og materielle anlægsaktiver i procent af omsætningen

Som nævnt ovenfor, blev der afskrevet ekstraordinært meget på materielle og immaterielle aktiver i 2014. Dette har været med til at nedbringe immaterielle og materielle aktiver i procent af omsætningen, som det kan ses i de historiske value drivers år 2014 og 2015¹⁵⁴. Desuden har salget af Solar Deutschland og Aurora Group også ført til, at de materielle og immaterielle aktiver er faldet. Endelig har Solar valgt at sælge sit tidligere hovedsæde i Kolding, idet man rykkede hovedsædet til Vejen på Fyn i 2015. Alt dette har betydet, at value driveren nåede sit mindste niveau i 2015 på 11,5% af omsætningen. Det forventes ikke, at denne vil falde mere i fremtiden.

Efter at Solar har opkøbt MAG45, som har hovedsæde i Eindhoven og idet, at det som nævnt i strategi-afsnittet betegnes som første step mod ekspansion, vil materielle og immaterielle aktiver i procent af omsætningen stige fremover. For at være konkurrencedygtig i branchen skal Solar udnytte stordriftsfordele ved ekspansion og investere i et større vare- og logistiklagercentral, således at der kan leveres uden fejl og lange leveringstider. Solar forventer endvidere at udbrede Fastbox konceptet, hvilket også vil føre til en del investeringer. I den optimale verden for Solar nævner de selv, at fremtiden vil bestå af kunder uden lagre, som bestiller, hvad de skal bruge, hvorefter en sourcing virksomhed som Solar leverer på kort tid. Hvis denne vision skal opnås, vil det betyde investeringer i større lagerbygninger for Solar. Samlet set vil de immaterielle og materielle anlægsaktiver i procent af omsætningen stige frem mod terminalperioden, hvor de vil udgøre 13,4% af omsætningen.

Varebeholdninger i procent af omsætningen

I afsnittet om truslen fra leverandørerne blev det blandt andet bemærket, at grossisterne finder leverandører, hvor der kan købes stort ind for at udnytte stordriftsfordele. De store indkøb af produkter giver nogle store varelager, hvilket også er nødvendigt, hvis Solar fortsat vil kunne levere fra dag til dag. Fremadrettet skal Solar fortsat have store varebeholdninger, hvis ikke endnu større varebeholdninger end historisk, idet Solar skal følge den teknologiske udvikling og have alle de nye produkter med i sortimentet. Dette må alt andet lige betyde, et større varelager og flere pengebindinger i varebeholdninger i fremtiden for Solar. Derfor vil der i budgettet blive budgetteret med en stigning i varebeholdninger i procent af omsætning i forhold til, hvad der historisk har været af varebeholdninger i Solar.

¹⁵⁴ Bilag 11, Historiske value drivers

Tilgodehavender i procent af omsætning

I afsnittet om truslen fra kunderne blev det diskuteret, hvorvidt kunderne havde magt til at påvirke eksempelvis betalingsbetingelserne eller lignende parametre. I afsnittet blev det pointeret, at den enkelte kundes magt var, at omkostningen ved at skifte leverandør var begrænset, hvilket betyder, at de forholdsvis nemt kan skifte fra Solar til eksempelvis Lemvig-Müller uden den store omkostning. Solar er dog forholdsvis uafhængig af den enkelte kunde, da kundeporteføljen er så stor, at bortfald af en enkelt kunde ikke har den store konsekvens. Ud fra dette synes tilgodehavender i procent af omsætningen derfor ikke at stige i fremtiden. Solars strategi efter identitetsskiftet til sourcing og servicevirksomhed er dog at indgå i et endnu tættere samarbejde med kunden, hvorfor det kunne tænkes at eksempelvis kredittiden vil kunne øges. Det forekommer i hvert fald modstridende, hvis Solar skulle gå ud og presse kunderne på kredittid efter identitetsskiftet. En forbedring for kunderne i kredittid vil også kunne bruges som en stærk konkurrenceparameter. Historisk set er tilgodehavender i procent af omsætningen dog faldet, men yderligere fald i value driveren forventes ikke. I budgettet vil tilgodehavender i procent af omsætningen dermed stige beskedent fra det laveste niveau i 2015, men vil dog stadig ligge under gennemsnittet fra den historiske periode.

Driftsgæld i procent af omsætning

Historisk set har value driveren, driftsgæld i procent af omsætning været stigende. Det må betyde, at Solar har haft succes med at presse sine leverandører til bedre betalingsvilkår. Som nævnt i afsnittet om truslen fra leverandørerne har Solar god mulighed for at presse de mindre leverandører samt de leverandører, der leverer standardiserede varer. Produkter fra de større leverandører som eksempelvis Laurits Knudsen er et must at have i sortimentet for Solar, og Solar er dermed lidt mere afhængig af disse leverandører. Da Solar er så stor en virksomhed på de nordeuropæiske markeder vil det dog være svært for leverandørerne at gå uden om Solar, hvilket giver Solar magt i forhold til leverings- og betalingsbetingelser. Det forventes at Solar fortsat vil presse sine leverandører til at få de bedste betingelser og i takt med mulig ekspansion, vil det blive endnu mere vigtigt for leverandørerne at afsætte sine produkter til Solar. Vurderingen er dermed, at driftsgælden i procent af omsætningen vil stige i budgettet og ligge en del over gennemsnittet historisk set, men kun marginalt bedre end det, der blev præsteret i 2015.

Nettorentebærende gæld i procent af investeret kapital

I afsnittet om kapitalstruktur fremgår det, at den nettorentebærende gæld fremadrettet vil være 15% af den investerede kapital. Da kapitalstrukturen skal være fast, vil den nettorentebærende derfor gennem hele budgettet være fastsat til 15% af den investerede kapital.

Da Solar som nævnt i regnskabsanalysen leverede en negativ nettorentebærende gæld i 2015, vil det påvirke pengestrømmen første år i budgettet voldsomt, p.g.a. antagelsen om, at nettorentebærende gæld i procent af investeret kapital er fast i forhold til den kapitalstruktur, der er valgt i WACC. Det første budgetår vil ændringen i rentebærende gæld derfor være 454 millioner¹⁵⁵ p.g.a. ændringen i kapitalstruktur, hvilket herefter vil stabiliseres, da kapitalstrukturen herefter er fast¹⁵⁶.

Driftslikviditet

I afsnittet om likvide beholdninger i reformulering af balancen blev det vurderet, at driftslikviditeten udgør en mindre del af den samlede likviditet. Solar skal dog som nævnt have likviditet til den daglige drift, og driftslikviditeten vil derfor i budgettet være 0,5% af omsætningen.

WACC

WACC (Weighted Average Cost of Capital) er den vægtede kapitalomkostning og formlen for WACC opstilles som nedenfor¹⁵⁷.

$$WACC = \frac{D}{(D + E)} * r_d * (1 - t) + \frac{E}{(D + E)} * r_e$$

D:	Nettorentebærende gæld
E:	Egenkapital
R _D :	Fremmedkapitalomkostning
R _E :	Ejernes kapitalkrav
T:	Selskabsskat

Afkastkrav

Et helt centralt element i beregning af WACC og i det hele taget DCF/relative værdiansættelsesmetoder er fastlæggelse af afkastkravet, der anvendes til at tilbagediskontere de fremtidige cash-flows. Den mest benyttede metode til at udregne afkastkravet og den metode som vil blive benyttet i denne afhandling er med udgangspunkt i Capital Asset Pricing model (CAPM). Ifølge denne model er ejernes afkastkrav en

¹⁵⁵ Bilag 15, Proforma pengestrømsopgørelse

¹⁵⁶ Kapitalstruktur afsnit

¹⁵⁷ Plenborg, 2012, side 246

kombination af den risikofrie rente, markedsrisikopræmien samt en beta i form af systematisk risiko for Solar, hvilket vil sige at CAPM og dermed ejernes afkastkrav udregnes på følgende måde¹⁵⁸:

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

R_f : Risikofri rente
 β_e : Systematisk risiko for Solar
 $(r_m - r_f)$: Markedsrisikopræmie

Risikofri rente

Den risikofrie rente er udtrykt ved det afkast en investor kan få, uden at investoren pådrager sig nogen form for risiko. Teoretisk vil renten på en statsobligation derfor være det bedste estimat for en risikofri rente¹⁵⁹. Den underliggende antagelse i dette er, at et land har minimal risiko for at gå konkurs (statsbankerot), men selvom der er eksempler på dette, vælges en dansk statsobligation med udløb i 2039 som bedste proxy¹⁶⁰. Risikoen for at den danske stat går konkurs vurderes til at være minimal og på trods af at rentestrukturen på en statsobligation ikke er flad, vil statsobligationens effektive rente blive brugt som en fast rente. Statsobligationen med udløb i 2039 har pr. 24/02/2016 en effektiv rente på 0,926%, som dermed bliver benyttet som den risikofrie rente i denne afhandling¹⁶¹.

