Værdiskabelse

Et studie af værdiskabelse med udgangspunkt i NKT

Studerende: Frederikke Beck
Institution: Copenhagen Business School
Institut: Finansiering
Studie: Cand.Merc.FIR
Vejleder: Hans Kjær
Afleveringsdato: 15/05-2017
Længde: 166.226 tegn (inkl. mellemrum)

ABSTRACT

This project examines value creation on the basis of one specific company, NKT. 21st of September 2016 NKT's management announced an acquisition of ABB HV Cables and a split of the conglomerate. From the time of announcement to 31st of March 2017, the share price rose 37%. The analysis investigates three themes within the field of value creation. Different studies confirm or invalidate the project's hypotheses in order to explain NKT's value creation.

The first hypothesis examines the split of the holding company to find out, whether NKT historically has traded with a conglomerate discount. The literature points to both pros and cons of the conglomerate as organizational structure. However the empirical study of both the Nordic and the European markets does not find a statistically solid existence of a conglomerate discount. A comparison with NKT's competitors shows that the company for three years before announcement has traded on a significant lower multiple. A subsequent sum of the parts valuation indicates that the company's share price the day before announcement was DKK 50 lower than the theoretical value, but on the day of announcement increases to a fair level. The first hypothesis concludes that part of the value created after announcement is caused by the spilt. However the analysis does not have the ability to quantify how much.

The second hypothesis examines NKT's management structures, and analyses how the change of governance model in 2013 has influenced the value created after 21st September 2016. Based on a strategic leadership perspective, it is confirmed that top management has a significant impact on the company's results, and that changes in management thus affect business performance. Jens Due Olsen was introduced in the beginning of 2013 as new chairman of the board, whereby NKT changed strategic discourse. In connection with the introduction of a new management model later that year, the management of the holding company was terminated and Thomas Hofman-Bang as CEO was fired. Several stakeholders interpreted the new governance structure as an indication of a future split, why part of the conglomerate discount potentially was reflected in the share price before the actual announcement.

The third hypothesis examines whether the value creation is caused by the acquisition of ABB HV Cables. The newly acquired company has a more project-driven revenue, whereby NKT Cables adds profitability to the business. Based on the acquisition of new core technology, access to the growing interconnector market and estimated performance related synergies of EUR 30m, it is concluded that NKT Cables with the acquisition of ABB HV Cables strengthens the business. Part of the value created after announcedment is therefore caused by the acquisition. Once again the analysis does not have the ability to quantify how much.

The project concludes that the value created in NKT after 21st of September 2016 is caused by a combination of the split and the acquisition motivated by new corporate governance structures. The analyses define value creation as a dynamic and individual process, as all NKT's value creating initiatives have been closely linked.

FIGURER OG TABELLER

Figur 1: Den hermeneutiske spiral s. 8
Figur 2: Specialets tre hypoteser s. 8
Figur 3: Oversigt over forskellige værdiansættelsesmodeller s. 12
Figur 4: NKT's aktiekurs I s. 14
Figur 5: Analytikernes vurdering af NKT aktien I s. 16
Figur 6: Analytikernes vurdering af NKT aktien II s. 17
Figur 7: NKT's interessenter s. 18
Figur 8: Profil for NKT's forretningsområder s. 22
Figur 9: Regnskabstal for NKT's forretningsområder s. 22
Figur 10: Global M&A aktivitet s. 24
Figur 11: Konglomeratrabat ud fra Tobin's Q s. 32
Figur 12: Regressionsanalyse for Norden s. 33
Figur 13: Regressionsanalyse for Europa s. 33
Figur 14: NKT's nye organisatoriske struktur s. 35
Figur 15: EV/EBITDA for NKT & konkurrenter s. 36
Figur 16: Omsætningssplit for NKT s. 42
Figur 17: Danske ledelsesmodeller s. 45
Figur 18: Danske ledelsesfunktioner s. 45
Figur 19: NKT's administrerende direktører s. 46
Figur 20: NKT's nuværende ledelse s. 47
Figur 21: NKT's nuværende ejerskab s. 50
Figur 22: NKT's aktiekurs II s. 55
Figur 23: Investeringsrationale bag ABB HV Cables opkøb s. 60
Figur 24: Omsætningssplit for NKT & ABB HV Cables s. 61
Figur 25: Oversigt over teknologier og segmenter for ABB HV Cables s. 62
Figur 26: NKT Cables efter opkøb af ABB HV Cables s. 62
Figur 27: NKT & C20 indekseret s. 65

Tabel 1: Tobin's Q for Norden s. 31
Tabel 2: Tobin's Q for Europa s. 31
Tabel 3: T-test for Norden s. 33
Tabel 4: T-test for Europa s. 34
Tabel 5: Sum of the parts værdiansættelse s. 38

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. INDLEDNING s. 4
1.1 MOTIVATION s. 4
1.2 PROBLEMFELT s. 5
1.3 PROBLEMFORMULERING s. 5
1.4 AFGRÆNSNING s. 6
2. TEORI OG METODE s. 7
2.1 AT ARBEJDE CASEORIENTERET s. 7
2.2 HYPOTESER SOM SKRIVEPROCES s. 7
2.3 KVANTITATIVE METODER s. 9
2.4 KVALITATIVE METODER s. 9
2.5 INTERVIEW SOM METODE s. 10
2.6 LITTERATURSTUDIET s. 11
2.7 TEORI s. 11
3. VÆRDIANSÆTTELSE s. 12
3.1 METODER TIL AT VÆRDIFASTSÆTTE s. 12
3.2 NKT SOM BØRSNOTERET VIRKSOMHED s. 13
3.3 MARKEDSEFFEKTIVITET s. 14
3.4 AKTIEANALYTIKERE s. 15
3.5 SELSKABETS INTERESSENTER s. 18
4. HISTORIEN BAG NKT s. 20
4.1 STIFTELSE OG TIDLIG BEGYNDELSE s. 21
4.2 DIVERSIFICERING s. 21
5. KONGLOMERATRABAT s. 23
5.1 KONCERN ELLER KONGLOMERAT s. 24
5.2 DEN HISTORISKE BAGGRUND s. 24
5.3 RISIKOSPREDNING s. 25
5.4 INTERNE KAPITALMARKEDER s. 25
5.5 KAPITALOMKOSTNINGER s. 27
5.6 OMKOSTNINGSBESPARELSER s. 28
5.7 OPERATIONELLE FORDELE s. 28
5.8 EMPIRISK UNDERSØGELSE s. 29
5.9 NKT'S NYE ORGANISATIONSSTRUKTUR s. 35
5.10 SUM OF THE PARTS VÆRDIANSÆTTELSE s. 35
5.11 ANOMALIER s. 39
5.12 NKT & KONGLOMERATRABAT s. 42
6. CORPORATE GOVERNANCE s. 44
6.1 HVAD ER CORPORATE GOVERNANCE s. 44
6.2 LEDELSESMODELLER s. 45
6.3 NKT'S HISTORISKE GOVERNANCESTRUKTUR s. 46
6.4 NKT'S NUVÆRENDE LEDELSE s. 47
6.5 LEDELSESSKIFT s. 51
7. OPKØB AF ABB HV CABLES s. 59
7.1 VÆRDISKABELSE GENNEM OPKØB s. 59
7.2 ABB HV CABLES s. 59
8. VÆRDISKABELSE s. 64
9. KONKLUSION s. 68
10. PERSPEKTIVERING s. 70
11. LITTERATUR s. 73
12. APPENDIX s. 81

1. INDLEDNING

1.1 MOTIVATION

De sidste årtier har utallige virksomhedsledere udtrykt ønske om at skabe værdi med aktionærerne i fokus. Dette har for NKT Holding (herefter NKT) også været tilfældet, da de i 2013 startede en ny strategisk rejse under navnet DRIVE. Det endegyldige mål var værdiskabelse for selskabets ejere, hvilket må siges at være et ugennemsigtigt udtryk, for hvad er værdiskabelse egentlig?, og hvad skaber værdi for aktionærerne? Kigger man tilbage på NKT's forskellige årsrapporter og andet investormateriale, synes værdiskabelse at være et tilbagevendende udtryk. Man bliver dog ikke meget klogere af at læse de mange publikationer, da over 80 initiativer de seneste tre år har været identificeret som værdiskabende (NKT Årsrapport 2013). Det synes derfor lidt at være et udtryk, som alle snakker om, men som ingen rigtig ved hvad indeholder.

At italesætte værdiskabelse er dog centralt for de fleste virksomheder, da de er afhængige af den kapital investorerne stiller til rådighed. Det handler om at gøre virksomheden som investeringscase mere attraktiv end de alternativer, der findes på markedet. Virksomhedens aktiekurs fortæller hele tiden omverden, hvor godt ledelsen lykkes med dette, hvorved aktionærer og andre interessenter kontinuertligt vil være informeret om virksomhedens performance. At skabe en attraktiv investering kræver en form for overperformance eller en merværdi, hvilket i en global verden er blevet sværere at levere.

For mange danske virksomheder har de seneste årtiers globalisering medført en række muligheder så som afsætning til nye markeder og lukrative samarbejder på tværs af kloden. Dog bevirker globalisering også andre udfordringer grundet en større markedsplads med flere spillere. Virksomhederne konkurrerer i højere grad på tid, sted og pris, hvor både teknologier og konkurrenter kan komme fra fjerne dele af verden. Viden, erfaring og kompetencer forældres hurtigere end tidligere, hvorfor danske virksomheder må tænke nyt og fremadrettet i forhold produkter, markeder og organisationsformer. Spørgsmålet for de danske virksomheder går derfor på, hvordan de skal indrette sig i forhold til at bevare og styrke deres konkurrenceevne samtidig med at kunne tilbyde aktionærerne en attraktiv investering med udsigt til værdiskabelse.

Dansk Industri har med udgangspunkt i nutidens videns- og konkurrencesamfund defineret fremtidens globale industrivirksomhed *som "En virksomhed der skaber værdi gennem billige kvalitetsprodukter skabt via stordriftsfordele i et globalt netværk med en fokusering af kerneforretningen gennem opkøb, udflytning og effektiviseringer"* (Dansk Industri, 2005). Heraf understreges en tendens, som de senere år har været til stor debat i erhvervslivet, nemlig en fokusering og styrkelse af kerneforretningen. Med udgangspunkt i NKT's strategi DRIVE, synes netop dette også at have været et centralt tema.

1.2 PROBLEMFELT

På baggrund af ovenstående introduktion findes det relevant at arbejde videre med værdiskabelse som emne- og problemfelt. Mange virksomheder står i dag overfor eller midt i en transformationsproces bundende i netop værdiskabelse, hvor aktionærerne, i højere grad end tidligere, er sat i fokus. Globalisering, den teknologiske udvikling, internettets udbredelse og øget effektivitet på de finansielle markeder er alle faktorer, der har været med til at skabe højere forventninger blandt investorer. Den almene aktionær agerer i dag mere professionelt end før, hvorfor virksomhedsledere bliver mødt af skarpe krav og ansvarsplacering. Samspillet mellem virksomhedens ledelse og dets interessenter er i dag centralt, hvorfor temaer indenfor corporate governance og investorkommunikation ofte er af høj prioritet. Reaktioner på en virksomheds bekendtgørelser og handlinger vil med det samme kunne spores i aktiekursens prisudvikling, hvorfor flere virksomheder, ud fra en øjeblikkelig feedback, oplever et øget investorpres. At åbne virksomheden op og skabe større transparens omkring den underliggende forretning, har for mange været en nødvendig tilpasning ud fra et nyt ejercentreret værdiparadigme.

Værdiskabelse kan tage mange former. Hver virksomhed vil, ud fra forskellige forudsætninger, have en individuel strategi, der har til mål at skabe værdi for aktionærerne. Grundet ydre rammer der konstant er i forandring og et samspil mellem virksomheden og dets interessenter, der kun er blevet mere komplekst, er en alment brugt praksis for skabelse af aktionærværdi ikke etableret. Dette skaber usikkerhed og tvivl samt en række ubesvarede spørgsmål gående på, hvordan det indre og ydre miljø bedst udnyttes til fordel for virksomhedens ejere. Baseret på ovenstående findes det valgte problemfelt hermed både aktuelt og relevant, hvorved der uddybende kan arbejdes videnskabeligt samt problemorienteret (Pedersen, 1999).

1.3 PROBLEMFORMULERING

At udforme et projekts problemformulering er et kritisk punkt i forskningsprocessen, idet denne under hele forløbet vil fungere som rettesnor, og i den forbindelse være handlingsvisende i forhold til teori, metode og proces. Problemformuleringen er et værktøj, der hjælper med at overskue problemfeltet, filtrere informationsmængden samt skabe fokus og relevans i opgaven (Pedersen, 1999), hvorved nedenstående vil være et tilbagevendende punkt i en hermeneutisk inspireret proces. Problemformuleringen muliggør en indsnævring samt aktualisering af problemfeltet, hvor der for nærværende projekt tages udgangspunkt i følgende:

Hvilke strategiske tiltag har været centrale for, og kan henføres til, værdiskabelsen i NKT skabt efter 20. september 2016?

Problemformuleringen understøttes samt søges besvaret på baggrund af følgende erkendelsesspørgsmål:

- Hvilke historiske begivenheder har været afgørende i forhold til virksomhedens nuværende udseende?
- I hvilken grad har NKT historisk lidt under en konglomeratrabat?
- Hvordan har opsplitningen påvirket virksomhedens værdi?
- Hvilken betydning har ny governancestruktur i 2013 haft for NKT's nuværende værdiskabelse?
- I hvilken grad har ledelsen og skift heri været den primære driver i forhold til selskabets værdimæssige strategi?
- Hvordan har ABB HV Cables opkøbet påvirket NKT's værdiansættelse?
- Hvordan kan værdiskabelse defineres?

Ovenstående erkendelsesspørgsmål har fungeret som input til specialets tre hypoteser jf. figur 2.

1.4 AFGRÆNSNING

Genstandsfeltet for analysen tager udgangspunkt i casevirksomheden NKT, der er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen, repræsenteret under OMXC Large Cap. For NKT afgrænses analyseperioden til at gå fra 01/01-2013 til 31/03-2017, hvilken er valgt med udgangspunkt taget i datoen for annoncering af opkøb og opsplitning, 21/09-2016. Det centrale for den valgte afgrænsning har været at have en periode både før og efter offentliggørelsen, således et troværdigt kontrastforhold er muliggjort. Da governance har vist sig at have haft stor betydning for casevirksomheden, har det været vigtigt at få seneste ledelsesskift i 2013 indlemmet i analyseperioden. NKT's årsrapport for 2016 blev yderligere offentliggjort 21/02-2017, hvilket ud fra et mere langsigtet værdiskabelsesperspektiv også har været relevant at få med i periodeafgrænsningen. Vigtigt at pointere er, at der for opgaven med værdiskabelse henføres til den som kan måles i kroner og øre direkte repræsenteret i virksomhedens aktiekurs. herved forstås værdiskabelse for virksomhedens aktionærer.