Risikopræmie

Ex-ante metode. PwC har igennem de sidste 17 år udarbejdet en årlig rapport om værdiansættelser i praksis for at give et indblik i, hvordan de førende aktører på aktiemarkedet værdiansætter samt hvilken markedsrisikopræmie, de benytter¹⁶². 65% af aktørerne der var med i undersøgelsen valgte en markedsrisikopræmie mellem 5% og 6% og gennemsnitligt blev den opgjort til 5,6%¹⁶³.

Fremadrettet i denne afhandling vil markedsrisikopræmien være 5,5%.

Systematisk risiko for Solar, Beta

Beta værdien udtrykker den relative risiko tilknyttet Solar i forhold til den valgte markedsportefølje¹⁶⁴.

Dette betyder, at jo mere systematisk risiko der er tilknyttet Solar, jo højere afkastkrav vil ejerne have, for at investere i virksomheden. Betaen som dermed er Solars systematiske risiko, vil blive fastlagt ud fra en commonsense metode, som indeholder to komponenter, nemlig den driftsmæssige risiko og den

¹⁵⁸ Plenborg, 2012, side 249

¹⁵⁹ Plenborg, 2012, side 249

¹⁶⁰ http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE4%3A5_ST.L_39_GB

¹⁶¹ Bilag 10, Risikofrie rente

¹⁶² PwC Prisfastsættelse på aktiemarkedet

¹⁶³ PwC Prisfastsættelse på aktiemarkedet, side 3

¹⁶⁴ Plenborg, 2012, side 251

finansielle risiko. Måden beta vil blive fastlagt på er, på baggrund af denne opgaves strategiske analyse, at fastlægge de to nævnte risikoaspekter. Den strategiske analyse af Solar vil dermed danne grundlag for fastlæggelsen af niveauet for driftsmæssig risiko og finansiel risiko, som samlet vil give en beta værdi for Solar.

Driftsmæssig risiko

Generelt foretrækkes det, at de risikoparametre der influerer den driftsmæssige risiko, er nogle, som virksomheden selv har mulighed for at påvirke, da det i så fald er muligt for virksomheden selv at foretage risikominimering. Dog er der også nogle forhold, som virksomheden ikke kan kontrollere, og den driftsmæssige risiko vil dermed blive opdelt i 3 kategorier herunder: **ekstern** -, **strategisk** - og **operational** risiko for at give et samlet indblik i den driftsmæssige risiko for Solar.

Ekstern risiko

I PEST analysen var en af de faktorer, der påvirker Solar mest, den generelle makroøkonomiske situation, da Solar som nævnt er meget afhængig af nybyggeri og renoveringer. Dette aspekt vurderes ikke at udgøre en mindre risiko i fremtiden, og det vil derfor altid have en stor indflydelse på Solar, både positiv når der er højkonjunktur og negativ, når det er lavkonjunktur. Ud over denne eksterne faktor der påvirker Solar, blev det også nævnt i analysen, at faktorer som politiske indgreb i branchen f.eks. ved nye sikkerhedsstandarder for produkterne og den generelle teknologiske udvikling på produkterne, også har indflydelse på Solar. Sådanne faktorer påvirker også den driftsmæssige risiko, men vurderes ikke at udgøre en lige så stor ekstern risiko som de makroøkonomiske konjunkturer. Det samlede vurdering af den eksterne risiko er dermed, at den er **mellem/høj**.

Strategisk risiko

Den strategiske risiko kan blandt andet gøres op i branchens generelle situation og i de strategivalg som Solar tager. I afsnittet om Porters 5 forces blev det vurderet, hvordan branchens struktur og styrkeforhold er, herunder for de 5 elementer; truslen fra nye indtrængere, substituerende produkter, kunderne, leverandørerne og den interne rivalisering. De vigtigste af parametrene vil danne grundlag for den strategiske risiko.

Truslen fra nye indtrængere blev vurderet til at være **lav**, da det kræver store investeringer i lagerbygninger, logistiksystemer, interne arbejdsgange og maskiner at være en del af branchen. Og man bliver nødt til at opnå stordriftsfordele for at kunne tjene penge i branchen. Branchens nuværende situation

med hård (pris) konkurrence forøger endvidere ikke sandsynligheden for, at der kommer nye indtrængere.

Som det fremgår tidligere i opgave, blev truslen fra kundernes forhandlingsstyrke ligeledes analyseret. Her blev det vurderet, at kunderne har forholdsvist let at skifte grossist, hvis de finder grossistens priser, service eller andet utilstrækkeligt. Dog har det ikke den store betydning for grossisterne, at enkelte kunder fravælger dem, da f.eks. Solars største kunde kun udgør ca. 3% af omsætningen. Truslen fra kundernes forhandlingsstyrke blev dermed vurderet til at være **lav/mellem**.

I opgaven blev leverandørernes forhandlingsmagt ligeledes analyseret og blev herefter vurderet til at være **mellem**. Begrundelsen var, at de leverandører som producerer standardiserede varer som f.eks. elkabler har meget lav forhandlingsmagt, mens større leverandører som LK har væsentlig mere forhandlingsmagt.

Den interne rivalisering og konkurrenceintensitet blev slutteligt i Porters 5 forces vurderet til at være **høj**. Branchen er præget af, at markederne har meget lav markedsvækst efter der endda har været negativ markedsvækst p.g.a. finanskrisen. Dette er med til at forøge konkurrencen i branchen, og der konkurreres på nuværende tidspunkt ikke kun på pris, men også på leveringstid, interaktion med kunderne og andre services. Branchen er endvidere kendetegnet ved høje exitbarrierer, som beskrevet i Porters 5 forces.

Den samlede vurdering af den strategiske risiko for Solar er **mellem**.

Operationel risiko

Den operationelle risiko kan vurderes ud fra virksomhedens ejerskab, ledelsessammensætning og andre aspekter, der stabiliserer driftsindtjeningen¹⁶⁵. Som det blev analyseret i afsnittet om fondsejerskabets betydning for Solar, giver fondsejerskabet et stabilt ejerskab og langsigtet perspektiv, som alt andet lige er med til at mindske den operationelle risiko. Fondsejerskabet giver en mindre risiko i den daglige drift, da kortsigtede aktiviteter oftest ikke prioriteres lige så højt som langsigtede investeringsmuligheder. Dette skyldes den mere finansielt konservative indstilling. Et kritikpunkt analysen nåede frem til var, at bestyrelsen i fonden indstiller bestyrelsesmedlemskandidater ud fra de kompetencer, som bestyrelsen i Solar har opsat. Dette kan på sigt give en risiko for Solar, hvis ikke de mest kompetente personer vælges ind i bestyrelsen, og Solar dermed ikke bliver drevet helt optimalt. Ledelsen i Solar har dog været fornuf-

¹⁶⁵ Plenborg, 2012, side 257

tige gennem finanskrisen med flere omkostningsbesparende og effektiviserende tiltag, som lean, Solar 8000 m.v. Den operationelle risiko vurderes på baggrund af det ovenstående at være **lav**.

Den operationelle risiko kan ud fra de 3 ovenstående kategorier af risici vurderes til at være **neutral**.

Finansiell risiko

Den finansielle risiko kan fastlægges ud fra, hvordan Solars generelle finansielle situation er, og hvordan denne kan blive påvirket i fremtiden. I regnskabsanalysen tidligere i denne opgave, blev det observeret, at nøgletallene over den analyserede periode er forbedret, og egenkapitalens forretning har nået sit højeste niveau i 2015 på 7,52%. Efter en dekomponering af egenkapitalens forretning blev det yderligere observeret, at den finansielle gearing blev negativ i 2015, hvilket primært skyldtes, at rentebærende gæld blev reduceret samtidig med, at de likvide beholdninger steg. Dermed gik nettorentebærende gæld hen og blev negativ.

Med det niveau, som Solar har nu i forhold til likviditet og kapitalstruktur (som vil blive diskuteret i det efterfølgende afsnit) er der ikke den store finansielle risiko i Solar. Virksomheden overvåger og tilpasser endvidere løbende de rentebærende forpligtelser således, at maksimalt halvdelen er baseret på variable forrentninger¹⁶⁶. Likviditetsmæssigt sikrer Solar sig ligeledes:

”Det sikres, at der altid er en tilstrækkelig og fleksibel likviditetsreserve og spredning af forfaldstidspunkter på såvel langfristede som kortfristede kreditfaciliteter”¹⁶⁷.

I afsnittet om fondsejerskabets betydning blev det ligeledes beskrevet at Fonden af 20. December har mulighed for at støtte Solar finansielt, såfremt dette skulle være nødvendigt. Med udgangspunkt i ovenstående vurderes den finansielle risiko således til at være **lav**.

¹⁶⁶ Solar årsrapport 2015, side 23

¹⁶⁷ Solar årsrapport 2015, side 23

Common sense

Nedenstående model viser, hvordan den samlede vurdering af driftsmæssige risiko og finansielle risiko kan konverteres til et bestemt beta estimat.

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Egen tilvirkning på baggrund af FSR(2002)¹⁶⁸

På baggrund af ovenstående analyse vurderes den driftsmæssige risiko samlet set til at være neutral og den finansielle risiko til at være lav. Det betyder, at den samlede risiko er lav og at beta estimatet ligger i området 0,6-0,85. Beta estimatet bliver herefter fastsat til at være **0,8** da den samlede risiko ender på lav. Men det vurderes stadig, at der er væsentlige risiko forhold i driften af Solar, og beta estimatet ender dermed i den lidt højere ende af de 0,6-0,85 beta.

Herefter kan **ejernes afkastkrav** udregnes til at være:

$$r_e = 0,0926 + 0,8 * 0,055 = 5,33\%$$

Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen består af egenkapital (E) og nettorentebærende gæld (D), som fremadrettet skal fastlægges til at være en fast andel af den samlede egenkapital plus nettorentebærende gæld. Årsagen til at der antages et fast forhold for kapitalstrukturen er, at der ellers hvert år kapitalstrukturen ændres skal udregnes en ny WACC. I det følgende vil kapitalstrukturen for Solar dermed blive fastlagt.

Fastlæggelsen af den fremtidige kapitalstruktur i Solar vil blive gjort på baggrund af den nuværende og historiske kapitalstruktur, samt Solars forventninger og langsigtede mål for kapitalstrukturen, soliditeten og gearingen.

¹⁶⁸ FSR (2002), side 58 og 59

I forhold til de forventninger og mål som Solar har sat sig, beskriver virksomheden selv i årsrapporten 2015 at "Solar har et mål om væsentlig egenfinansiering for at mindske afhængighed af långivere og dermed opnå større handlefrihed"¹⁶⁹. Udover dette har Solar på nuværende tidspunkt vurderet selskabets kapitalstruktur og har på den baggrund iværksat et aktietilbagekøbsprogram med bemyndigelse fra generalforsamlingen¹⁷⁰.

Solar nævner dog ikke på noget tidspunkt præcise mål for, hvordan de mener den optimale kapitalstruktur er for virksomheden. Ledelsen har dog sat sig nogle mål for egenkapitalandelen samt gearingen i virksomheden, som er opstillet i strategiafsnittet. Her blev det nævnt, at Solars mål for egenkapitalandel er 35-40%, hvilket de ligger indenfor med en andel i 2015 på 39,2% og målet for gearingen skulle være mellem 1,5-2,5 men var i 2015 -0,5. Disse mål har desuden været det samme gennem hele den analyserede periode. Det må forventes, at Solar gennem gearingsmålet ønsker, at EBITDA er positivt, og at de dermed tjener penge i fremtiden, hvorfor nettorentebærende gæld alt andet lige må gå fra sit nuværende negative niveau til at være positiv. Nettorentebærende gæld bør derfor stige fremadrettet, hvis gearingsmålet, som Solar har opsat, skal overholdes. Den historiske kapitalstruktur er derfor væsentlig at betragte, og kan sammen med de mål som Solar sætter give en god indikation om den kapitalstruktur, der skal fastsættes.

Rent teoretisk skal man bruge markedsværdien af egenkapitalen og nettorentebærende gæld ved opgørelsen af kapitalstrukturen. For at opgøre markedsværdien af egenkapitalen, er lukkekursene på aktierne i Solar fundet på datoen for afslutningen af regnskabsåret (31/12)¹⁷¹. Lukkekursene på aktierne bliver herefter hvert år ganget med antal udestående aktier, hvorefter markedsværdien af egenkapitalen findes.

Kapitalstruktur	2011	2012	2013	2014	2015
Udestående B aktier	6.955.434	6.955.434	6.955.434	6.955.434	6.910.598
Lukkekurs 31/12	224	257	336	288	432
Markedsværdi Egenkapital (i mio.)	1.558,02	1.787,55	2.337,03	2.003,16	2.985,38
Nettorentebærende gæld	970,20	616,70	400,32	109,26	-197,07
Investeret kapital	2.528,21	2.404,25	2.737,34	2.112,42	2.788,31
D / (D+E)	38,4%	25,7%	14,6%	5,2%	-7,1%
E / (D+E)	61,6%	74,3%	85,4%	94,8%	107,1%

Som markedsværdi af nettorentebærende gæld er den i regnskabsanalysen udregnede nettorentebærende gæld brugt som proxy. Herefter ses det, at kapitalstrukturen har udviklet sig igennem den analyserede periode fra at have en kapitalstruktur på 38,4% nettorentebærende gæld i 2011 til -7,1% i 2015.

¹⁶⁹ Solar årsrapport 2015, side 23

¹⁷⁰ Solar årsrapport 2015, side 23

¹⁷¹ Lukkekurs fundet i Solar årsrapporterne

Hvis gennemsnittet tages ($D/(D+E) = 15,4\%$ og $E/(D+E) = 84,6\%$) og sammenholdes med de forventninger og mål, som Solar har opsat for eksempelvis gearing, bliver den fremtidige kapitalstruktur fastsat til at være:

D: 15%
E: 85%

Fremmedkapitalomkostninger

Ved fastsættelse af de fremtidige fremmedkapitalomkostninger benyttes ofte lånerenten. Nettolånerenten blev udregnet i regnskabsanalysen, men vurderes ikke egnet til at fastlægge fremmedkapitalomkostningen, da den stiger voldsomt i 2014 og er negativ i 2015 primært p.g.a. faldende nettorentebærende gæld.

Derfor fastslås fremmedkapitalomkostningen ved nedenstående estimering af, hvad der betales i rente på de rentebærende forpligtelser sammenholdt med, hvad rentesatserne i årsrapporterne er opgjort til for de rentebærende forpligtelser.

Lånerenten, (DKK i millioner)	2011	2012	2013	2014	2015
Renteomkostninger	63	57	48	42	37
Rentebærende forpligtelser, langfristede	882	831	574	501	430
Rentebærende forpligtelser, kortfristede	203	150	68	81	60
Lånerenten, estimeret	5,77%	5,78%	7,48%	7,22%	7,55%

Som det kan ses i overstående tabel, er lånerenteomkostningen estimeret, hvilket gav et gennemsnit på 6,76%. Den opgjorte renteomkostning er dog den samlede renteomkostning for alt, der er betalt rente af, og er således ikke kun for de rentebærende forpligtelser. Derfor er lånerenten en smule højere end den burde være. I årsrapporten for 2015 beskrives det i noterne, at rentesatsen for de lån de har under kortfristede forpligtelser ligger mellem 1,2-5,9% mens det for langfristede forpligtelser er mellem 5-5,9%. Det bedste estimat for den fremtidige fremmedkapitalomkostning er en kombination af overstående, hvorfor fremmedkapitalomkostningen fastsættes til at være **5,5%**.

Skat

Selskabsskatten har været igennem en gradvis nedsættelse de seneste år, men er fra 2016 og efterfølgende år 22%¹⁷². Der er på nuværende tidspunkt ikke nogle konkrete planer om at nedsætte selskabsskatten i de kommende år, hvorfor en selskabsskat på 22% er valgt til udregningen af WACC.

¹⁷² <http://www.ft.dk/samling/20121/lovforslag/L218/index.htm>

WACC samlet

Efter fastsættelse af ovenstående parametre i udregningen af WACC, kan WACC nu udregnes:

$$WACC = 0,15 * 0,055 * (1 - 22\%) + 0,85 * 0,0533 = 5,17\%$$

Værdiansættelse med DCF, EVA

Med udgangspunkt i det kendskab der er skabt til Solar, de opstillede proforma regnskaber, budgettet og udregningen af WACC, er det nu muligt, at værdiansætte Solars egenkapital pr. 24/02/2016.

For de første 6 år af budgettet tilbagediskonteres de udregnede fremtidige frie cashflows (FCFF) og EVA med WACC¹⁷³. I terminalperioden benyttes Gordons vækstformel, da det antages, at value driverne på langt sigt vil have et gennemsnit svarende til, hvad de er opgjort til i terminalperioden¹⁷⁴. Vækstformlen, $\text{Cashflow}/(\text{WACC}-\text{Vækst i terminalperioden})$, returnerer dermed cashflow til $t=6$, hvorefter den tilbagediskonteres til $t=0$.

Totalen af de tilbagediskonterede fremtidige frie cashflows og EVA udgør, hver for sig, Enterprise Value. Herefter fratrækkes nettorentebærende gæld den udregnede Enterprise Value for at finde værdien af egenkapitalen. I dette tilfælde er nettorentebærende gæld primo 2016, dog negativ, hvilket betyder at Enterprise Value bliver højere af at fratække den nettorentebærende gæld.

Da Solars regnskabsår følger kalenderåret, er værdien af egenkapital fundet pr. 31/12/2015. Offentliggørelsen af årsrapporten for 2015 kom dog først d. 24/02/2016, hvorfor værdien af egenkapitalen ønskes for denne dato. Værdien pr. 31/12/2015 fremdiskonteres derfor med WACC'en til 24/02/2016, og bliver herefter fordelt ud på det samlede antal af aktier i Solar, hvorved den teoretiske aktiekurs pr. 24/02/2016 findes.