Analysens hypoteser vedrørende værdiskabelse i NKT, skal ikke forstås som udtømmende. Grundet opgavens begrænsede omfang vil kun en delmænge af de mulige forklarende hypoteser behandles, hvilket også gør sig gældende for den teoretiske begrebsramme. De inkluderede hypoteser og teorier synes dog at være de mest centrale til analysens formål, hvorved projektets rammebetingelser ikke opleves som hæmmende for den afsluttende konklusion. Af samme grund er der i opgaven medtaget en perspektivering, der har til formål at opstille forslag til videre arbejde ud fra bredere rammer, end dem nærværende opgave er blevet konfronteret med. NKT er en gammel virksomhed med mere end 100 års historik. Selvom projektet redegør for historiske nøglebegivenheder, der har været medbestemmende i forhold til virksomhedens nuværende udseende, vil projektet ikke gå i dybden med alle historiske og samfundsmæssige forhold, der har haft betydning for NKT.

2. TEORI OG METODE

2.1 AT ARBEJDE CASEORIENTERET

Erhvervsøkonomien hører videnskabsteoretisk ind under det anvendelsesorienterede paradigme, hvormed interessen kredser om teoretiske problemer, der har afsæt i praksis. Centralt for dette paradigme er, at man som forsker arbejder nytteorienteret, hvilket bevirker at analyse og problemløsning skal skabe værdi for praksis. Her søger forskeren at forandre og forbedre virkeligheden, hvilket selvsagt også er målet for nærværende opgave (Møller, 1994) jf. undersøgelse af spørgsmål opstået ud fra manglende praksis.

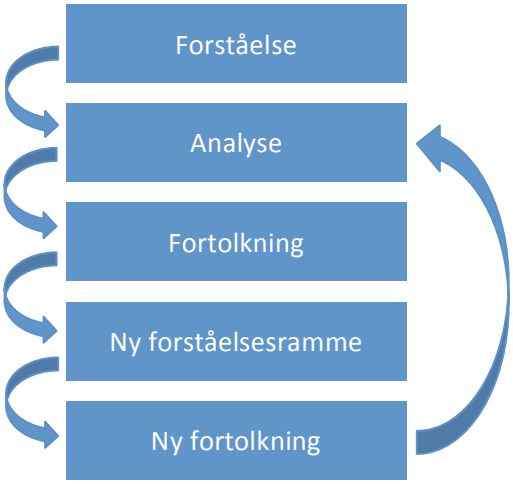
Indenfor det anvendelsesorienterede paradigme benytter man sig i høj grad af caseorienteret forskning, der, på baggrund af strategisk udvælgelse og videnskabelig præcision, sikrer relevans, aktualitet og værdiskabelse (Flyvbjerg, 1996). Ud fra et ønske om at undersøge værdiskabelse som overemne, har den strategiske udvælgelse resulteret i NKT som casevirksomhed. NKT udmeldte i september 2016 et planlagt både opkøb og opsplitning, hvorved specialet er skrevet sideløbende med, at virksomheden har undergået koncernmæssige ændringer. I hele specialets skriveproces har der været dialog mellem virksomheden og dets interessenter, hvorved processens problematikker og løbende udfordringer er blevet belyst. I et tidsmæssigt perspektiv synes specialet derfor at være særlig relevant. Ydermere er NKT i forhold til værdiskabelse en spændende case, da virksomheden de seneste årtier har undergået store organisatoriske ændringer, og særligt indenfor de sidste par år synes at have ændret strategi, når forholdet mellem aktionær og virksomhed sættes i fokus.

Problemfelt og problemformulering sat i forhold til casen passer godt sammen, da analysen, grundet NKT's samtidige udmelding af to sidestillede strategiske tiltag, opnår en øget grad af kompleksitet. Herved fokuserer analysen ikke blot på værdiskabelse i bred forstand, men vil være nødsaget til at tage stilling til hvilke tiltag, der for aktionærerne, er mest værdiskabende. En sådan type analyse kræver kritisk stillingstagen og diskussion, hvormed specialet og dets konklusioner ikke kun er relevant for casevirksomheden selv, men vil kunne generaliseres til en bredere modtagergruppe.

2.2 HYPOTESER SOM SKRIVEPROCES

Dette projekt er bygget op omkring en rækker hypoteser, der alle har til formål at forstå og forklare den værdiskabelse NKT har oplevet siden 21. september 2016. Hypoteserne opstilles i takt med at specialet skrider frem, og vil enkeltvis efterprøves baseret på analyse af forskellig karakter. Resultatet af en given hypotese vil være handlingsvisende for specialets videre proces eller eventuel opstilling af en alternativ hypotese.

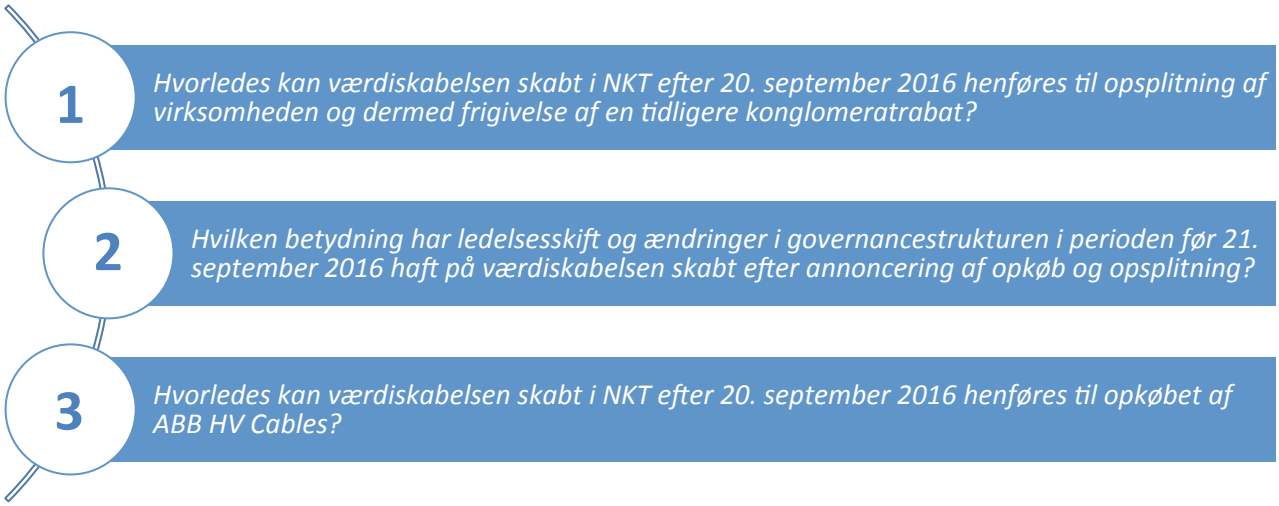
Figur 1: Den hermeneutiske spiral



Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: Andersen, 2010

Idet specialet skrives som efterprøvelse af en række hypoteser, vil den hermeneutiske spiral, som vist ovenfor, være central for opgavens struktur. Efter hver hypoteseanalyse vil en ny forståelse af NKT's værdiskabelse opnås, hvilket skaber en række nye ubesvarede spørgsmål, der fordrer nye analyser. Af den grund skal specialet læses som en fremskridende proces, hvor analysens undersøgelsesspørgsmål er opstået undervejs.

Figur 2: Specialets tre hypoteser



Kilde: Egen tilvirkning

Specialets tre hypoteser fremgår af figuren ovenfor, hvilke tilsammen danner grundlag for analysens struktur. De brugte metoder og teorier til efterprøvelse af hypoteserne gennemgås nedenfor.

2.3 KVANTITATIVE METODER

I analysen bruges discipliner indenfor både statistik, finansiering og regnskab, hvilke alle hører under det kvantitative metodeunivers. Disse anvendes, når forskningsfeltet kan gøres målbart og, som navnet siger, kan kvantificeres. De kvantitative metoder vægter i høj grad indsamling af store mængder data, hvortil den indsamlede information vil kunne kategoriseres og resultaterne præsenteres numerisk. Der er uafhængighed mellem metoden og det som analyses, idet forskeren ikke interagerer med genstandsfeltet, hvorved en stor grad af objektivitet sikres. For nærværende vil statistisk analyse i form af en OLS regressionsanalyse bruges til at finde ud af, hvorvidt relationen mellem to variable er statistisk signifikant, og hvorvidt et givent marked kan siges at lide under konglomeratrabat. Konklusionen fra denne analyse vil være med til at gøre specialets første hypotese mere eller mindre relevant, hvoraf den generelle markedskonklusion vil fungere som udgangspunkt for den specifikke caseundersøgelse.

Metoder funderet i finansiering og regnskab bruges i de forskellige analyser relateret til værdiansættelse. NKT's aktiekurs vil i den forbindelse være en central forklaringsparamenter, da denne angiver markedets prissætning af virksomheden på et givent tidspunkt ud fra alle nuværende og fremtidige forhold. Konkurrentanalysen, baseret på handelsmultiplen EV/EBITDA, vil blandt andet kunne belyse hvorvidt NKT historisk har lidt under en konglomeratrabat samt give indikation på kvaliteten af ABB HV Cables opkøbet. En *sum of the parts* værdiansættelse vil, med de fundne multipler som input, estimere NKT's værdi dagen før annoncering, ud fra en selvstændig værdibetragtning af selskabets tre forretningsenheder. Specialet tager herved primært udgangspunkt i markedet og virksomhedens eksterne miljø, hvilket implicerer en række begrænsninger. Finansielle markeder er, som alle andre markeder, drevet af udbud/efterspørgsel ud fra en række komplicerede faktorer. En undersøgelse af markedsdynamikkerne viser, at psykologiske koncepter kan vinde over teoretiske modeller, idet investorer handler både spontant og inkonsistent.

2.4 KVALITATIVE METODER

Alt her i verden kan dog ikke måles og vejes, hvorfor et helstøbt billede også kræver inddragelse af de kvalitative metoder. Virksomheder er drevet af mennesker, transanktioner styres af mavefornemmelsen, mens relationer er baseret på menneskelige instinkter og følelser. Mange ting vil ikke kunne forklares af hverken tal, logiske modeller eller rationelle sammenhænge, hvilket gør alternative perspektiver nødvendige. For de kvalitative metoder er der afhængighed mellem metoden og det som analyseres, idet forskningen ofte sker på baggrund af en interaktion mellem genstandsfeltet og forskeren selv. Ved kun at benytte sig af kvantitative metoder vil en del af den tilgængelig viden gå tabt, grundet distancen mellem forskeren og det som analyseres. For de kvantitative metoder trækkes og analyseres eksisterende viden,

mens der for de kvalitative metoder delvist skabes ny viden under analysen. Det ses hermed tydeligt hvorledes begge metoder både har fordele og ulemper, men også hvordan de komplementerer hinanden og udfylder hinandens svagheder og mangler. Grundet forskerens interaktion med genstandsfeltet vil validitet af data og graden af subjektivitet være et særlig relevant tema for de kvalitative metoder, hvormed kritisk stillingstagen gennem hele analysen er af stor betydning. De brugte kvalitative metoder gennemgås nedenfor.

2.5 INTERVIEW SOM METODE

Centralt for dette projekt har været at forstå markedets prissætning af NKT aktien, særligt hvordan værdiansættelsen af selskabet ændrede sig efter 21. september 2016. Viden om de bagvedliggende markedsdynamikker er delvist opnået gennem personlige interviews med aktieanalytikere, der til daglig dækker aktien og dermed følger både virksomheden og industrien tæt. De afholdte interviews er blevet konstrueret som *delvist strukturerede*, hvilket indebærer, at den som interviewer på forhånd har en vis teoretisk og praktisk viden om det fænomen, som analyseres, men samtidig er åben for nye synsvinkler og information (Andersen, 2010). Før interviewet afholdes gør interviewer sig klart, hvad der skal belyses samt undersøger relevante og relaterede emner. For nærværende mundede dette ud en spørgeguide bestående af 10 spørgsmål, hvilke var handlingsvisende for interviewenes indhold – se disse i appendix 1.

Med blot 6 analytikere som potentielle interviewpersoner er det relevante analysefelt meget smalt, hvorved udvælgelsen af interviewpersoner får stor betydning. Hver analytiker har forskelligt kompetence- og erfaringsniveau, de repræsenterer hver især en forskellig nordisk finansiel institution og kan yderligere være præget af en personlig interesse. Der er blevet afholdt interview med 3 ud af de 6 analytikere for at imødekomme en så bred og generel viden som muligt samt for at eliminere mest mulig subjektivitet. Interviewene blev afholdt som en blanding mellem telefonsamtaler og fysiske møder, og vil i forhold til alle specialets hypoteser spiller en sekundær rolle. De optagede interviews er vedlagt specialet som USB.

Som forsker er det vigtigt at være kritisk overfor de metodiske svagheder, som det kvalitative interview er underlagt. Først og fremmest kan de interviewede personer være farvede i deres udtalelser samt agere ud fra personlige motiver, hvorfor alle udtalelser bør tages med forbehold. Yderligere kan det faktum at interviewene er blevet optaget have rykket ved analytikernes svar og holdninger, således at eventuelle negative forhold ikke kommer frem eller bliver pakket ind. En anden svaghed, man som forsker skal være opmærksom på, er ikke at blive præget af indledende informantudtalelser. Ubevidst kan man hurtigt se sig blind på de interviewedes personlige holdninger, hvorved de afholdte interviews kan have afgørende

betydning for undersøgelsens struktur og konklusioner, samt bevirke fokus på de forkerte temaer. Samtidigt kan det være vanskeligt at kvalitetssikre de udtalelser informanterne bringer undervejs, hvorved det ikke kan afvises, at enkelte analytikere har valgt at fremstille forhold og begivenheder på en måde, der ikke stemmer overens med virkeligheden. Det vil man som udestående forsker have svært ved at korrigere for, hvorfor det kvalitative interview ikke bør stå alene som bagvedliggende empiri.

2.6 LITTERATURSTUDIET

Litteraturstudiet søger ud fra kendt og allerede skrevet litteratur, at finde løsninger og forklaringer på nuværende problemstillinger og erkendelsesspørgsmål (Andersen, 2010). For nærværende projekt bruges litteraturstudiet til at sætte NKT ind i en historisk kontekst, retfærdiggøre konglomeratet som virksomhedsstruktur samt diskutere konsekvenser af ændringer i ledelsen. NKT har en lang og begivenhedsrig organisationshistorie, hvorved et studie af tidssvarende litteratur er med til at forstå, hvorfor virksomheden ser ud som den gør, samt sætte ord på hvilken kulturmæssig arv der naturligt har udviklet sig. Ydermere vil litteraturstudiet være med til at gøre specialets hypoteser relevante med litteratur, der argumenterer både taler for og imod visse tendenser og forhold.