¹⁷³ Bilag 15, proforma pengestrømsopgørelse og Bilag 17, værdiansættelse (EVA)

¹⁷⁴ Plenborg, 2012, side 214

DCF							
Budgetår	1	2	3	4	5	6	7
FCFF	53.572.950	57.989.074	27.648.023	-21.870.193	47.378.060	82.303.646	120.692.971
WACC	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%
Diskonteringsfaktor	0,951	0,904	0,860	0,817	0,777	0,739	
PV af FCFF	50.939.093	52.427.297	23.767.365	-17.876.200	36.821.843	60.820.917	

PV af FCFF (budgetår 1-6)	206.900.315
PV af terminal	3.107.013.839

Enterprise value	3.313.914.154
Nettorentebærende gæld	-197.065.000
Værdi af egenkapital (31/12/2015)	3.510.979.154
Værdi af egenkapital (24/02/2016)	3.537.752.119
Antal aktier	7.920.607

Pris pr. aktie (31/12/2015)	443,27
-----------------------------	--------

Pris pr. aktie (24/02/2016)	446,65
-----------------------------	--------

EVA							
Budgetår	1	2	3	4	5	6	7
NOPAT	134.986.038	144.477.580	135.491.280	125.084.219	136.818.280	158.363.403	171.802.058
Investeret kapital primo	1.633.935.000	1.715.348.088	1.801.836.594	1.909.679.851	2.056.634.262	2.146.074.482	2.222.134.239
WACC	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%
Cost of capital	84.484.243	88.693.788	93.165.763	98.741.906	106.340.331	110.964.927	114.897.673
EVA	50.501.795	55.783.792	42.325.517	26.342.312	30.477.949	47.398.476	56.904.385
Diskonteringsfaktor	0,951	0,904	0,860	0,817	0,777	0,739	
PV af EVA	48.018.928	50.433.526	36.384.735	21.531.609	23.687.214	35.026.623	

Investeret kapital primo	1.633.935.000
PV af EVA (budgetår 1-6)	215.082.635
PV af EVA terminal	1.464.896.519

Enterprise value	3.313.914.154
Nettorentebærende gæld	-197.065.000
Værdi af egenkapital (31/12/2015)	3.510.979.154
Værdi af egenkapital (24/02/2016)	3.537.752.119
Antal aktier	7.920.607

Pris pr. aktie (31/12/2015)	443,27
-----------------------------	--------

Pris pr. aktie (24/02/2016)	446,65
-----------------------------	--------

Den teoretiske aktiekurs er således pr. 24/02/2016 **DKK 446,65**

Resultatet betyder, at aktien umiddelbart synes at være **undervurderet**, da markedskursen pr. 24/02/2016 for én Solar aktie var 334,- DKK¹⁷⁵. Dette giver et upside potentiale på hele 33,7%.

Hvis man alternativt havde sammenlignet den teoretiske kurs 443,27 pr. 31/12/2015 med markedskursen pr. 31/12/2015, havde prisen været meget tættere, da markedskursen denne dag var DKK 432,-¹⁷⁶. Markedskursen på en Solar aktie er dermed faldet en del i perioden og også mere end hele Small Cap. indekset som helhed¹⁷⁷. En del af faldet skyldes således den systematiske risiko.

Der er generelt mange parametre, som har betydning for værdiansættelsen af Solar, og det kan ikke endeligt konkluderes, at fondsejerskabet er årsagen til, at aktien er undervurderet. Det faktum, at virksomheden vælger at iværksætte et aktieopkøbsprogram, må imidlertid alt andet lige betyde, at ledelsen

¹⁷⁵ <http://www.euoinvestor.dk/boeser/nasdaq-omx-copenhagen/solar-b-a-s/207329>

¹⁷⁶ <http://www.euoinvestor.dk/boeser/nasdaq-omx-copenhagen/solar-b-a-s/207329>

¹⁷⁷ Small Cap - <http://www.euoinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omxc-small-cap>

vurderer, at Solar er for lavt prissat i forhold til, hvad de mener, at virksomheden er værd. En væsentlig parameter i denne værdiansættelse er dog terminalværdien, som udgør en stor del af Enterprise Value. Enterprise Value er yderst følsom overfor ændringer i value drivers i terminalperioden. Det er derfor relevant at foretage en følsomhedsanalyse på de value drivers, som har størst betydning for værdiansættelsen.

Følsomhedsanalyse

Enterprise Value er som nævnt ovenfor yderst følsom for ændringer i terminalperioden. Det er derfor relevant at klarlægge, hvor følsom den estimerede værdi af egenkapitalen er i forhold til ændringer i value drivers som Omsætningsvækst og EBIT-margin i forhold til WACC. Følsomhedsanalysen vil således klarlægge effekten af ændringer i WACC og terminalvæksten samt ændringer i WACC og EBIT-margin.

Omsætningsvækst / WACC	4,67%	4,92%	5,17%	5,42%	5,67%
1,3%	456,84	423,45	394,43	368,98	346,49
1,8%	492,81	451,65	416,67	386,56	360,39
2,3%	543,94	490,62	446,65	409,78	378,42
2,8%	622,42	547,97	489,29	441,86	402,74
3,3%	758,14	640,70	554,72	489,06	437,31

Som det kan ses, har omsætningsvækst i terminalperioden en logisk indflydelse på værdien af en Solar aktie. Solar tjener penge på at vækste, hvilket er i tråd med deres strategi om profitabel vækst, og en ændring på +1% ved den fastlagte WACC betyder således, at værdien af en aktie ligger mellem 394,43 og 554,72 DKK. En ændring på +0,5% i WACC vil ligeledes få værdien af en aktie, ved en omsætningsvækst på 2,3%, til at svinge fra 378,42 til 543,94 DKK.

Ligesom omsætningsvækst er EBIT-marginen i terminalperioden også central, da den har stor indflydelse på værdien af Solar, som det kan ses i nedenstående tabel.

EBIT-margin / WACC	4,67%	4,92%	5,17%	5,42%	5,67%
2,00%	144,47	134,27	125,83	118,73	112,67
2,50%	344,21	312,45	286,24	264,25	245,55
3,00%	543,94	490,62	446,65	409,78	378,42
3,50%	743,68	668,80	607,06	555,30	511,30
4,00%	943,41	846,98	767,47	700,83	644,18

Her ses det tydeligt, at en ændring i EBIT-marginen for en given WACC har stor indflydelse på værdien af en Solar aktie. Ved en ændring på +1% af EBIT-marginen for den valgte WACC på 5,17%, vil aktiekursen

således ligge i intervallet 125,83 til 767,47 DKK pr. aktie. Værdiansættelsen af Solar er dermed mere følsom for ændringer i EBIT-marginen end omsætningsvæksten.

EBIT-marginen vurderes dermed til at være den value driver, som har størst indflydelse på værdien af Solar. Hvis Solar i fremtiden kan arbejde yderligere med optimering af virksomheden, eller realisere synergier gennem opkøb m.v., vil EBIT-marginen kunne forbedres og gøre Solar markant mere værd. I det modsatte tilfælde, at EBIT-marginen skulle blive lavere end forventet, vil det føre til en markant reduktion af værdien af Solar.

På baggrund af følsomhedsanalysen kan det fastslås, at værdiansættelsen er følsom overfor ændringer i de underliggende value drivers. Resultatet af værdiansættelsen er derfor behæftet med en vis usikkerhed.

Sanitetstjek ved Multipel

For at vurdere om den foretagne værdiansættelsen gennem DCF og EVA er realistisk, vil der blive foretaget en mindre multipel analyse. Denne analyse vil være på baggrund af **handelsmultipler**, da det ikke har været muligt at gennemføre sanitetstjekket ved transaktionsmultipler.

Anvendelsen af relative værdiansættelsesmetoder som multipler, bruges en del i praksis, da analytikere på denne måde relativt hurtigt kan estimere prisniveauet på en bestemt aktie¹⁷⁸. Generelt gælder det imidlertid for multipler, at de ikke er den mest teoretisk korrekte metode, da risikoforhold, omsætningsvækst, indtjeningsvækst m.v. bør være identisk mellem de virksomheder der sammenlignes. I modsat fald er der risiko for, at resultatet ikke bliver retvisende. De kan dog give et objektive indtryk af, i hvilket prisleje, Enterprise Value og aktiekursen bør ligge. Nedenfor er opstillet multipel for EV/EBITDA baseret på peer-group fra Bloomberg. De primære konkurrenter fra konkurrentanalysen er blevet udvalgt til dette formål.

Virksomhed / Multipel	Brødrene A&O Johansen	Saint Gobain	Rexel	Solar
EV/EBITDA	8,73	8,01	10,72	9,15 ¹⁷⁹

Kilde: Bloomberg¹⁸⁰

¹⁷⁸ Plenborg, 2012, side 211

¹⁷⁹ Solars EV/EBITDA udregnet på baggrund af værdiansættelsen

¹⁸⁰ <http://www.bloomberg.com/europe>

Det har desværre ikke været muligt at finde multipler på Bloomberg, for Lemvigh-Müller og Sonepar. Lemvigh-Müller er ikke børsnoteret og er desuden 100% fondsejet, som nævnt i konkurrentanalysen, hvorfor der ikke foreligger nogle værdier for denne virksomhed. Sonepar kunne endvidere have været interessant at få en multipler på, da virksomheden også er en del af Solars primære konkurrenter. Sonepar er dog familieejet, hvorfor Bloomberg heller ingen oplysninger har for denne virksomhed.

Det lykkedes dog at få EV/EBITDA multipler på de primære konkurrenter Brødrene A&O Johansen, Saint Gobain og Rexel. Tabellen viser, at værdiansættelsen af Solar synes at være realistisk og ikke markant over- eller undervurderet. Som nævnt skal man dog forholde sig kritisk til denne værdiansættelsesmetode, da det antages at virksomhederne skal være identiske på flere områder, før metoden er 100% korrekt.

Konklusion

Formålet med denne afhandling har været at gennemføre en værdiansættelse af Solar A/S med en hypotese om, at værdien af egenkapitalen er undervurderet, fordi aktiemarkedet ikke indregner den betydning, som fondsejerskabet kan have for Solar. Tesen er, at fondsejerskabet har en positiv værdiskabende betydning, som imidlertid ikke afspejles i aktiekursen på selskabet. Afhandlingen har derfor haft fokus på de parametre, som påvirker værdiansættelsen af Solar og de forhold, som fondsejerskabet bidrager med, positive som negative.

Solar har de senere år haft fokus på at optimere driften. Dette er sket ved gennemførelse af et større Lean-projekt, ved omfattende omorganiseringer og ikke mindst gennem implementering af en række større IT-projekter, som har optimeret og effektiviseret virksomhedens processer. Endelig har Solar været gennem et større strategisk identitetsskift fra at være traditionel grossist til at fungere som sourcing- og servicevirksomhed med kunden i fokus.

Efter frasalg af dele af forretningen, har Solar en finansiell stabilitet, der gør det muligt at investere i fremtiden. Dette vil ske ved fremtidige opkøb, som kan medvirke til at forøge omsætningen eller til at effektivisere Solars drift gennem udnyttelse af synergier og ekspansion. Målet er, at Solar bliver i stand til at tilbyde sine kunder mere, end de kan i dag.

Konkurrencen på Solars markeder er hård, hvorfor der konkurreres på både leveringstid, pris m.v. De største markeder for Solar er det danske-, hollandske-, svenske- og norske marked. Af de 4 primære markeder, er konkurrencen på markederne udover det danske præget af de samme konkurrenter. Sonepar, Rexel og Saint Gobain udgør dermed de primære konkurrenter på det hollandske, svenske og norske marked, mens de primære konkurrenter på det danske er Lemvigh-Müller, A&O Johansen og Brødrene Dahl (ejet af Saint Gobain). Markederne har generelt været kendetegnet ved lav vækst de seneste år, hvilket har skabt yderligere konkurrence om markedsandele.

Efter at have analyseret de eksterne faktorer der påvirker Solar, blev det erfaret, at Solar er særligt eksponeret for de makroøkonomiske konjunkturer, da udviklingen i disse har stor betydning for Solars omsætning og indirekte EBIT-marginen. Af politiske tiltag har fradrag på byggeri og renoveringer haft en positiv effekt på Solars omsætning, hvilket der har været på både det danske og svenske marked.

Det blev i Porters 5 forces vurderet at konkurrenceintensiteten i branchen er høj, og at branchen er kendetegnet ved store kapitalbindinger i varebeholdninger, bygninger, logistiksystemer m.v. En forudsætning for at opnå profit i branchen er endvidere, at man er i stand til at realisere stordriftsfordele, hvorfor der er høje indtrængningsbarrierer i branchen. Kunderne er professionelle i form af eksempelvis

elinstallatører, og den enkelte kunde udgør kun en mindre del af en grossists samlede omsætning. Den enkelte kunde her dermed ikke den store forhandlingsmagt.

I regnskabsanalysen blev udvalgte nøgletal udregnet for Solar på baggrund af den reformulerede resultatopgørelse og balance. Det overordnede nøgletal egenkapitalens forrentning (ROE) viste faldende tendens frem til 2015, hvor den steg til 7,52%. Regnskabsanalysen fandt yderligere frem til, at der blev afholdt ekstraordinære omkostninger til restrukturering og af- og nedskrivninger i 2014, og den netto-rentebærende gæld blev negativ i 2015. Solar har dermed en god finansiell situation, og fondsejerskabet kan yde økonomisk støtte, hvis dette skulle være nødvendigt.

Fondsejerskabets betydning blev endvidere analyseret, og det har den fordel, at det giver et fast og stabilt ejerskab, med mulighed for langsigtede strategier. Det kritisable ved fondsejerskabet er, at bestyrelsen selv vurderer sit arbejde samt det kompetencebehov, der bør være i bestyrelsen. Der er således ikke nedsat et nomineringsudvalg til bestyrelsen. Fondsejerskabets betydning påvirker værdiansættelsen bl.a. gennem fastsættelse af WACC, hvor det bl.a. er med til at minimere den operationelle risiko. WACC'en blev ved en common-sense betragtning og dermed ved vurdering af driftsmæssig- og finansiell risiko, fastlagt til at være 5,17%.

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og de historiske value drivers, blev der opstillet et budget, som indeholdt proforma resultatopgørelse, balance samt pengestrømsopgørelse. Udviklingen i de forskellige value drivers blev fastlagt på baggrund af hele analysen af Solar og indeholder de forventninger, som fremtiden bringer Solar.

Baseret på det opstillede budget, blev markedsværdien af egenkapitalen i Solar estimeret til at være DKK 3.510.979.154 pr. 24/02/2016, hvilket svarer til en pris på DKK 446,65 pr. aktie. Vurderingen er dermed, at aktien er undervurderet. Det at aktien, ud fra denne værdiansættelse, synes at være undervurderet kan skyldes, at markedet ikke har medregnet den påvirkning, som fondsejerskabet har på Solar.

I den sammenhæng skal det nævnes, at værdiansættelsen er forholdsvist følsom, hvorfor det ikke udelukkende kan konkluderes at aktien er undervurderet pga. fondsejerskabets betydning. Der er mange faktorer der påvirker den endelige værdi af Solar, ligesom systematisk risiko også påvirker aktiekursen.

Litteraturliste

Bøger og artikler

Forfatter	Titel	Trykkested/forlag	Trykkeår	Kilde
David A. Aaker, Damian McLoughlin	Strategic Market Management, Global Perspektives	Spanien / Grafos SA	2010	Bog
Finn Rolighed Andersen, Kurt Jepsen, Bjarne Warmning Jensen, Peter Schmalz, Mette Risgaard Olsen	International Marketing, 4. udgave	Danmark / Trojka, Gads Forlag A/S	2012	Bog
Thomas Plenborg, Christian V. Petersen	Financial Statement Analysis	Pearson Education Limited	2012	Bog
Casper Rose	Corporate financial performance and the use of takeover defenses	European Journal of Law and Economics	2002	Artikel
Rådgivningsudvalget	FSR – Danske Revisorer	Nørhaven Book	2002 December	Bog

Database

Bloomberg - <http://www.bloomberg.com/europe>

Hjemmesider og links

PwC Prisfastsættelse på aktiemarkedet

- <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

<http://www.solar.dk>

<http://www.skm.dk>

<http://www.solar.eu>

<https://www.version2.dk>

<http://www.jv.dk>

<http://www.solarnorge.no>
<http://www.solar.se>
<http://www.euroinvestor.dk>
<http://www.sonepar.com>
<http://www.rexel.se>
<https://www.saint-gobain.com/en>
<https://www.bd.dk>
<https://www.lemu.dk>
<https://datacvr.virk.dk/data/>
<https://www.kfst.dk>
<http://www.installator.dk>
<https://www.sanistaal.com>
<https://ao.dk>
<http://www.billigvvs.dk/>
<http://www.euromonitor.com>
<http://nederlandene.um.dk>
<http://sverige.um.dk>
<http://norge.um.dk>
<http://www.energi hjem.dk>
<http://www.3byggetilbud.dk>
<http://www.energinet.dk>
<http://solcelleguiden.dk>
<http://byggningsreglementet.dk/>
<https://ing.dk>
<http://www.hfb.dk>
<http://www.business.dk>
<https://en.wikipedia.org>
<http://www.danskbyggeri.dk>
<http://www.investopedia.com>
<https://www.kk.dk>
<http://data.worldbank.org>
<http://www.bravida.dk>
<http://www.lk.dk>