For at litteraturstudiets konklusioner er valide, er det afgørende, at litteratursøgningen udføres systematisk og grundigt. Selvom dette ofte foretages i projektets indledende fase, er det vigtigt, at inkorporere litteratursøgning som et tilbagevende punkt i forskningsprocessen, hvilket gøres i takt med, at ny viden og en dybere forståelse opnås jf. den hermeneutiske spiral. Yderligere er det vigtigt at forholde sig til, hvorvidt den samtid som den givne litteratur er skrevet i stadig er relevant i dag, og om eventuelle forudsætninger og antagelser stadig er retvisende.

2.7 TEORI

For nærværende projekt er der blandt andet, grundet litteraturstudiets form, brugt en del forskellige teorier som forklaringsparametre, hvilke er hentet indenfor flere økonomiske skoler. Med teorier der bunder i både ledelse, strategi, finansiering og statistik er problemfeltet samt problemformuleringen belyst ud fra flere forskellige perspektiver. Dette er valgt for at opnå både en bred og dyb forståelse af problemfeltet, samt for at demonstrere de enkelte skolers muligheder og begrænsninger. De valgte teorier synes at komplementere hinandens svagheder, hvor en mere valid konklusion opnås, såfremt flere skoler kommer frem til samme konklusion, idet man fokuserer på den store helhed i stedet for nicheprægede temaer. Specialet anses som afslutningen på en bred skolegang, hvorfor det har været vigtigt at benytte sig af flere forskellige discipliner og vidensuniverser lært gennem studietiden. Som også anført i afgrænsningen skal de valgte teorier ikke forstås som udtømmende, hvorved et andet teoretisk fundament kunne være

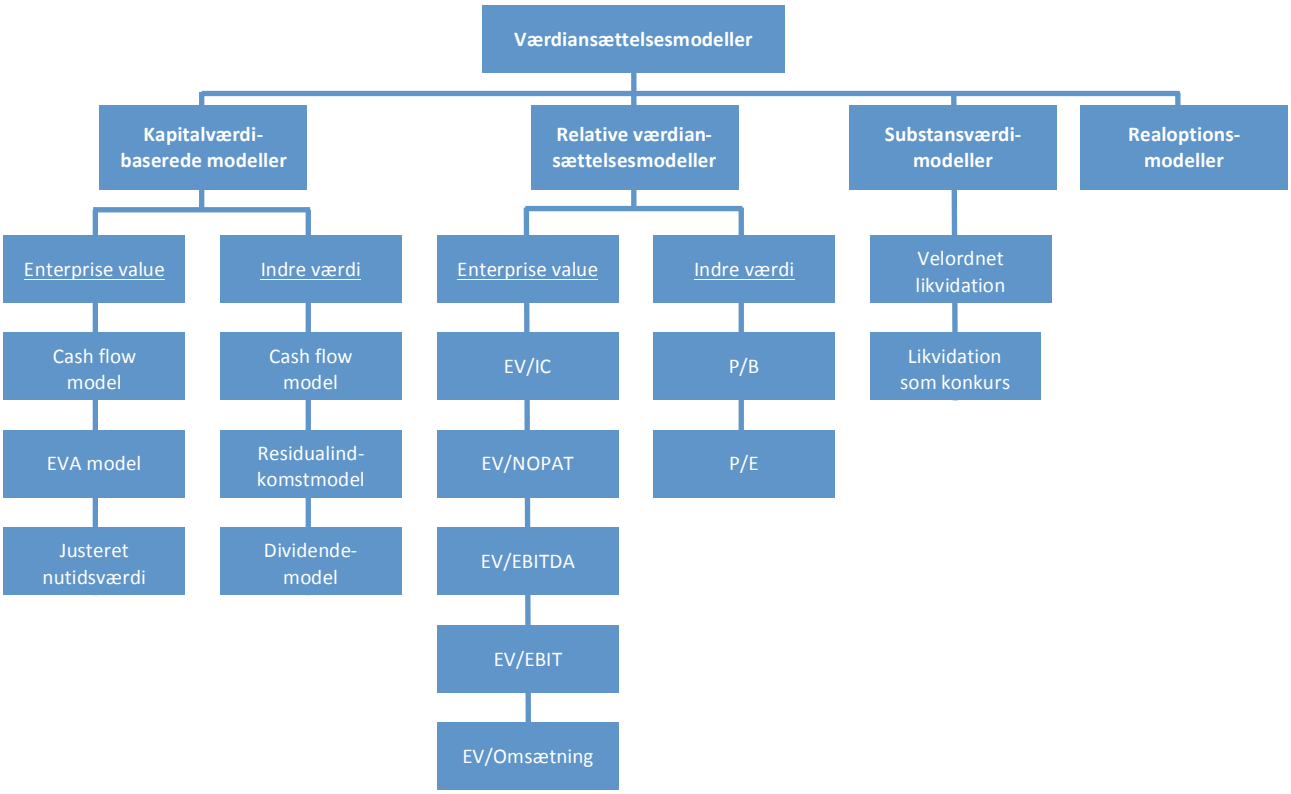
valgt. De inkluderede teorier er valgt ud fra hvilke, der bedst synes at belyse og besvare den opstillede problemformulering. Den nødvendige teoriintroduktion findes som en del af analysen.

3. VÆRDIANSÆTTELSE

3.1 METODER TIL AT VÆRDIFASTSÆTTE

For at kunne måle og analysere en værdiskabelse, er det nødvendigt at forstå den værdiansættelse, der ligger til grund. Værdien af ethvert aktiv, eller forpligtelse, fremkommer ideelt som nutidsværdien af al fremtidig genereret indkomst, hvor en fastsat diskonteringsfaktor tager både tidsværdien af penge samt risiko i betragtning (Petersen & Plenborg, 2012). Begrænsningen ved denne metodik bunder i mangelfuld information samt usikkerhed, hvilket bevirker at fremtidig genereret indkomst er svær at forudsige. Af den grund findes mange måder til at estimere en virksomheds værdi, hvor stadig ingen vil kunne garantere en endegyldig og sand værdi. I sidste ende baserer en virksomheds værdi sig på, hvad en eventuel køber ønsker at give for den, hvorfor udbud og efterspørgsel, som på alle andre markeder, også driver prisen og dermed værdien for virksomheder. Yderligere vil en række eksterne faktorer påvirke værdiansættelsen, og da disse er udenfor virksomhedens kontrol, gøres øvelsen yderligere kompleks.

Figur 3: Oversigt over forskellige værdiansættelsesmodeller



Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: Petersen & Plenborg, 2012

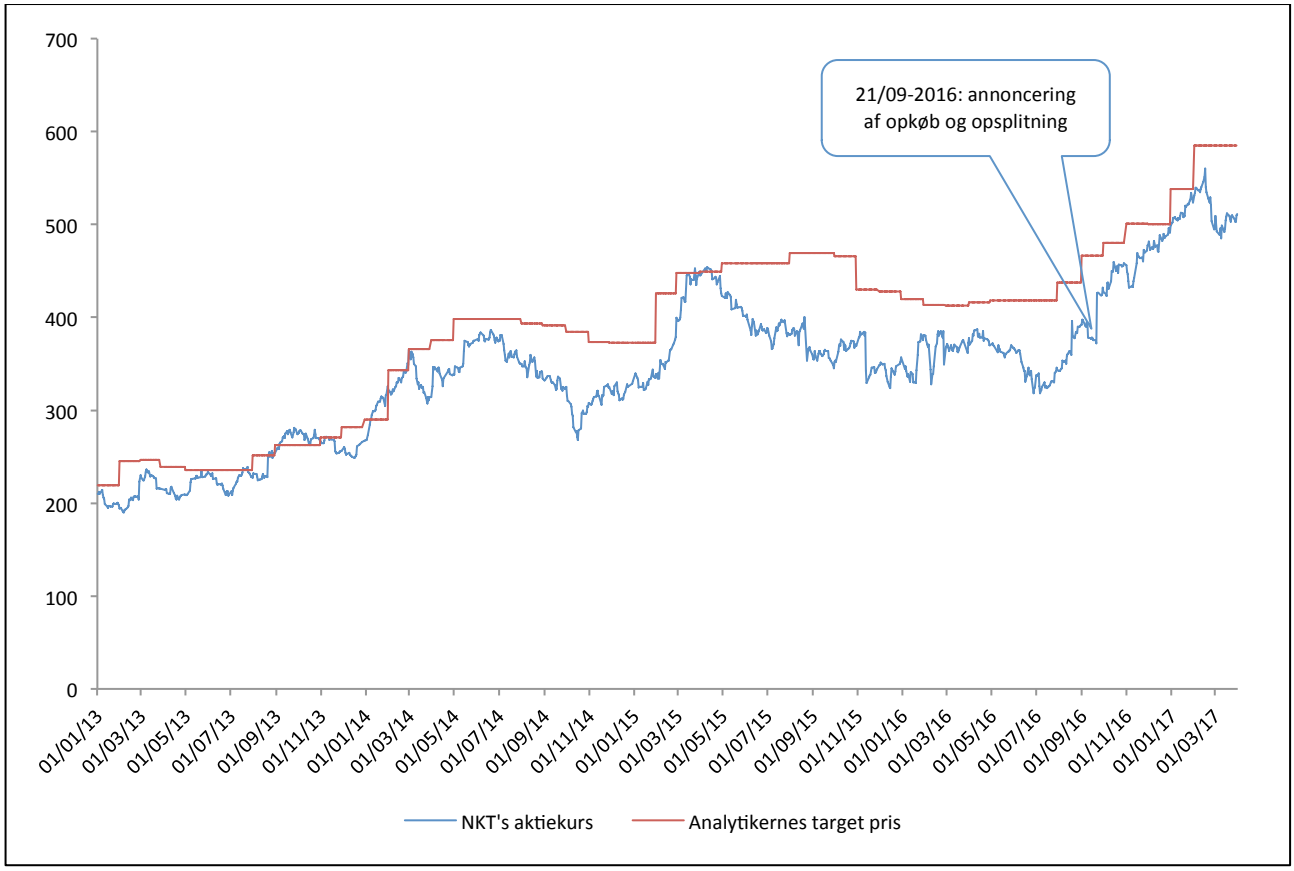
Overordnet vil de forskellige værdiansættelsesmetoder, som vist ovenfor, kunne deles op i fire grupper; kapitalværdibaserede modeller, relative værdiansættelsesmodeller, substansværdimodeller og realoptionsmodeller. Studier viser at praktikere primært gør brug af de kapitalværdibaserede samt de relative værdiansættelsesmodeller (Petersen & Plenborg, 2012), ud fra en blanding mellem fundamentale (præcision og realistiske forventninger) og kosmetiske (brugervenlig og forståelig) krav. Denne kombination er særlig god, da modellerne udfylder hinandens svagheder og begrænsninger ved at tage udgangspunkt i virksomhedens interne miljø og ledelsens egne forventninger, henholdsvis virksomhedens eksterne miljø og markedets forventninger. De kapitalværdibaserede modeller kritiseres ofte for at være for subjektive med urealistiske *alt andet lige* antagelser, mens de relative værdiansættelsesmodeller omvendt kritiseres for ikke at medtage virksomhedens fremtidige potentiale, men i stedet lægge for stor vægt på konkurrenters performance og historiske forhold. At balancere disse to tilgange synes derfor at give den mest retvisende værdi, idet styrker og svagheder modsvares.

3.2 NKT SOM BØRSNOTERET VIRKSOMHED

Da NKT er børsnoteret, vil virksomhedens værdi kunne aflæses direkte i form af selskabets aktiekurs. Denne viser hvad markedet på et givent tidspunkt er villig til at betale for en ejerandel i selskabet, og dermed hvad virksomheden er værd set med investors øjne. Som ovenfor nævnt arbejder man med to grundlæggende principper indenfor værdiansættelse af aktier. Den første tilgang tager udgangspunkt i virksomhedens interne miljø og beregner aktiens værdi som en tilbagediskontering af alle fremtidige forventede afkast. Ifølge denne tankegang skal man købe de aktier, man tror vil give et større afkast i fremtiden, da de i så fald vil være undervurderede. Den anden tilgang tager udgangspunkt i virksomhedens eksterne miljø og antager ud fra en effektiv markedsbetragtning, at alle relevante og tilgængelige informationer er indregnet i prisen. Ifølge denne tankegang skal man købe de aktier hvor man har en forventning til, at der i fremtiden vil blive frigivet informationer, som vil have en positiv indvirkning på kursen, da disse i så fald vil være undervurderede.

Nedenfor ses NKT's aktiekurs fra 01/01-2013 til 31/03-2017. Kurven viser en række udsving på kort sigt, men over hele perioden findes en opadgående trend indikerende, at selskabet i dette tidsrum har skabt værdi for dets ejere. De mange udsving kan tilskrives både interne og eksterne forhold så som finansielle resultater eller industriudsving, fælles for dem er at have rykket ved investorernes forventningsdannelse. For dagen hvorpå nyheden om opkøb og opsplitning blev annonceret, fremgår et hop af aktiekurven. Dette antyder, at markedet tog godt imod den nye information, og at investorerne så et værdimæssigt potentiale i den nye organisatoriske form.

Figur 4: NKT's aktiekurs I



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

3.3 MARKEDSEFFEKTIVITET

01/01-2013:	DKK 210	
31/03-2017:	DKK 512	+144%
20/09-2016:	DKK 372	
21/09-2016:	DKK 426	+14%
20/09-2016:	DKK 372	
31/03-2017:	DKK 512	+37%

Som prispunkterne ovenfor også indikerer, har NKT i perioden 01/01-2013 til 31/03-2017 skabt værdi for selskabets aktionærer. Af figur 4 findes det, at en stor del af denne værdiskabelse er sket i perioden efter offentliggørelse af opkøb og opsplitning. Dog ses en kontinuert stigning efter annonceringen og ikke et direkte niveauskifte af aktiekurven, hvorved der må stilles spørgsmålstegn til markedets effektivitet.

Den efficiente markedshypotese fremsat af Fama i 1970 behandler netop de finansielle markeders effektivitet ud fra den tese, at kurser altid fuldt ud reflekterer al tilgængelig information relevant for en bestemt aktie og/eller marked. Ifølge denne investeringsteori vil det som investor være umuligt at slå markedet i form af køb og salg af henholdsvis under- og overvurderede aktier, hvorved det med andre ord ikke kan lade sig gøre, at overgå det overordnede marked ud fra timing. Hypotesen siger, at investor gennem en længere periode ikke kan opnå et risikojusteret afkast, der er større end markedets, hvorfor den eneste måde hvorpå højere gevinster kan opnås, er ved at indgå i mere risikofyldte investeringer. Den efficiente markedshypotese opererer dog med tre forskellige styrker; svag, middelstærk og stærk baseret på graden, hvormed information reflekteres i aktiekurserne. Den svage markedshypotese siger, at analyse baseret på historisk prisdata, teknisk analyse, ikke vil have nogen effekt. Dog giver den mulighed for, at fundamental analyse, bred analyse af virksomhedens underliggende forretning, kan give et risikojusteret afkast, der på lang sigt er større end markedets. Dette kommer som følge af, at priserne kan have svært ved indstille sig korrekt, når ny information bliver offentliggjort, hvilket der kan drages fordel af. Den middelstærke markedshypotese siger, at hverken teknisk eller fundamental analyse virker i det lange løb, idet priserne meget hurtigt indstiller sig til ny information, hvorved investering baseret på hastighed ikke vil give et merafkast. Slutteligt siger den stærke markedshypotese, at al tilgængelig information, både offentligt kendt og privat, afspejles af aktiekurserne, hvilket implicerer, at alle aktier altid vil være korrekt prissat, og at det vil være umuligt at opnå et større risikojusteret afkast end markedsafkastet (Fama, 1970).

På selve dagen for annoncering af opkøb og opsplitning gik NKT's aktiekurs fra DKK 372 til 426, hvorved der skete et hop i virksomhedens aktiekurve. Dog synes en stor del af værdiskabelsen også at være sket i den efterfølgende periode, og hvis det kan tilskrives samme annoncering, synes det relevante marked ikke at være efficient i stærk forstand. Såfremt kurven for NKT's aktiekurs er et udtryk for en informationsjustering over tid, i stedet for et decideret niveauskifte af kurven, vil markedet blot være efficient i en blanding mellem semistærk og svag forstand. Hvorvidt værdiskabelsen skabt efter annonceringsdatoen kan tilskrives annonceringen, og om det primært er opkøbet eller opsplitningen der har været værdiskabende for selskabets aktionærer, vil i det efterfølgende bliver analyseret.

3.4 AKTIEANALYTIKERE

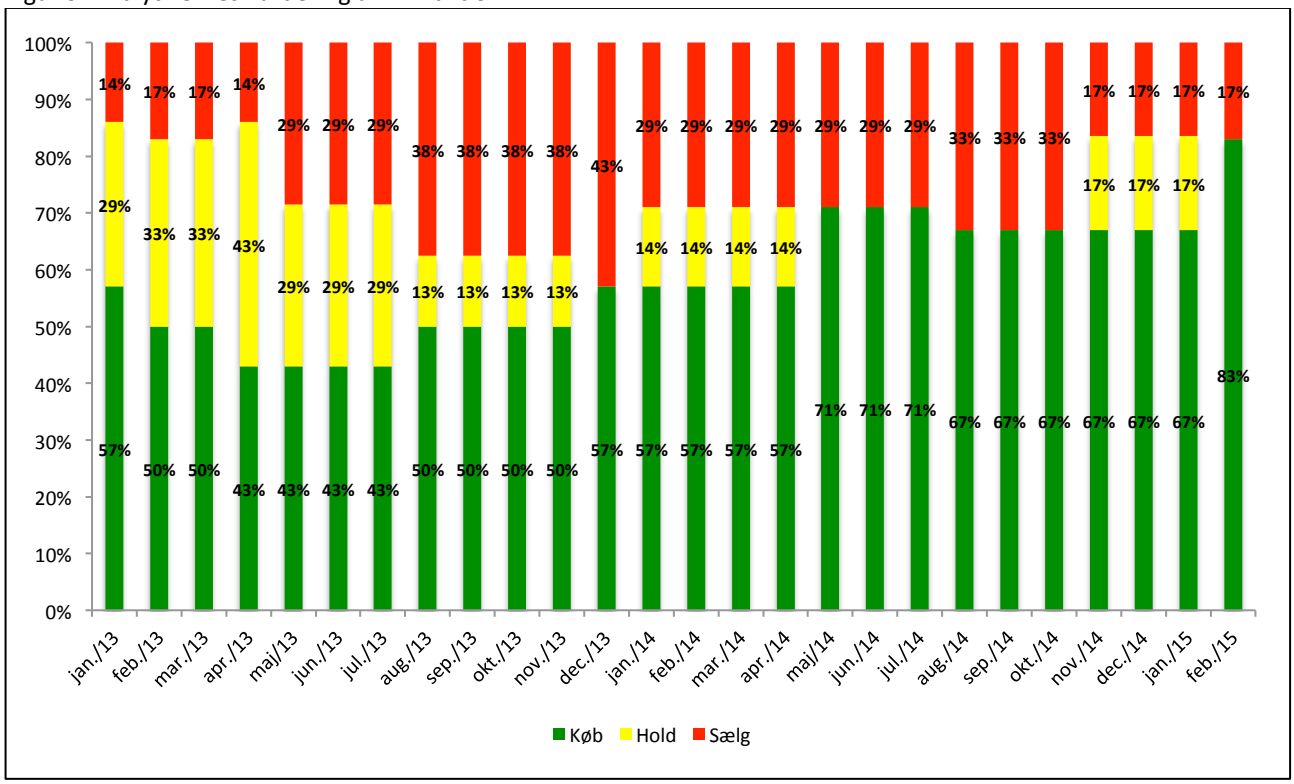
Et stort antal aktieanalytikere analyserer og vurderer dagligt selskaber med henblik på at anbefale, om de vurderede aktier bør købes, sælges eller beholdes. For mange investorer er det afgørende, at de kan søge sparring og dialog med minimum to analytikere (DIRF Best practice, 2016), da disse ud fra dybdegående analyse har oparbejdet et indgående kendskab til både selskab og industri. Finansielle data, markedstrends og samfundsmæssige strømninger er alle med til at præge analytikernes vurdering af virksomheden som

investeringscase, hvorved analytikernes holdning kan være af stor betydning i forhold til en fair og effektiv prissætning samt omsætning og likviditet i selskabets aktier.

Af figur 4 ovenfor fremgår ud over NKT's faktiske aktiekurs også analytikernes target pris, hvilken er den pris analytikerne mener, er den rigtige for selskabet. For hele den analyserede periode 01/01-2013 til 31/03-2017 synes analytikernes target pris at ligge højere end selskabets faktiske aktiekurs, hvilket indikerer at selskabet eventuelt har handlet til underkurs, samt at NKT har haft et uudnyttet værdimæssigt potentiale. Forskellen mellem analytikernes target pris og NKT's faktiske aktiekurs er størst fra starten af 2014 og frem, men synes dog at udlignes efter annonceringen af opkøb og opsplitning. Som tidligere nævnt vil købet af en given aktie være en attraktiv investeringscase, såfremt man i fremtiden forventer højere afkast eller frigivelse af informationer, der vil have positiv indvirkning på kursen. Udlignelsen mellem analytikernes target pris og NKT's faktiske aktiekurs kunne tyde på at indholdet af annonceringen var forventet af analytikerne. Hvorvidt dette holder stik, vil i det efterfølgende blive analyseret.

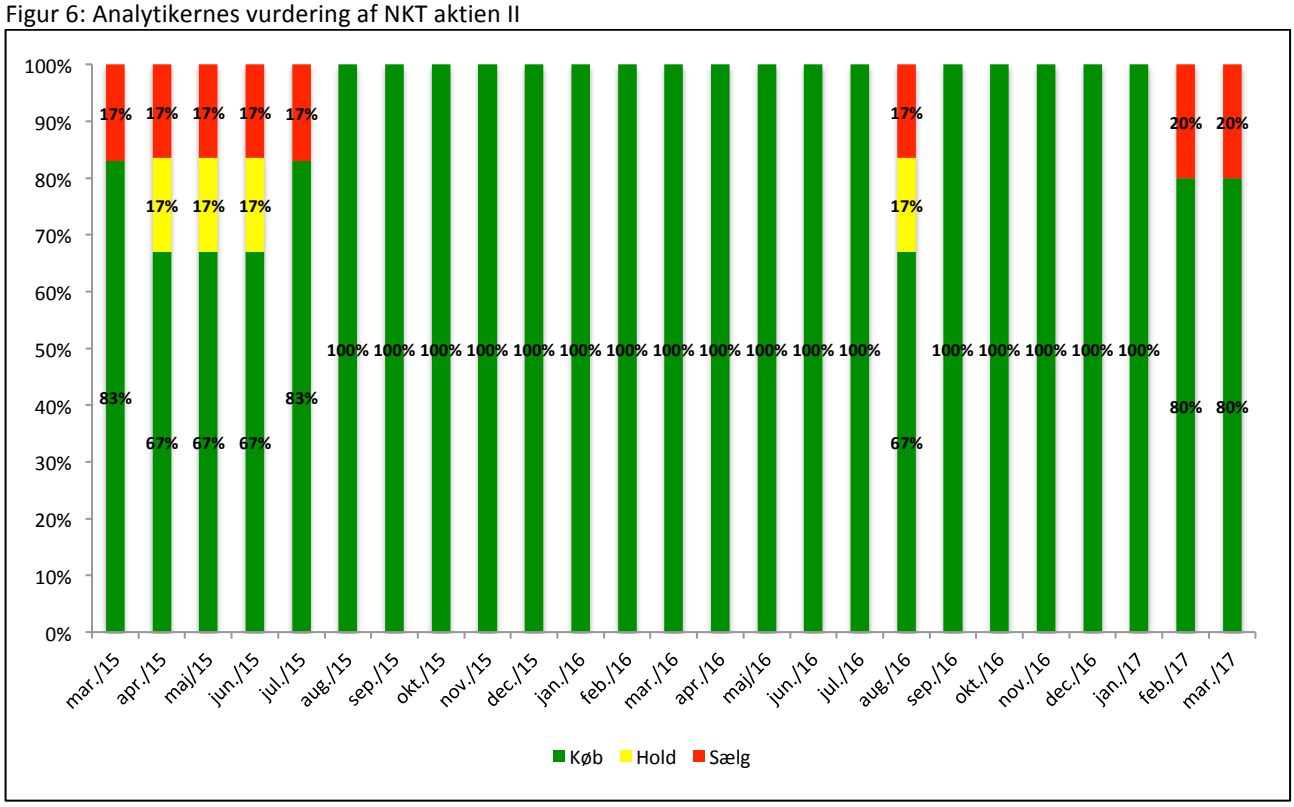
Nedenfor findes to figurer, hvor analytikernes månedlige vurdering af NKT siden januar 2013 fremgår. Ligesom for aktiekurven ses en overvejende positiv indstilling overfor selskabet, særligt fra starten af 2014, hvormed en enighed omkring en forventet fremtidig værdiskabelse bekræftes.

Figur 5: Analytikernes vurdering af NKT aktien I



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

Figur 6: Analytikernes vurdering af NKT aktien II



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

Af ovenstående figur ses det hvorledes samtlige analytikere efter annonceringen i september 2016 ændrede deres vurdering af NKT til *køb*, og derved overfor investorerne signalerede selskabet som en attraktiv investeringscase. Det tyder derfor på, at alle analytikere medtog den nye offentliggjorte information som noget positivt i deres værdiansættelse af selskabet.

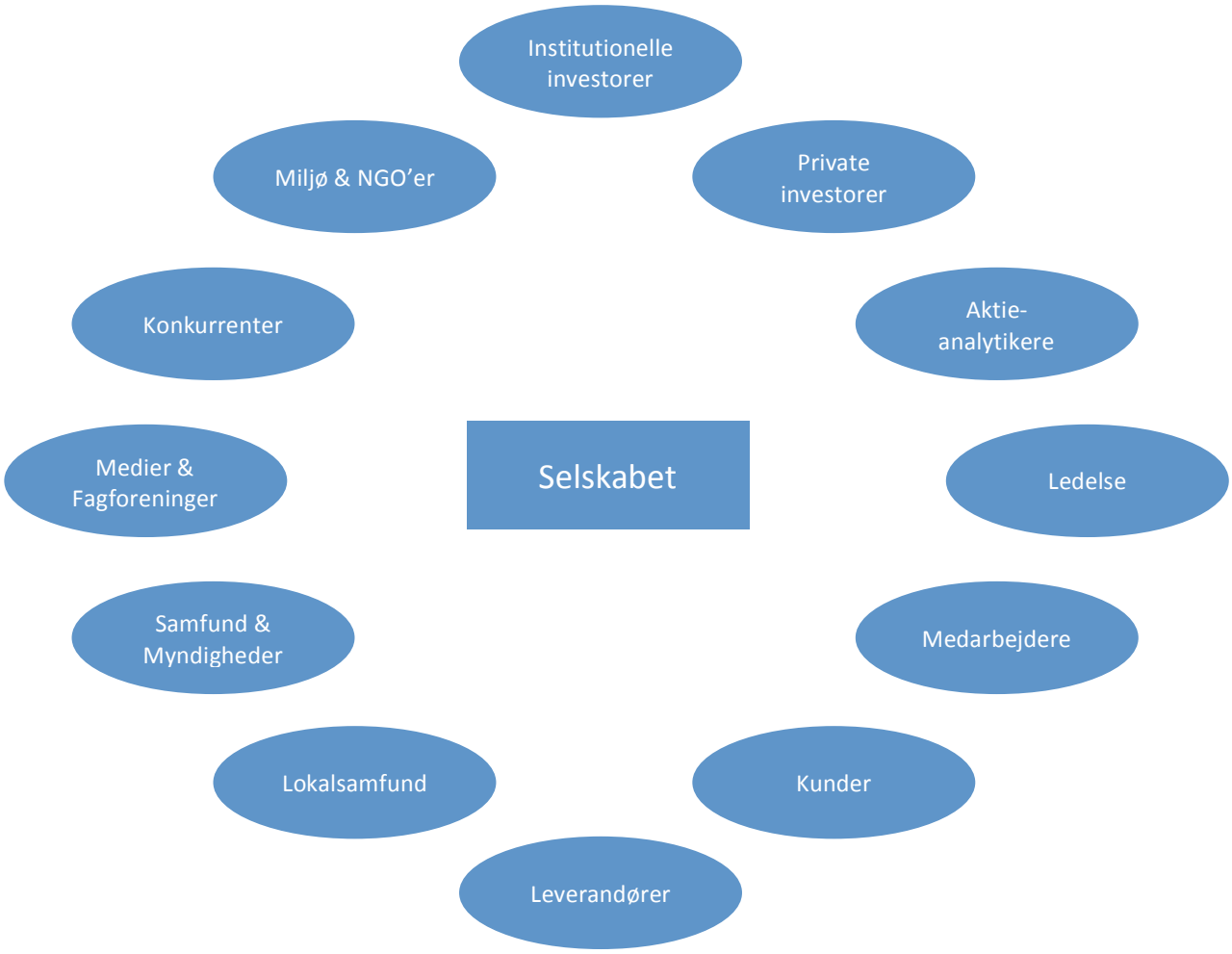
Baseret på udviklingen i NKT's faktiske aktiekurs må det konkluderes, at der i perioden fra annoncering til 31/03-2017 er skabt værdi for selskabets aktionærer ved en aktiekurs der er steg fra DKK 372 til 512, +37%. Ud fra analytikernes vurderinger og dertilhørende target pris må det konkluderes, at NKT eventuelt historisk har handlet til underkurs, og at analytikerne med en højere target pris overfor investorerne har signaleret, at der fremadrettet var et uudnyttet værdimæssigt potentiale, enten i form af højere fremtidige afkast eller i form af en forventet frigivelse af informationer. Idet spændet mellem NKT's faktiske aktiekurs og analytikernes target pris blev mindre efter annonceringen, tyder det på, at den offentliggjorte information var forventet. Aktiekursen er steget kontinuertligt efter annonceringen, hvorved der må stilles spørgsmålstegn til markedets effektivitet. Såfremt værdiskabelsen skabt efter annonceringen af opkøb og opsplitning kan henføres hertil, synes det relevante marked, grundet en længere prismæssig justeringsperiode, blot at være efficient i en blanding mellem svag og semistærk forstand. Alternativt kan

denne værdiskabelse være skabt af andre forhold opstået i perioden. Hvad der har skabt denne værdiskabelse, og i hvilken grad den kan henføres til annonceringen d. 21. september 2016 vil i det efterfølgende undersøges.