<http://www.b.dk>

<http://www.cbs.dk>

<http://www.tifp.dk>

<http://www.nasdaqomxnordic.com>

<http://www.ft.dk>

<http://www.statistikbanken.dk>

<http://www.itrojka.dk>

Årsrapporter

Solar A/S – <http://www.solar.eu/Menu/Investor/Downloads>

Solar A/S Årsrapport 2015

Solar A/S Årsrapport 2014

Solar A/S Årsrapport 2013

Solar A/S Årsrapport 2012

Solar A/S Årsrapport 2011

Fonden af 20. December

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=85956116&soeg=fonden+af+20.+december&type=Alle>

Sanistål

<https://publikationer.sanistaal.dk/Sanistaal/Finans/rsrapport2015/>

Lemvigh-Müller

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=56973311&soeg=lemvigh-m%C3%BCller&type=Alle>

A&O Johansen

<https://ao.dk/om-ao/investor-relations/regnskaber/>

Brødrene Dahl

<https://www.bd.dk/da-dk/broedrene-dahl/noegletal>

Saint Gobain

<https://www.saint-gobain.com/en/press/corporate-publications>

Rexel

<http://www.rexel.com/en/finance/documentation/>

Vedtægter og generalforsamlingsreferater

Solars Vedtægter 2015

Generelforsamlingsreferat 2014 og 2015

<http://www.solar.eu/Menu/Investor/Downloads>

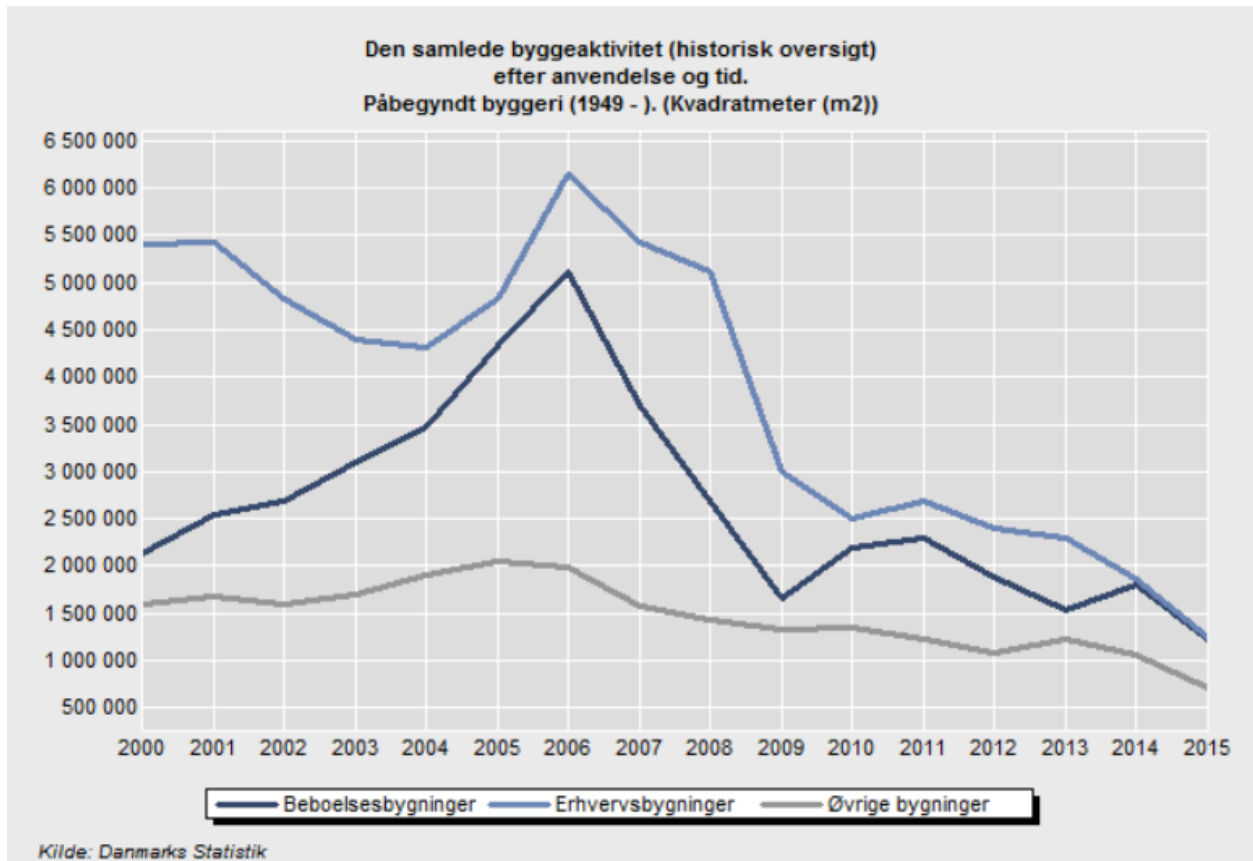
Video

Video "Solar igennem 100 år"

<http://publisher.qbrick.com/Embed.aspx?mcid=7D4EB4826c447138&width=640&height=360>

Bilag

Bilag 1 – Den samlede byggeaktivitet i Danmark



Kilde: <http://www.statistikbanken.dk/BYGV04>

Bilag 2 – Konkurrenceformer

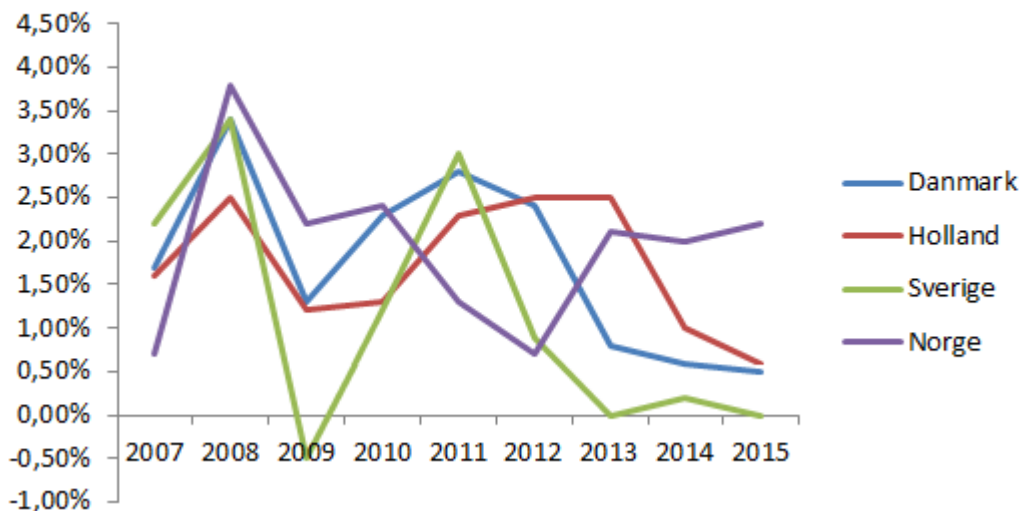
Konkurrenceformer					
Graden af præference \ Antal udbydere	1	2	En stor samt et antal små	Få store	Mange
	Homogent marked (ingen præference)	Monopol	Duopol	Delvist monopol	Oligopol
Heterogent marked (nogen præference)	Differentieret duopol		Differentieret, delvist monopol	Differentieret oligopol	Monopolistisk konkurrence

Fig. 9.3 Oversigt over konkurrenceformer.

Kilde: <http://www.itrojka.dk/afs2006A1/kap1.pdf>

Bilag 3 – Inflation og nominel BNP-vækst

Inflation



Nominel BNP vækst



Kilder:

<http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG/countries>

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries>

Samt egen tilvirkning

Bilag 4 – Resultatopgørelse

Resultatopgørelse, DKK Millioner	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	11.396	12.222	10.463	10.252	10.587
Vareforbrug	-8.972	-9.637	-8.181	-8.083	-8.388
Bruttoresultat	2.424	2.585	2.282	2.169	2.199
Andre driftsindtægter og omkostninger			11	-3	2
Eksterne driftsomkostninger	-527	-568	-483	-446	-421
Personaleomkostninger	-1.483	-1.625	-1.465	-1.470	-1.396
Tab på tilgodehavender fra salg	-33	-44	-38	-23	-22
EBITDA	381	348	307	227	362
Af- og nedskrivninger på materielle anlægsaktiver	-90	-85	-82	-110	-66
EBITA	291	263	225	117	296
Amortisering af immaterielle anlægsaktiver	-92	-65	-65	-190	-47
EBIT	199	198	160	-73	249
Finansielle indtægter	36	31	18	29	22
Finansielle omkostninger	-89	-73	-72	-78	-70
EBT	146	157	106	-122	201
Selskabsskat	-55	-51	-19	-58	-67
Resultat af fortsættende aktivitet	91	105	87	-180	134
Resultat af ophørende aktivitet		12	-66	-54	33
Årets resultat	91	117	21	-234	167