Som også nævnt i indledningen findes kun 6 analytikere der lige nu dækker NKT aktien (NKT hjemmeside, 2017), hvilket historisk har varieret. Analysefeltet synes derfor at være smalt, hvorfor man må derfor være varsom med at drage konklusioner, idet enkelte personers udtalelser og meninger kan få stor betydning. Analytikernes meninger være farvede af eksempelvis en generel holdning på arbejdspladsen, de kan have personlige motiver og interesser, samt agere ud fra finansielle incitamenter, hvormed kritisk stillingstagen er afgørende. Af appendix 2 fremgår en liste over de analytikere, der dækker NKT aktien.

3.5 SELSKABETS INTERESSENTER

Figur 7: NKT's interessenter



Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: Lykkesfeldt, 2006

Som det er vist ovenfor, har alle selskaber en lang række interessenter, der skal tilgodeses og serviceres. Alle disse har indflydelse på virksomhedens værdi, hvorfor denne opererer i et komplekst netværk af interessentrelationer. Nogle interessenter har større og mere direkte indflydelse end andre, hvorfor man skelner man mellem primære og sekundære interessenter. De primære interessenter er selskabets ejere, da disse gennem køb og salg af virksomhedens aktier direkte påvirker kursen. Alle resterende interessenter betegnes som sekundære, da de ikke direkte påvirker virksomhedens kurs men derimod gennem deres aktiviteter kan influere udbud og efterspørgsel samt påvirke hvordan aktionærerne opfatter virksomheden som investering (Lykkesfeldt, 2006). De forskellige interessenter har naturligvis forskellige motiver og agendaer i forhold til virksomheden, hvorfor det vil være meget vanskeligt at gøre alle tilfredse og dermed øge virksomhedens værdi set med alles øjne. Jf. afgrænsningen fokuseres der for nærværende opgave på selskabets ejere, hvormed der blot kigges på de primære interessenter. Når værdi og værdiskabelse diskuteres, vil det dog være gavnligt, at have de sekundære interessenter i baghovedet, da disse potentielt kan have været centrale meningsdannere. Af samme årsag opereres der ofte med udtrykkene aktionær- og interessentværdi. Aktionærværdi, som er genstand for dette projekts analyse, vil kunne måles direkte i kroner og øre i form af virksomhedens aktiekurs, hvorimod interessentværdi ikke altid vil kunne kvantificeres. Ofte findes dog en positiv sammenhæng mellem aktionær- og interessentværdi, hvorved sekundære interessenter ikke er uden betydning i en værdimæssig sammenhæng.

En af de sekundære interessenter der alligevel medtages i dette projekts analyse er aktieanalytikerne. Som tidligere nævnt spiller særligt disse en stor rolle i forhold til investorernes opfattelse af en given virksomhed, da investorerne ofte søger råd og sparring hos de forskellige analytikere. Som investor og forsker er det vigtigt at være kritisk overfor analytikernes udmeldinger både grundet tidligere diskuterede forhold men også grundet det tætte samarbejde som selskab og analytiker ofte indgår. Analytikeren markedsfører selskabet gennem sit daglige arbejde ved løbende at drøfte og opdatere virksomhedens aktier overfor kunder og investorer, mens selskabet omvendt har brug for ambassadører, der omtaler og positionerer dem. Der opstår derfor hurtigt et naturligt afhængighedsforhold, hvor begge er dårligere stillet uden den anden. Til sin detaljerede og dybdegående research på selskabet er analytikeren særlig afhængig af en kontinuerlig informationsstrøm fra virksomheden, hvilket som udgangspunkt kræver en god relation parterne imellem. Den gode relation kan være betinget af, at analytikeren er positivt stemt overfor virksomheden, hvormed der ville kunne stilles spørgsmålstegn ved analytikerens ærlighed. Det er vigtigt for analytikeren løbende at kunne give en fuld opdatering af alle selskabets forhold, da vedkommende ellers vil falde bag sine konkurrenter. Ved ikke at have de fornødne relationer og informationer står den givne analytiker til en dårligere rating grundet en lavere servicering af investorerne. Dette kan resultere i lav eller

ingen bonus, hvorfor finansielle incitamenter samt bonusaflønning kan have stor betydning i forhold til hvad analytikeren melder ud til markedet (Lykkesfeldt, 2006).

Med dette i mente synes ovenstående analyse ikke at have besvaret problemformuleringen, men derimod blot at have påpeget relevansen samt behovet for mere omfattende undersøgelse. I De følgende afsnit vil der dykkes yderligere ned i casen, hvor det analyseres hvad der har skabt værdiskabelsen, samt hvorvidt dette kan henføres til annonceringen.

4. HISTORIEN BAG NKT

Med mere end 100 års historik, hører NKT til en af de ældre virksomheder under OMXC large cap. Virksomheden har længe været en toneangivende spiller i det danske samfund, hvorfor NKT ofte har været genstand for offentlighedens og investorernes interesse. For at forstå hvordan virksomheden er kommet til at se ud som den gør i dag, og for at forstå NKT's kulturmæssige arv og DNA, er det relevant at forstå virksomhedens historie set i et samfundsmæssigt perspektiv. Dette vil samtidig hjælpe med at forstå aktionærernes syn på virksomheden som investering samt belyse potentielle årsager til selskabets seneste værdiskabelse.

4.1 STIFTELSE OG TIDLIG BEGYNDELSE

Nordiske Kabel & Traadfabrikker, NKT blev grundlagt i 1891 af Hans Peter Prior. Som mange andre unge blev Hans Peter Prior inspireret af den iværksætterånd og generelle økonomiske optimisme, der karakterisede datidens industrielle samfund. Han valgte at satse på den nye teknologiske verden og sprang ud som iværksætter og erhvervsmand i en ung alder. Virksomhedens første ordre bestod i at levere telefonkabler til Danmarks førende telefonselskab, KTAS, hvilken hurtigt blev efterfulgt af nye kabelordrer fra andre nordiske spillere. Virksomheden blev børsnoteret i 1898 med en investorkreds bestående af betydningsfulde industri- og erhvervsfolk, der hurtigt placerede NKT centralt i datidens magtmæssige elite.

Ingeniøren Johannes Møllehøj fik senere sat NKT på verdenskortet med sin opfindelse af det oliefyldte kabel designet til at operere på havets bund. Denne kabelkonstruktion var den første af sin slags, og med den egenskab at kunne udvide sig i takt med en temperaturstigning på olien, blev Møllehøjkablet solgt og eksporteret verden over. Senere tiltrak også Niels Henrik Nielsen international opmærksomhed med sin opfindelse af det første fleksible og brandsikre elektroniske kabel. NKT oplevede stor organisk vækst og blev hurtigt en af nordens vigtigste industrielle aktører. I forbindelse med etablering af landets nye

infrastruktur, og set ud fra et samfundsmæssigt perspektiv, kom NKT yderligere til at spille en betydningsfuld rolle, da virksomheden konstruerede et kabelnetværk der forbandt alle landets dele (Video: The Story of NKT). NKT har således flere gange har vist sig som en innovativ industriel storspiller med succes på både nationalt og globalt plan. Iværksætterånden og risikovilligheden der kendetegnede NKT's tidlige begyndelse, synes at være gået i arv flere generationer i virksomhedens historie, hvorfor NKT også valgte at hoppe med på konglomeratbølgen.

4.2 DIVERSIFICERING

Op igennem 80'erne begyndte NKT, som så mange andre globale toneangivende virksomheder, at diversificere forretningen. NKT havde hurtigt bredt sig ud over en række aktiviteter som produktion af el-, energi- og telekabler, søm og skruer samt andre jern- og metalprodukter til det danske marked. Dog inkluderede diversificeringen også virksomheder, der lå langt fra kerneforretningen, og det hidtil største virksomhedskøb blev en realitet, da NKT i 1988 overtog Nilfisk (Video: Active Ownership). Særligt dette opkøb gav ledelsen blod på tanden og hurtigt efter overdragelsen fulgte flere opkøb heriblandt de internationale virksomheder Scanpoint og Colorlux samt en anden dansk industrigigant, Lauritz Knudsen. De mange opkøb resulterede i at virksomheden i 1991 overgik til holdingstruktur, hvoraf NKT nu officielt var et internationalt industrikonglomerat med aktiviteter indenfor mange forskellige forretningsområder.

Fra 1993, med bestyrelsesformand Christian Kjær som fortaler, besluttede NKT sig for et strategiskifte, hvor fokus nu skulle være på færre og større forretninger med internationalt potentiale. Der blev med andre ord ryddet op i de selskaber NKT hen af vejen havde erhvervet sig ud fra *bedste ejer princippet*. De selskaber, som under NKT ejerskabet, ikke have udsigt til at blive til noget, men som havde værdi for andre, blev solgt fra, mens de tilbageværende virksomheder fik tilført ressourcer og blev udviklet. NKT udøvede under strategioverskriften *Upgrade to Next Level* mange både opkøb og frasalg, hvor en blanding af diversificering, fokusering og ekspansion karakteriserede virksomheden. Blandt andet blev NKT Elektronik, NKT Traadværk, NKT Flexibles og LeXel solgt fra, hvor særligt salget af IT-virksomheden GIGA til 10 milliarder kroner i år 2000 trak overskrifter. Omvendt blev en række virksomheder købt til for at styrke den eksisterende forretning, hvormed NKT historisk har vist hvorledes konglomeratstrukturen og aktivt ejerskab går hånd i hånd (Video: Active Ownership). Af appendix 3 fremgår en fuld liste over NKT's køb og salg af virksomheder.

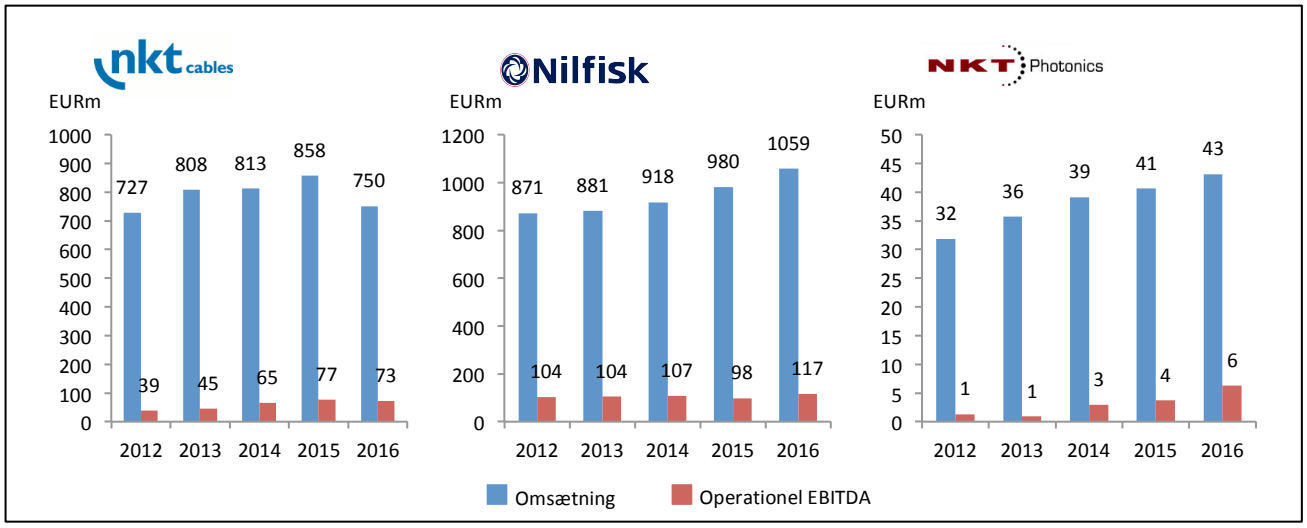
NKT har ud fra de mange køb og salg gennem tiden minimeret antallet af industrier virksomheden er aktiv indenfor, hvilket har bevirket at NKT's konglomeratstatus de senere år er blevet mindre markant. Per 2016

har NKT tre forretningsområder; NKT Cables, Nilfisk og NKT Photonics. Indenfor de senere år har virksomheden i tråd med strategien *Upgrade to Next Level* styrket profilen for hver af de tre med både opkøb og international ekspansion. Nedenfor ses en kort profil på de tre respektive forretningsområder med en kort produktbeskrivelse samt seneste fem års regnskabstal.

Figur 8: Profil for NKT's forretningsområder

Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT hjemmeside

Figur 9: Regnskabstal for NKT's forretningsområder



Omsætning for NKT Cables er baseret på standard metalpriser, operationel EBITDA er justeret for one-offs
Kilde: Egen tilvirkning, Data: NKT & Nilfisk årsrapporter

Som det ses ovenfor er NKT aktiv indenfor tre forskellige industrier i form af kabler, rengøringsudstyr og fiberlasere. Nilfisk er med sine mere end 1mia euro i omsætning langt den største af de tre virksomheder, mens NKT Photonics sammenlignet med de to andre virker relativt lille. Med ovenstående konstruktion vil

det være naturligt at stille det spørgsmål, hvorvidt det giver mening at have samme ejer til tre så forskelligartede forretningsområder. Med forskellige kunder og segmenter synes der ikke umiddelbart på tværs af virksomhederne at være nogle operationelle synergier så som skala i produktionen, krydssalg eller styrkelse af eksisterende markedsandele. Som aktionær og investor kan det samtidigt være svært at gennemskue præcis, hvad det er man investerer i, når man køber aktier i et industrikonglomerat. At udregne potentielle afkast-risiko kombinationer er en kompleks øvelse, når en virksomhed er eksponeret mod flere industrier, der alle domineres af forskellige underliggende faktorer. Baseret på ovenstående kan NKT's virksomhedsstruktur derfor virke som et historisk levn fra tidligere tiders organisatoriske og strategiske strømninger. I det efterfølgende vil netop konglomeratet som virksomhedsstruktur kigges efter i sømmene, hvorved specialets første hypotese vil efterprøves.

5. KONGLOMERATRABAT

Som specialets første, og måske mest åbenlyse, hypotese efterprøves hvorvidt NKT har lidt under en konglomeratrabat. Ovenstående diskussion satte spørgsmålstegn ved hvorvidt konglomeratet som virksomhedsstruktur stadig er relevant og værdiskabende for selskabets aktionærer. Tankegangen er appellerende, idet mange virksomheder de senere år har solgt forretningsenheder fra i ønsket om at fokusere og styre kerneforretningen (BCG, 2014). Flere ledere fra børsnoterede virksomheder har italesat et øget investorpres samt en aktie der handler til underkurs, hvilket mange har valgt at tage konsekvensen af i form af eksempelvis opsplitning eller frasalg. Såfremt NKT historisk har lidt under en konglomeratrabat, vil en del af den værdiskabelse skabt efter 21. september 2016 kunne henføres til netop udmelding om opsplitning. Baseret på dette lyder første hypotese som følger:

Hvorledes kan værdiskabelsen skabt i NKT efter 20. september 2016 henføres til opsplitning af virksomheden og dermed frigivelse af en tidligere konglomeratrabat?

Før der dykkes ned i NKT som casestudie er det vigtig at forstå og kortlægge konglomeratkonstruktionens dynamikker og økonomiske rationale. Dette indebærer en refleksion over de motiver, der ligger bag virksomhedsstrukturen samt en tidsmæssig perspektivering af fænomenet. Dette vil dels belyse NKT's organisatoriske udvikling samt skabe det nødvendige fundament til efterprøvelse af ovenstående hypotese. Nedenstående afsnit vil således diskutere de teoretiske argumenter, der gennem tidens løb har talt for og imod konglomeratstrukturen. I takt med at nye empiriske opdagelser gøres, skyder nye teorier frem. Det vil derfor opleves, at flere at de fremsatte teoretiske argumenter er modstridende, hvorfor markedets vurdering af konglomeratet også gennem tiden har ændret sig. Som afrunding på den teoretiske diskussion

vil en empirisk analyse yderligere undersøge fænomenet. Her vil tidssvarende data teste hvorvidt konglomeratrabatten er til stede på markeder relevante for casevirksomheden.

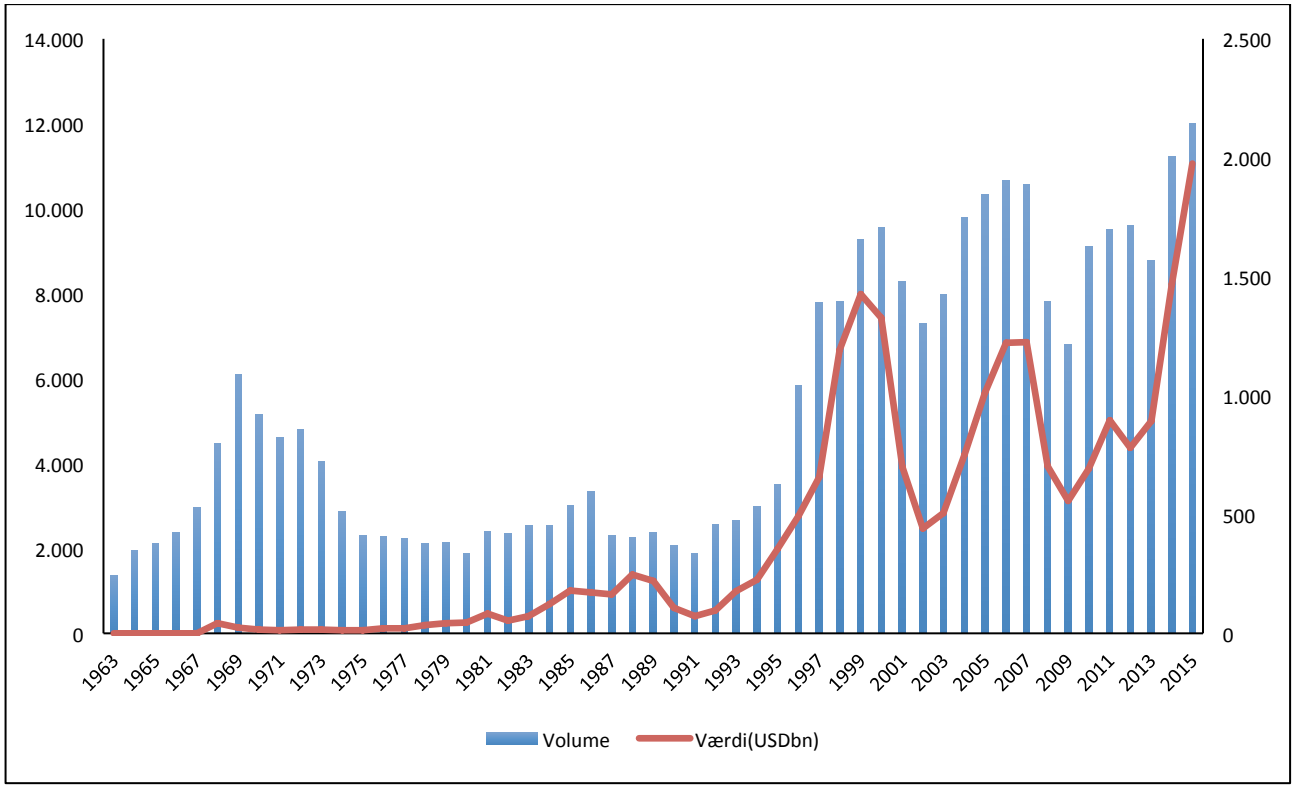
Begrebet konglomeratrabat er indtil nu taget for givet, men centralt for resten af opgaven er at forstå dets indhold. Konglomeratrabat beskriver den situation, hvor markedet værdiansætter et konglomerat til en lavere værdi end den teoretiske sum af de enkeltstående forretninger.

5.1 KONCERN ELLER KONGLOMERAT

Før der dykkes ned i den teoretiske diskussion er det vigtigt at forstå, hvad forskellen mellem en koncern og et konglomerat er. En koncern er en samling af virksomheder bestående af ét moderselskab sammen med dets datterselskaber. For at opnå status som en koncern skal moderselskabet gennem sit ejerskab have kontrol over datterselskabernes økonomiske og driftsmæssige beslutninger (Selskabsloven § 6). Konglomeratbetegnelsen bliver i denne sammenhæng relevant når koncernens virksomheder er meget forskelligartede. I nærværende projekt vil der som udgangspunkt fokuseres på virksomheder der er aktive indenfor forskellige industrier, dog giver blandt andet den empiriske analyse mulighed for en mere bred definition af begrebet.

5.2 DEN HISTORISKE BAGGRUND

Figur 10: Global M&A aktivitet



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

Op gennem 50- og 60'erne indgik mange virksomheder massive diversificeringsprogrammer, hvorfor konglomeratet særligt disse år blev en populær organisationsform. De omfattende diversificeringsstrategier nåede sit højdepunkt i slutningen af 60'erne under en af de såkaldte *merger waves,* se figuren ovenfor. Konglomeratet blev begrundet ud fra flere rationaler, alle gående på forhold den fokuserede virksomhed ikke kunne tilbyde (Matsusaka, 1993). De vigtigste argumenter diskuteres nedenfor, hvor de valgte rationaler, som anført under afgrænsningen, ikke skal forstås som udtømmende. I forhold til at analysere og retfærdiggøre konglomeratets eksistens, synes de mest centrale argumenter at være medtaget.

5.3 RISIKOSPREDNING

Med sin undersøgelse af optimale porteføljesammensætninger beskrev Harry Markowitz i 1952 en central sammenhæng mellem antallet af aktiver i en portefølje og den dertilhørende risiko. Han introducerede idéen at spredning af risiko fordelt på mange aktiver i samme portefølje minimerer variansen for et givent afkast, hvormed han blev stor fortaler for diversificering (Markowitz, 1952). Mange konglomerater, der blev dannet i 60'erne og 70'erne, bygger på netop dette rationale, hvor idéen om en allerede diversificeret portefølje ville være et attraktivt tilbud til potentielle investorer.

Som argumenteret af Coase i 1937 er de transaktionsbaserede omkostningsfordele baseret på intern organisering ikke ubegrænsede, hvorved der findes et optimum for virksomhedens størrelse og form. Virksomhedens grænser bør derfor defineres af det punkt, hvor udgifter til afholdelse af en ekstra transaktion internt i virksomheden er lig omkostningerne ved at udføre den samme transaktion eksternt af andre aktører eller på en offentlig markedsplads (Coase, 1937). Med det i mente er den diversificerede konglomeratstruktur værdiskabende for investor, så længe de interne transaktionsomkostninger ved at drive konglomeratet er mindre end de transaktionsomkostninger, investor måtte påtage sig for at kunne genskabe konglomeratets afkast-risiko profil. Af appendix 4 fremgår sammenhængen mellem antallet af aktiver og den dertilhørende porteføljerisiko.

5.4 INTERNE KAPITALMARKEDER

Når virksomheder benytter sig af interne kapitalmarkeder frem for eksterne, betyder dette, at investeringer finansieres centralt fra virksomhedens egne ressourcer. I en verden med finansielle begrænsninger, hvor kun en delmængde af alle positive NPV-projekter kan udføres, kan det skabe værdi, når virksomheden aktivt omfordeler knappe ressourcer på tværs af projekter. I konglomeratstrukturen kommer dette til udtryk, når overskydende likviditet fra én forretningsenhed bruges til at finansiere projekter i en anden, eller når aktiver fra én forretningsenhed bruges til sikkerhedsstillelse for lån, møntet på projekter, i en

anden forretningsenhed. På den måde bevirker interne kapitalmarkeder en mindre afhængighed af eksterne finansielle markeder og långivere, hvilket giver virksomheden stor økonomisk fleksibilitet. En fordel beskrevet af både Williamson i 1975 og af Donaldsen i 1984 er hvorledes de forskellige potentielle investeringsprojekter, som følge af et internt kapitalmarked, vil konkurrere om virksomhedens knappe ressourcer, og hvordan kun de absolut *og* relativt bedste projekter gennemføres til fordel for virksomhedens værdiskabelse – benævnt *winner-picking* (Williamson, 1975 & Donaldsen, 1984). Såfremt et konglomerat, ud fra dets interne kapitalmarkeder, kun har adgang til en given mængde kapital, vil ledelsen blandt alle potentielle investeringsmuligheder udpege vindere og tabere baseret på fuld information. En sådan udvælgelse har eksterne aktører ikke autoritet til, hvorved konglomeratstrukturen kan sikre at kun de mest hensigtsmæssige og værdiskabende projekter sættes i værk. Ydermere vil agentomkostninger relateret til kontrakter indgået under asymmetrisk information, dvs. med en ekstern part, kunne minimeres. Herved forstås, at finansiering fra interne kapitalmarkeder medfører, at begge kontrahenter ofte er i besiddelse af samme mængde information, hvorved overvågning, kontrol og interessesammenfald ikke på samme måde er en udfordring (Stein, 1997). Det ses derfor hurtigt, hvorledes et konglomerat med perfekte interne kapitalmarkeder kan skabe værdi, såfremt mindst én forretningsenhed har attraktive investeringsmuligheder, men samtidigt finansielt er begrænset.

På trods af de fordele interne kapitalmarkeder tilbyder, kan selvsamme finansieringsstruktur bevirke store økonomiske omkostninger. Stulz argumenterer for en tendens til overinvestering blandt virksomhedsledere, der primært opnår finansiering på baggrund af interne kapitalmarkeder. Idet den tilgængelige likviditet internt i virksomheden kan svinge meget fra år til år, vil ledere her være motiveret til at overinvestere de år, hvor den tilgængelige likviditet er høj, i stedet for at udbetale udbytte til selskabets ejere (Stulz 1990). I tråd hermed kan en manglende disciplineringseffekt fra de eksterne kapitalmarkeder medføre, at negative NPV-projekter iværksættes, hvorved virksomheden vil lide under værdimæssige tab. Jensen argumenterer for, at ledere med uudnyttet gældskapacitet eller overskydende likviditet vil iværksætte uhensigtsmæssige investeringer ud fra en tankegang inspireret af *empire building*. På baggrund af både personlige og økonomiske motiver vil ledere, der finansierer sig fra en virksomheds interne kapitalmarkeder, ofte favorisere vækst på bekostning af værdiskabelse. Jensen pointerer yderligere, at virksomheder, der som følge af diversifikation har adgang til en større mængde kapital, i endnu højere grad vil iværksætte negative NPV-projekter, og at dette værditab er større end når man kigger isoleret på de enkelte forretningsenheder (Jensen, 1986). Meyer, Milgrom og Roberts støtter denne observation ud fra argumentet om krydssubsidiering. Her forstås en situation, hvor dårligt performende segmenter, grundet konglomeratstrukturen, får lov til at dræne ressourcer fra bedre performende segmenter, hvilket får flere

konsekvenser. Først og fremmest bevirker dette, at konglomeratets ressourcer bruges ineffektivt, og at potentielle værdiskabende projekter forbigås. Yderligere vil de bedst performende segmenter ikke opleve samme upside ved overperformance, grundet interne lappeløsninger, hvorved motivation og incitamenter fjernes. Meyer, Milgrom og Roberts viser hermed, hvorledes forretningsenheder, der indgår i et konglomerat, og aktivt deltager i krydssubsidiering, kan have en negativ værdi, hvilket aldrig ville gøre sig gældende såfremt man kiggede på forretningsenheden isoleret (Meyer, Milgrom og Roberts, 1992). Det er hermed tydeligt at argumentet om interne kapitalmarkeder både har fordele og ulemper, hvorfor det er vigtigt at finde ud af, hvilken af de to modsatrettede effekter der er størst.

5.5 KAPITALOMKOSTNINGER

Såfremt man kombinerer to eller flere forretninger med indtjeningsstrømme, der ikke er perfekt korrelerede, må risikoen for misligholdelse af lån nødvendigvis falde. Pengestrømme fra de forskellige forretningsenheder i et konglomerat fungerer som forsikring for virksomhedens samlede låneforpligtelser, hvorved gældskapaciteten stiger og skatteskjoldet optimeres (Lewellen, 1971). Selvom de underliggende aktiver samt selvstændige forretningsrelaterede pengestrømme vil være uændrede, kan værdiskabelsen synliggøres ved at trække på klassisk finansieringsteori i relation til kapitalomkostninger. Hann, Ogneva og Ozbas fortsatte i 2013, hvor Lewellen slap, og argumenterer for, at diversificerede virksomheder i gennemsnit har lavere kapitalomkostninger sammenlignet med fokuserede virksomheder. Den kontroversielle tankegang har længe været, at organisationsform ikke har indflydelse på en virksomheds kapitalomkostninger, idet diversificering kun reducerer den usystematiske risiko. Dette modbevises dog ud fra den påstand, at et konglomerats systematiske risiko, og derved kapitalomkostninger, falder såfremt pengestrømme fra de forskellige forretningsenheder virker modsatrettede. Kontracykliske omkostninger opstået som følge af inefficiente markeder, så som konkurs- og transaktionsomkostninger, reduceres på baggrund af virksomhedens stabilisering af pengestrømme samt ud fra konglomeratets krydsforsikrende natur. Modellen, der understøtter ovenstående, bygger på idéen, at en diversificeret virksomhed producerer to teoretiske pengestrømme, først en fra virksomhederne som selvstændige forretninger og dernæst en fra krydsforsikring forretningsenhederne imellem, i form af besparede markedsomkostninger. Betaværdien, der er et udtryk for den systematiske risiko, er lavere for den anden pengestrøm end for forretningsenhederne isoleret set, hvorved konglomeratets aktivbeta samt kapitalomkostninger reduceres (Hann, Ogneva & Ozbas, 2013). Denne opdagelse vil selvsagt have stor indflydelse på måden vi værdiansætter konglomerater samt NPV projekter relateret hertil. Potentielt kan lavere kapitalomkostninger være en stor værdigenerator for konglomeratet, der kan gøre organisationsstrukturen særlig attraktiv set ud fra et investorperspektiv.