Bilag 5 - Balance

Aktiver, DKK Millioner	2011	2012	2013	2014	2015
Immaterielle anlægsaktiver	643	602	524	339	333
Materielle anlægsaktiver	1.264	1.254	1.181	937	882
Udskudt skatteaktiv	23	42	63	43	28
Andre langfristede aktiver	7	9	46	5	7
Langfristede aktiver i alt	1.936	1.906	1.814	1.324	1.250
Varebeholdninger	1.325	1.480	1.312	1.240	1.302
Tilgodehavender fra salg	1.809	1.805	1.454	1.303	1.295
Tilgodehavender selskabsskat	46	40	40	10	4
Andre tilgodehavender	28	25	20	49	10
Periodeafgrænsningsposter	29	31	27	25	23
Likvider	190	422	294	248	699
Aktiver bestemt for salg	16	12	0	375	88
Kortfristede aktiver i alt	3.444	3.815	3.147	3.250	3.421
Aktiver i alt	5.380	5.721	4.961	4.574	4.671

Passiver, DKK Millioner	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiekapital	792	792	792	792	792
Reserver	-86	-60	-93	-162	-143
Overført resultat	1.351	1.418	1.345	1.047	1.104
Forslag til udbytte for regnskabsåret	41	52	94	55	78
Egenkapital	2.099	2.202	2.138	1.732	1.831
Rentebærende forpligtelser	882	831	574	501	430
Hensættelse til pensionsforpligtelse	29	25	22	19	15
Hensættelse til udskudt skat	196	186	155	122	128
Andre hensatte forpligtelser	37	28	20	13	19
Langfristede forpligtelser	1.144	1.069	771	655	592
Rentebærende forpligtelser	203	150	68	81	60
Gæld til leverandører	1.334	1.679	1.448	1.432	1.608
Skyldig selskabsskat	52	24	18	18	11
Andre gældsforpligtelser	532	561	489	503	516
Periodeafgrænsningsposter	5	7	7	4	0
Andre hensatte forpligtelser	11	29	22	77	28
Passiver bestemt for salg			0	72	25
Kortfristede forpligtelser	2.137	2.450	2.052	2.187	2.248
Forpligtelser i alt	3.282	3.519	2.823	2.842	2.840
Passiver i alt	5.380	5.721	4.961	4.574	4.671

Bilag 6 – Pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelse, DKK Millioner	2011	2012	2013	2014	2015
Årets resultat af fortsættende aktivitet	91	105	87	-180	134
Af og nedskrivninger samt amortiseringer	182	150	147	300	113
Ændring i hensættelser og øvrige reguleringer	-15	-1	-26	67	-64
Finansielle poster, netto	53	42	54	49	48
Selskabskat	55	51	19	58	67
Finansielle indtægter, modtaget	15	13	6	10	4
Finansielle omkostninger, betalt	-64	-55	-49	-47	-42
Betalt selskabskat	-39	-110	-80	-31	-55
Pengestrømme før ændring i driftskapital	278	195	158	226	205
Ændring af varebeholdninger	-9	-123	37	-75	-61
Ændring af tilgodehavender	10	38	193	-5	-28
Ændring af ikke rentebærende forpligtelser	82	318	-78	41	215
Pengestrømme fra driftsaktivitet, fortsættende aktivitet	361	428	310	187	331
Pengestrømme fra driftsaktivitet, ophørende aktivitet			-71	-29	-53
Pengestrømme fra driftsaktivitet	361	428	239	158	278
Køb af immaterielle anlægsaktiver	-31	-17	-10	-18	-36
Køb af materielle anlægsaktiver	-42	-62	-87	-47	-28
Salg af materielle anlægsaktiver	25	10	6	6	3
Køb af finansielle anlægsaktiver	-2				
Køb af dattervirksomhed og aktiviteter	-461				
Salg af datterselskab			82	1	37
Pengestrømme fra investeringsaktivitet, fortsættende aktivitet	-512	-69	-9	-58	-24
Pengestrømme fra investeringsaktivitet, ophørende aktivitet			23	-1	345
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	-512	-69	14	-59	321
Afdrag på rentebærende langfristede forpligtelser	-94	-66	-239	-57	-51
Køb og salg af egne aktier					-19
Optagelse af langfristede gældsforpligtelser		1			
Udbetalt udbytte	-78	-41	-52	-94	-55
Pengestrømme fra finansieringsaktivitet, fortsættende aktivitet	-172	-107	-291	-151	-125
Pengestrømme fra finansieringsaktivitet, ophørende aktivitet		29	1		
Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	-172	-78	-290	-151	-125
Pengestrømme i alt	-323	281	-37	-52	474
Likvide beholdninger primo	238	-13	272	226	167
Overtaget ved køb af datterselskab	71				
Valutareguleringer	1	4	-9	-7	-2
Likvide beholdninger ultimo	-13	272	226	167	639
Likvider	190	422	294	248	699
Kortfristet rentebærende forpligtelser	-203	-150	-68	-81	-60
Likvide beholdninger ultimo	-13	272	226	167	639

Bilag 7 – Reformuleret resultatopgørelse

År	2011	2012	2013	2014	2015
EBT	146	157	106	-122	201
Selskabsskat	-55	-51	-19	-58	-67
Effektiv skattesats	37,8%	32,9%	17,9%	-47,5%	33,3%

År	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	11.396	12.222	10.463	10.252	10.587
Vareforbrug	-8.972	-9.637	-8.181	-8.083	-8.388
Bruttoresultat	2.424	2.585	2.282	2.169	2.199
Eksterne driftsomkostninger	-527	-568	-483	-446	-421
Personaleomkostninger	-1.483	-1.625	-1.465	-1.470	-1.396
Tab på tilgodehavender fra salg	-33	-44	-38	-23	-22
Af- og nedskrivninger på materielle anlægsaktiver	-90	-85	-82	-110	-66
Amortisering af immaterielle anlægsaktiver	-92	-65	-65	-190	-47
Resultat af primær drift (EBIT)	199	198	149	-70	247
Skat af primær drift	-75	-65	-27	-33	-82
Driftsresultat efter skat (NOPAT)	124	133	122	-103	165

Finansielle poster	2011	2012	2013	2014	2015
Andre driftsindtægter og omkostninger	0	0	11	-3	2
Finansielle indtægter	36	31	18	29	22
Finansielle omkostninger	-89	-73	-72	-78	-70
Finansielle poster netto	-53	-42	-43	-52	-46
Skat af finansielle poster	20	14	8	-25	15
Finansielle poster efter skat	-33	-28	-35	-77	-31

Ekstraordinære poster (efter skat)	2011	2012	2013	2014	2015
Resultat af ophørende aktivitet	0	12	-66	-54	33
Ekstraordinære poster (efter skat) total	0	12	-66	-54	33
Årets resultat	91	117	21	-234	167

Bilag 8 – Reformuleret Balance

Driftsaktiver						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Immaterielle anlægsaktiver	643	602	524	339	333	
Materielle anlægsaktiver	1.264	1.254	1.181	937	882	
Udskudt skatteaktiv	23	42	63	43	28	
Andre langfristede aktiver	7	9	46	5	7	
Varebeholdninger	1.325	1.480	1.312	1.240	1.302	
Tilgodehavender fra salg	1.809	1.805	1.454	1.303	1.295	
Andre tilgodehavender	28	25	20	49	10	
Periodeafgrænsningsposter	29	31	27	25	23	
Driftslikviditet	57	61	52	51	53	
Driftsaktiver i alt	5.185	5.309	4.679	3.992	3.933	
Finansielle aktiver						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Tilgodehavender selskabsskat	46	40	40	10	4	
Likvider	133	361	242	197	646	
Aktiver bestemt for salg	16	12	0	375	88	
Finansielle aktiver i alt	196	412	282	582	738	
Driftsgæld						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Hensættelse til udskudt skat	196	186	155	122	128	
Andre hensatte forpligtelser	37	28	20	13	19	
Gæld til leverandører	1.334	1.679	1.448	1.432	1.608	
Andre gældsforpligtelser	532	561	489	503	516	
Periodeafgrænsningsposter	5	7	7	4	0	
Andre hensatte forpligtelser	11	29	22	77	28	
Driftsgæld i alt	2.116	2.490	2.141	2.151	2.299	
Rentebærende gæld						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Rentebærende forpligtelser	882	831	574	501	430	
Hensættelse til pensionsforpligtelse	29	25	22	19	15	
Rentebærende forpligtelser	203	150	68	81	60	
Skyldig selskabsskat	52	24	18	18	11	
Passiver bestemt for salg	0	0	0	72	25	
Rentebærende gæld i alt	1.166	1.029	682	691	541	
Egenkapital						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Aktiekapital	792	792	792	792	792	
Reserver	-86	-60	-93	-162	-143	
Overført resultat	1.351	1.418	1.345	1.047	1.104	
Forslag til udbytte for regnskabsåret	41	52	94	55	78	
Egenkapital i alt	2.099	2.202	2.138	1.732	1.831	