Nedenfor findes forskrifterne for henholdsvis de gennemsnitlige vejede kapitalomkostninger, WACC, og aktionærernes afkastkrav. Det bekræftes her, at en lavere systematisk risiko vil reducere WACC'ens størrelse. Jf. afsnittet omkring værdiansættelse vil en lavere diskonteringsfaktor, i form af WACC'en, give en højere værdiansættelse i en række af de teoretiske kapitalværdibaserede modeller.

$$WACC = \frac{E}{V} * e_r + \frac{D}{V} * r_d * (1 - T)$$

hvor E = Markedsværdi af egenkapitalen
V = Markedsværdien af virksomheden
r_e = Aktionærernes afkastkrav
D = Markedsværdien af den rentebærende nettogæld
r_d = Gældsrenten

$$r_e = r_f + \beta * (r_M - r_f)$$

hvor r_f = Den risikofrie rente
β = Den systematiske risiko
r_M = Markedsafkastet (Hillier, Clacher, Ross, Westerfield & Jordan, 2011)

5.6 OMKOSTNINGSBESPARELSER

Argumentet omkring besparelse af omkostninger bør ikke overses, da mange synergier på baggrund heraf er blevet frigivet. Dette gælder særligt i forhold til support- og støttefunktionerne så som finance, legal, HR og anden administration, der i stedet for at være repræsenteret i alle forretningsenheder er placeret centralt ét sted i organisationen. Dette argument bevirker, at konglomerater bør have en omkostningsmæssig fordel sammenlignet med deres fokuserede konkurrenter. Dog vil mange opleve, at i takt med at virksomhederne vokser, både i størrelse og antallet af forretningsenheder, vil både arbejdsgange og kommunikationskanaler bliver mere komplekse og have flere rapporteringsled. I så fald kan det være svært at frigive de omkostningsmæssige synergier, man initialt havde beregnet, hvormed en afvejning mellem besparelser og kompleksitet er nødvendig.

5.7 OPERATIONELLE FORDELE

En række konglomerater vil historisk også have udøvet opkøb ud fra mere operationelle rationaler, ud over omkostningsbesparelser diskuteret ovenfor. Dette indebærer argumenter som for eksempel stordriftsfordele og øget effektivitet i produktionen, opkøb af markedsandele og forbedret

konkurrencedygtighed, krydssalg og en bredere produktpalette, overtagelse af komplementære kompetencer indenfor blandt andet teknologi og forskning, adgang til knappe ressourcer så som ledelsesmæssig erfaring etc. (Lewellen, 1971). Fælles for disse argumenter er, at de er mest relevante for virksomheder, der er aktive inde for samme industri og på sin vis er sammenlignelige. Jf. afsnit 5.2 arbejdes der for dette projekt primært med konglomerater, der er aktive indenfor flere forskellige industrier. Diskussionen hertil vil gå på, hvornår et foretagende bør betegnes som en koncern henholdsvis et konglomerat. For nærværende analyse vil der, ud fra et fokus på konglomeratstrukturen, primært fokuseres på de finansielle motiver diskuteret ovenfor.

5.8 EMPIRISK UNDERSØGELSE

Ovenstående teorietiske gennemgang viser tydeligt hvorledes konglomeratet som organisationsstruktur både har fordele og ulemper. Som også argumenteret under 60'ernes merger wave tilbyder konglomeratet investor noget, som fokuserede virksomheder ikke kan. Dog bygger mange af de ovenfor teoretiske argumenter på urealistiske antagelser samt *alt andet lige* betragtninger. Virkelighedens markeder påvirkes af mange faktorer, som ikke indlemmes i teoretiske modeller, hvorfor det er relevant empirisk at efterprøve, hvorvidt konglomeratet tilbyder investorerne en præmie eller det modsatte. Flere har gennem tiden empirisk undersøgt konglomeraters performance samt prøvet at teste hvorvidt der eksisterer en konglomeratrabat, hvilket har været med forskellige resultater. Baseret på data fra 60'erne finder Weston og Mansinghka indledningsvis at konglomerater outperformer fokuserede virksomheder på både vækst og indtjening (Weston & Mansinghka, 1971). Tilsvarende finder Weston, Smith og Shrieves ud fra CAPM at konglomerater sammenlignet med mutual funds tilbyder et højere afkast relativt til den systematiske risiko (Weston, Smith & Shrieves, 1972). For en senere periode finder Melicher og Rush ingen performancemæssig forskel mellem diversificerede og fokuserede selskaber (Melicher & Rush, 1973), hvilket også er konklusionen i Joehnk og Nielsens analyse (Joehnk & Nielsen, 1974). Omvendt konkluderer Mason og Goudzwaard, at konglomerater signifikant underperformer på indtjening og værdiskabelse sammenlignet med tilfældigt sammensatte porteføljer (Mason & Goudzwaard, 1976). Både Lang og Stulz samt Berger og Ofek finder på baggrund af data fra 80'erne, at diversificerede virksomheder opnår en signifikant lavere værdiansættelse sammenlignet med fokuserede virksomheder. De viser hvorledes konglomerater handler med en rabat ved at holde virksomhedernes værdi op imod summen af de enkeltstående forretninger (Lang & Stulz, 1994, Berger & Ofek, 1995). Denne konklusion bakkes op af Comment og Jarrell der op igennem 80'erne finder en positiv sammenhæng mellem aktieafkast og virksomhedernes fokusering af kerneforretningen (Comment & Jarrell, 1995).

På baggrund af ovenstående må det sluttes, at mange gennem tiden har prøvet at retfærdiggøre konglomeraters eksistens, evaluere deres performance samt prøvet at forstå markedets dertilhørende værdisætning. Ud fra de empiriske resultater er det tydeligt, at både den valgte tidsperiode, det valgte datasæt og de valgte performancemål har stor betydning for den endelige konklusion. I relation til den ovenfor teoretiske diskussion af argumenter for og imod konglomeratet som organisationsform, synes de empiriske resultater at afspejle udviklingen af teoretiske opdagelser, hvor flere negative aspekter og sammenhænge først er fremført senere. Yderligere viser empirien, at markederne er dynamiske, da synet på konglomerater over tid har ændret sig. Dette kan til dels forklares ud fra markedernes øgede transparens samt større grad af effektivitet i tråd med globalisering og den teknologiske udvikling.

Med dette i mente er det relevant empirisk at efterprøve, hvorvidt konglomeratrabatten ud fra tidssvarende data kan spores. En populær metode, også brugt af Lang og Stulz, til at undersøge dette er Tobin's Q sat i forhold til SIC – *Standard Industry Classification*, antallet af industrier en virksomhed opererer indenfor. Tobin's Q sætter virksomhedens totale markedsværdi overfor aktivernes bogførte værdi ud fra tankegangen, at markedsværdien bør svare til omkostningerne ved at erstatte eller generhverve alle virksomhedens aktiver (Tobin, 1969). At finde en virksomheds sande markedsværdi kan i praksis være en udfordring, særligt hvis datasættet er stort, hvorfor en approksimation fremsat af Chung og Pruitt bruges til formålet. Approksimationen har vist sig at kunne forklare 97% af variationen i det originalt beregnede Tobin's Q (Chung & Pruitt, 1994), hvorved metoden synes at være valid. Den approksimerede teststørrelse fås som nedenfor vist:

$$Q_{Approksimeret} = \frac{MV_E + MV_D + LV_{PS}}{Totale\ Aktiver}$$

hvor MV_E = Markedsværdi af egenkapitalen
MV_D = Markedsværdien af den rentebærende nettogæld
LV_{PS} = Likvidationsværdien af præferenceaktiekapitalen (Chung & Pruitt, 1994)

SIC er et firecifret nummersystem tildelt virksomheder med det formål at kunne identificere disses primære forretning. Nummersystemet blev udviklet i 1937 for at lette indsamling, præsentation og analyse af store datasæt samt for at fremme sammenlignelighed på tværs. Det første tal inddeler virksomhederne i division, dernæst hovedgruppe efterfulgt af industrigruppe og slutteligt industri. Klassificeringen indeholder 11 divisioner, 83 hovedgrupper, 416 industrigrupper og 1005 industrier, hvilket bevirker at jo flere tal man medtager i sin SIC klassificering, jo smallere vil ens industridefinition være (SIC, 2017). For at imødekomme

den bredeste definition af konglomeratet er alle fire numre til analysens formål medtaget. De reneste resultater er forsøgt opnået ved først og fremmest at ekskludere virksomheder der falder under divisionen *finans, forsikring og fast ejendom,* idet denne virksomhedsgruppes performance drives af andre underliggende faktorer. Yderligere er outliers der falder udenfor intervallet $0 < Q < 15$ ekskluderet fra analysen, mens kun virksomheder der opfylder at have en omsætning på mindst 10 USDm samt en markedsværdi på mindst 20 USDm er medtaget. Disse kriterier er valgt for at undgå intetsigende teststørrelser samt for at kunne drage konklusioner baseret på virksomheder af en vis størrelse. Med udgangspunkt taget i case-virksomheden, NKT, undersøges først det nordiske marked bestående af danske, svenske, norske og finske virksomheder. Ud fra et datasæt med 517 virksomheder fås nedenstående resultater, hvor Tobin's Q, i form af analysens middelværdier, sat i forhold til SIC ikke umiddelbart viser en stærk negativ sammenhæng.

Tabel 1: Tobin's Q for Norden

SIC	Middelværdi	Median	Standardafvigelse	N
1	1.94	1.07	2.31	153
2	2.11	1.47	2.17	185
3	2.16	1.25	2.45	103
4+	1.51	1.51	1.16	76
Total				**517**

Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

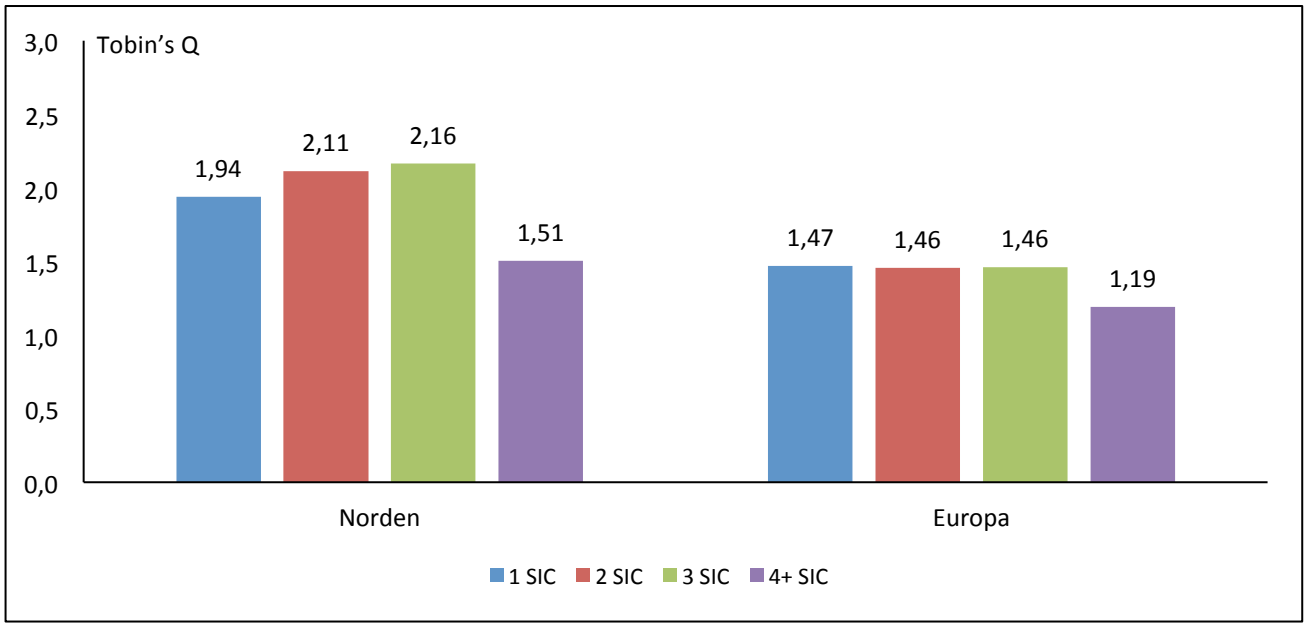
Da ovenstående resultater kan være påvirket af datasættes størrelse, som ikke synes at være tilstrækkelig stort, udvides markedet til at inkludere alle europæiske virksomheder, hvilke selekteres ud fra samme udvælgelseskriterier som før. Denne markedsudvidelse er yderligere relevant, idet forskellige geografiske markeder påvirkes af forskellige faktorer samt kan have en overvægt af virksomheder repræsenteret i enkelte industrier. Nedenfor ses resultatet, når alle europæiske virksomheder medtages i analysen. I tråd med et større datasæt fås en lavere standardafvigelse samt middelværdier og medianer, der er mere centrerede. Igen må en stærk negativ sammenhæng mellem Tobin's Q og antallet af SIC afkræftes.