Bilag 9 – Investeret kapital og oversigt over den reformulerede balance

Opgørelse af investeret kapital (fra aktivsiden)						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Aktiver i alt	5.380	5.721	4.961	4.574	4.671	
- Finansielle aktiver	196	412	282	582	738	
- Driftsgæld	2.116	2.490	2.141	2.151	2.299	
Investeret kapital	3.069	2.819	2.538	1.841	1.634	
Opgørelse af investeret kapital (fra passivsiden)						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Egenkapital i alt	2.099	2.202	2.138	1.732	1.831	
+ Rentebærende gæld	1.166	1.029	682	691	541	
- Finansielle aktiver	196	412	282	582	738	
Investeret kapital	3.069	2.819	2.538	1.841	1.634	
Nettorentbærende gæld	970	617	400	109	-197	
Gennemsnitlig Rentebærende gæld		793	509	255	-44	
Driftsaktiviteter						
År, DKK i millioner kr.	2011	2012	2013	2014	2015	
Driftsaktiver	5.185	5.309	4.679	3.992	3.933	
Finansielle aktiver	196	412	282	582	738	
Egenkapital	2.099	2.202	2.138	1.732	1.831	
Rentebærende gæld	1.166	1.029	682	691	541	
Driftsgæld	2.116	2.490	2.141	2.151	2.299	
Nettorentbærende gæld	970	617	400	109	-197	
Gns. Nettorentbærende gæld		793	509	255	-44	
Investeret kapital	3.069	2.819	2.538	1.841	1.634	
Gns. Investeret kapital		2.944	2.679	2.190	1.738	

Bilag 10 – Risikofrie rente

Date	High price	Low price	Closing price	All trades average price	Total volume	Turnover	Duration	Yield	Yield calculation price
24-02-2016	175,80	175,74	175,80	175,80	25.400.000,00	44.652.968,00	17,20	0,926	175,80

Kilde:

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE4%3A5_ST.L_39_GB

Bilag 11 – Historiske value drivers

År	2011	2012	2013	2014	2015	Gennemsnit
Omsætningsvækst		7,3%	-14,4%	-2,0%	3,3%	-1,5%
EBITDA-margin i pct. af omsætning	3,3%	2,8%	2,9%	2,2%	3,4%	3,0%
Lånerente		5,3%	8,5%	20,4%	-104,8%	-17,7%
Effektiv skattesats	37,8%	32,9%	17,9%	-47,5%	33,3%	14,9%
Af- og nedskrivninger i pct. af imm. og mat. anl.	9,6%	8,1%	8,6%	23,5%	9,3%	11,8%
Imm. Og mat anlægsaktiver i pct. af omsætning	16,7%	15,2%	16,3%	12,4%	11,5%	14,4%
Varebeholdninger i pct. af omsætning	11,6%	12,1%	12,5%	12,1%	12,3%	12,1%
Tilgodehavender i pct. af omsætning	16,4%	15,2%	14,3%	13,4%	12,5%	14,4%
Driftsgæld i pct. af omsætning	18,6%	20,4%	20,5%	21,0%	21,7%	20,4%
Nettorentebærende gæld i pct. af investeret kap.	31,6%	21,9%	15,8%	5,9%	-12,1%	12,6%

Bilag 12 – Budgettal, value drivers

							Terminal
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Omsætningsvækst	3,2%	1,8%	2,2%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%
EBITDA-margin i pct. af omsætning	2,7%	2,8%	2,7%	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%
Lånerente	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Effektiv skattesats	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Af- og nedskrivninger i pct. af imm. og mat. anl.	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Imm. Og mat anlægsaktiver i pct. af omsætning	12,0%	12,2%	12,6%	13,2%	13,3%	13,4%	13,4%
Varebeholdninger i pct. af omsætning	12,3%	12,5%	12,7%	12,9%	13,1%	13,3%	13,3%
Tilgodehavender i pct. af omsætning	12,6%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%
Driftsgæld i pct. af omsætning	21,7%	21,7%	21,8%	21,9%	22,0%	22,1%	22,1%
Nettorentebærende gæld i pct. af inv. kap.	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Driftslikviditet	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Bilag 13 – Proforma resultatopgørelse

Resultatopgørelse	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Omsætning	10.926	11.122	11.367	11.685	11.989	12.277	12.559
Driftsomkostninger	-10.631	-10.811	-11.060	-11.382	-11.666	-11.921	-12.183
EBITDA	295	311	307	304	324	356	377
Af- og nedskrivninger	-122	-126	-133	-143	-148	-153	-157
EBIT	173	185	174	160	175	203	220
Finansielle omkostninger netto	-14	-15	-16	-17	-18	-18	-19
Resultat før skat	159	170	158	143	158	185	202
Skat af årets resultat	-35	-37	-35	-32	-35	-41	-44
Årets resultat	124	133	123	112	123	144	157
Foreslag til resultatdisponering							
Foreslået udbytte	497	59	32	-13	47	79	114
Overført til frie reserver	-373	74	92	125	76	65	43

Bilag 14 – Proforma balance

Balance	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aktiver							
Imm. Og mat. Anlægsaktiver	1.311	1.357	1.432	1.542	1.595	1.645	1.683
Varebeholdninger i alt	1.344	1.390	1.444	1.507	1.571	1.633	1.670
Tilgodehavender i alt	1.377	1.413	1.455	1.507	1.559	1.596	1.633
Driftslikviditet i alt	55	56	57	58	60	61	63
Aktiver i alt	4.086	4.215	4.388	4.616	4.784	4.935	5.049
Passiver							
Egenkapital	1.458	1.532	1.623	1.748	1.824	1.889	1.932
Nettorentebærende gæld	257	270	286	308	322	333	341
Driftsgæld	2.371	2.414	2.478	2.559	2.638	2.713	2.776
Passiver i alt	4.086	4.215	4.388	4.616	4.784	4.935	5.049

Bilag 15 – Proforma pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelse	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat af primær drift (EBIT)	173	185	174	160	175	203	220
Af- og nedskrivninger	122	126	133	143	148	153	157
Betalt skat primær drift	-38	-41	-38	-35	-39	-45	-48
Pengestrømme fra drift før ændringer i arbejdskap.	257	271	269	269	285	311	328
Ændring i driftslikviditet	-2	-1	-1	-2	-2	-1	-1
Ændring i varebeholdninger	-42	-46	-53	-64	-63	-62	-38
Ændring i tilgodehavender	-49	-36	-42	-52	-51	-37	-37
Ændring i driftsgæld	72	43	64	81	79	76	62
Pengestrømme fra drift	237	230	236	232	248	286	315
Investeringer	-183	-172	-209	-254	-200	-204	-194
Frit cashflow	54	58	28	-22	47	82	121
Renteomkostninger	-14	-15	-16	-17	-18	-18	-19
Skatteskjold	3	3	3	4	4	4	4
Ny gæld	454	13	16	22	13	11	8
Frit cashflow til ejerne	497	59	32	-13	47	79	114
Udbytte (neg) / Kapitalindskud (pos)	-497	-59	-32	13	-47	-79	-114

Bilag 16 – Værdiansættelse ved DCF

DCF							
Budgetår	1	2	3	4	5	6	7
FCFF	53.572.950	57.989.074	27.648.023	-21.870.193	47.378.060	82.303.646	120.692.971
WACC	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%
Diskonteringsfaktor	0,951	0,904	0,860	0,817	0,777	0,739	
PV af FCFF	50.939.093	52.427.297	23.767.365	-17.876.200	36.821.843	60.820.917	
PV af FCFF (budgetår 1-6)	206.900.315						
PV af terminal	3.107.013.839						
Enterprise value	3.313.914.154						
Nettorentebærende gæld	-197.065.000						
Værdi af egenkapital (31/12/2015)	3.510.979.154						
Værdi af egenkapital (24/02/2016)	3.537.752.119						
Antal aktier	7.920.607						
Pris pr. aktie (31/12/2015)	443,27						
Pris pr. aktie (24/02/2016)	446,65						

Bilag 17 – Værdiansættelse ved EVA

EVA							
Budgetår	1	2	3	4	5	6	7
NOPAT	134.986.038	144.477.580	135.491.280	125.084.219	136.818.280	158.363.403	171.802.058
Investeret kapital primo	1.633.935.000	1.715.348.088	1.801.836.594	1.909.679.851	2.056.634.262	2.146.074.482	2.222.134.239
WACC	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%
Cost of capital	84.484.243	88.693.788	93.165.763	98.741.906	106.340.331	110.964.927	114.897.673
EVA	50.501.795	55.783.792	42.325.517	26.342.312	30.477.949	47.398.476	56.904.385
Diskonteringsfaktor	0,951	0,904	0,860	0,817	0,777	0,739	
PV af EVA	48.018.928	50.433.526	36.384.735	21.531.609	23.687.214	35.026.623	
Investeret kapital primo	1.633.935.000						
PV af EVA (budgetår 1-6)	215.082.635						
PV af EVA terminal	1.464.896.519						
Enterprise value	3.313.914.154						
Nettorentebærende gæld	-197.065.000						
Værdi af egenkapital (31/12/2015)	3.510.979.154						
Værdi af egenkapital (24/02/2016)	3.537.752.119						
Antal aktier	7.920.607						
Pris pr. aktie (31/12/2015)	443,27						
Pris pr. aktie (24/02/2016)	446,65						