Tabel 2: Tobin's Q for Europa

SIC	Middelværdi	Median	Standardafvigelse	N
1	1.47	0.96	1.64	1133
2	1.46	0.98	1.49	1292
3	1.46	1.02	1.52	651
4+	1.19	0.91	1.19	450
Total				**3526**

Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

Figur 11: Konglomeratrabat ud fra Tobin's Q



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

Ovenfor ses analysens konklusioner grafisk, hvor det må sluttes, at en klar negativ sammenhæng mellem virksomheders performance, i form af Tobin's Q, og antallet af industrier, en virksomhed er aktiv indenfor, ikke findes på hverken det nordiske eller det europæiske marked. Dette indikerer, at konglomeratrabatten på disse to markeder enten ikke eksisterer eller, på baggrund af de valgte analyseparametre, er svær at spore. Dog ses en klart dårligere performance, når en virksomhed er aktiv indenfor fire industrier eller mere, hvilket alligevel tyder på en negativ sammenhæng, og dermed en eventuel konglomeratrabat. For at teste hvorvidt denne sammenhæng er statistisk signifikant benyttes mindste kvadraters metode, OLS, der ud fra regressionsanalyse finder den bedste rette linje mellem to variable. Mindste kvadraters metode minimerer i forbindelse hermed summen af residualernes kvadrater, målt som den lodrette afstand mellem de enkelte datapunkter og den rette linje (Newbold, Carlson & Thorne, 2013). For nærværende vil Tobin's Q være analysens afhængige variabel mens antallet af SIC vil være analysens uafhængige variabel, hvor den generelle OLS model er givet som:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon_i \qquad (i = 1, \dots, n)$$

På baggrund af datasættet fremkommer følgende estimerede regression:

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_1 + \hat{\varepsilon}_i \qquad (i = 1, \dots, n)$$

hvor $\hat{Y}_i$= OLS forventet værdi for observation *i*

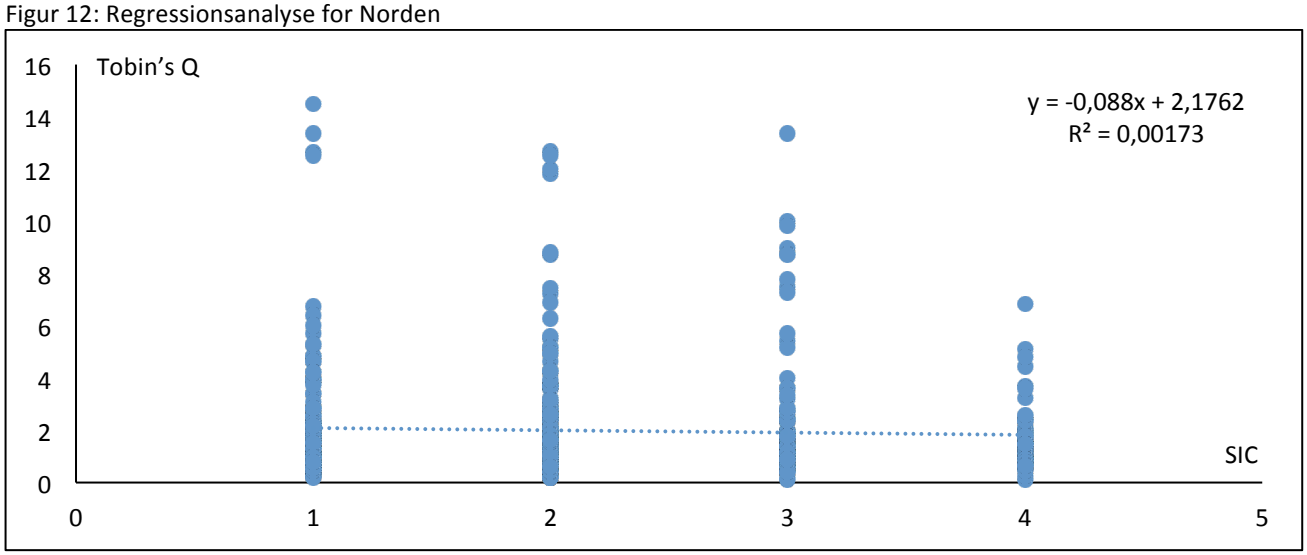
$\hat{\beta}_0$= OLS estimeret intercept

$\hat{\beta}_1$= OLS estimeret hældningskoefficient

$\hat{\varepsilon}_i$= OLS residual for observation *i* (Newbold, Carlson & Thorne, 2013)

For Norden fås nedenstående resultater:

Figur 12: Regressionsanalyse for Norden



Kilde: Egen tilvirkning, *Data: Factset (pr. 01/04-2017)*

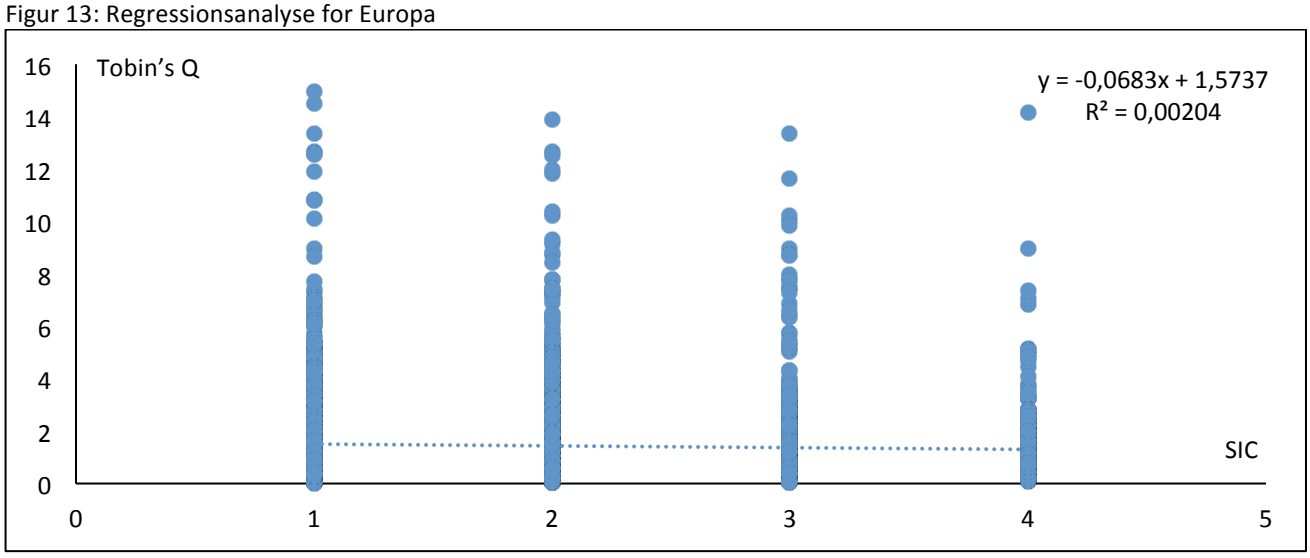
Tabel 3: T-test for Norden

Variabel	Koefficienter	Standardafvigelse	T-Test	P-værdi
Intercept	2.1762	0.2257	9.6406	0.0000
Hældning	-0.0880	0.0932	-0.9443	0.3454

Kilde: Egen tilvirkning, *Data: Factset (pr. 01/04-2017)*

Mens der for Europa fås nedenstående resultater:

Figur 13: Regressionsanalyse for Europa



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

Tabel 4: T-test for Europa

Variabel	Koefficienter	Standardafvigelse	T-Test	P-værdi
Intercept	1.5737	0.0597	26.3702	0.0000
Hældning	-0.0683	0.0255	-2.6808	0.0074

Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

For begge regressionsanalyser findes, i form af en negativ hældningskoefficient, en negativ sammenhæng mellem en virksomheds performance og antallet af industrier, denne opererer indenfor. Dette tyder på en eksistens af konglomeratratbatten på både det nordiske og det europæiske marked. Dog må man være varsom i forhold til at drage forhastede konklusioner, idet forklaringsgraden, R^2, viser en meget lav evne til at kunne forklare variationen i datasættet, under 1%. T-testet og den dertilhørende p-værdi bruges til at finde ud af, hvorvidt den negative sammenhæng mellem de to variable er statistisk signifikant. T-testen efterprøver hypotesen, om en given koefficient er forskellig fra en valgt værdi, i dette tilfælde 0, ud fra nedenstående model:

$H_0 : \hat{\beta} = 0$

$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$

$t = \frac{\hat{\beta} - 0}{\sigma_{\hat{\beta}}}$ (Newbold, Carlson & Thorne, 2013)

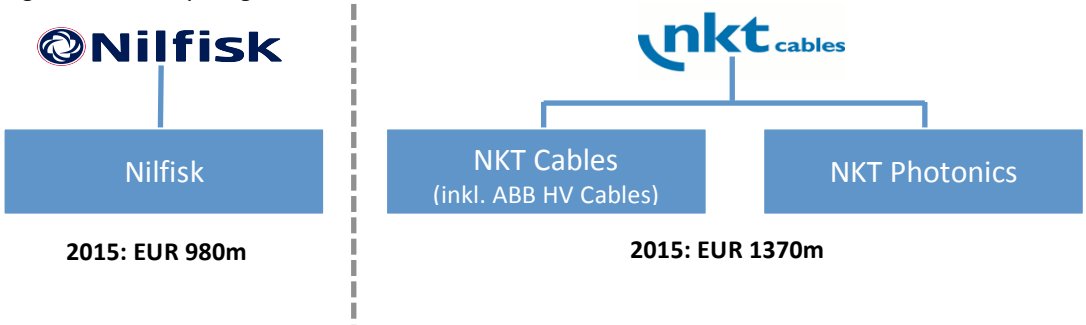
Testens tilhørende p-værdi angiver sandsynligheden for at gøre en observation, der afviger mindst lige så meget fra nulhypotesen som det konkrete resultat. Typisk vælger man et signifikansniveau på 5%, hvor man forkaster nulhypotesen såfremt p-værdien < 0,05, og omvendt accepterer nulhypotesen såfremt p-værdien > 0,05. For det nordiske marked findes en p-værdi på 0,3454, hvormed nulhypotesen må accepteres, og hældningskoefficienten ikke kan siges at være forskellig fra 0. For det europæiske marked derimod findes en p-værdi på 0,0074, hvormed nulhypotesen forkastes, og den negative sammenhæng mellem Tobin's Q og antallet af SIC vurderes til at være statistisk signifikant. Alt i alt må det ud fra ovenstående konkluderes, at konglomeratrabatten baseret på de valgte parametre ikke synes at være fremtrædende eller udvise stærk negativ sammenhæng, hverken på det nordiske eller det europæiske marked. Begge markeder udviser en negativ sammenhæng, dog er den absolutte hældning lav og forklaringsgraden dårlig, hvorved der kan stilles spørgsmålstegn til sammenhængens relevans. Yderligere udviser kun det europæiske marked statistisk signifikans, hvilket både kan forklares ud fra geografiske markedsforskelle men eventuelt også ud fra et statistisk set for lille datasæt for Norden. I forhold til casevirksomheden skaber hverken den teoretiske eller den statistiske analyse et solidt belæg for konglomeratrabattens eksistens. Det synes derfor at være nødvendigt, at dykke ned i de konkrete

omstændigheder for NKT, for at se om disse kan afklare hvorvidt virksomheden historisk har lidt under en konglomeratrabat, hvorved specialets første hypotese i det følgende vil besvares.

5.9 NKT'S NYE ORGANISATIONSSTRUKTUR

D. 21. september 2016 udsendte NKT's ledelse som sagt en bekendtgørelse indeholdende to strategiske tiltag, herunder en opdeling af NKT i to børsnoterede selskaber; NKT Cables og Nilfisk. I bekendtgørelsen fremgår rationalet bag opsplitningen som et ønske om at skabe to førende selvstændige virksomheder, hvorfor opsplitningen og opkøbet går hånd i hånd. NKT Cables vil med opkøbet af ABB's højspændingskabelforretning blive en af de førende strømkabelleverandører i Europa, mens Nilfisk allerede anses for at være en af de førende indenfor professionelt rengøringsudstyr til industrien. Efter transanktionens gennemførelse vil begge virksomheder være selvstændigt levedygtige, hvorefter holdingstrukturen ikke længere synes at være relevant. Med udmelding om opsplitning vil NKT miste sin status som industrielt konglomerat, og organisationen vil herefter se ud som følger:

Figur 14: NKT's nye organisatoriske struktur

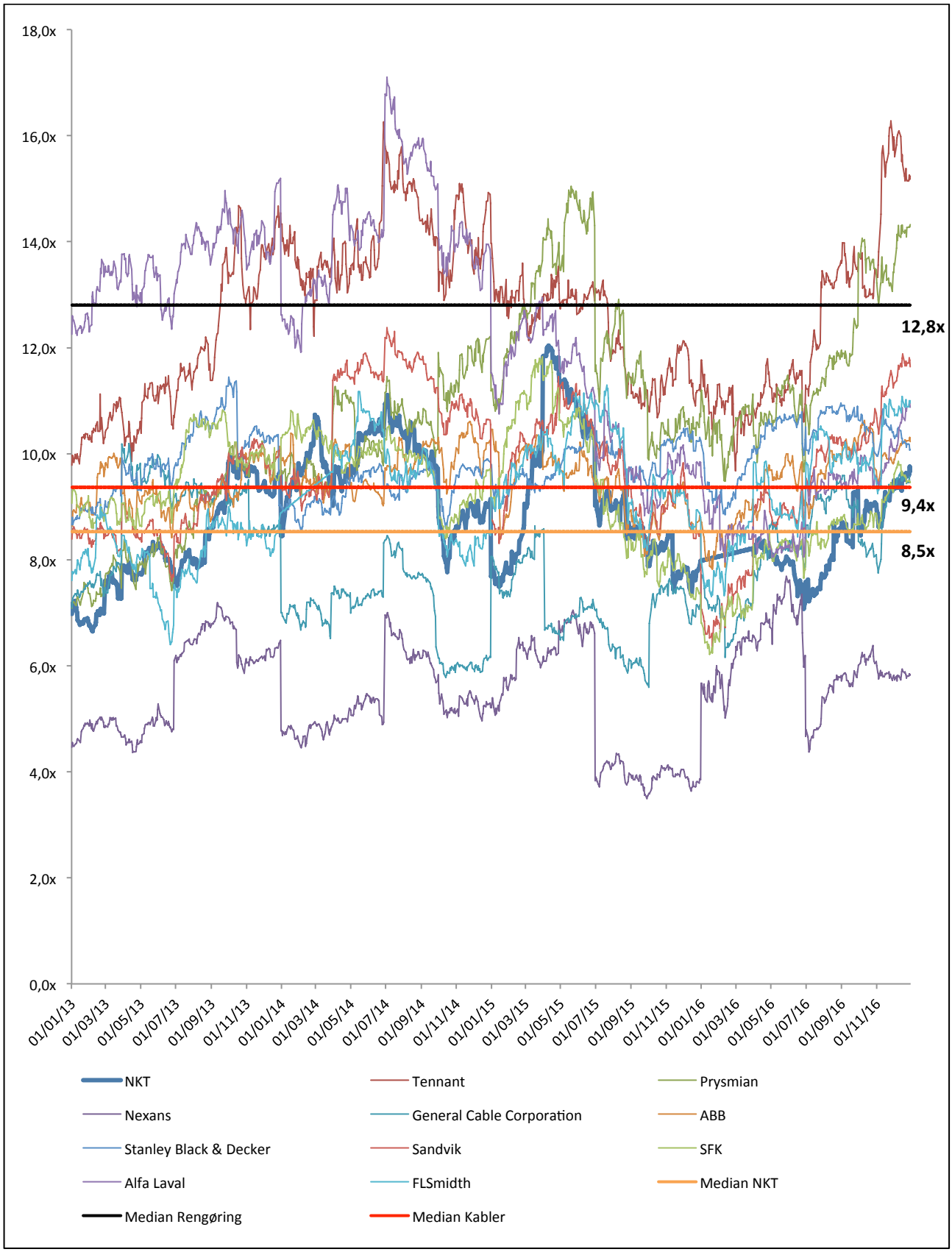


Omsætning for NKT Cables er baseret på standard metalpriser, omsætning for ABB HV Cables er i markedspriser
Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT investormateriale, NKT årsrapporter & ABB årsrapporter

5.10 SUM OF THE PARTS VÆRDIANSÆTTELSE

Den klassiske måde hvorpå man kan beregne om en given virksomhed lider under konglomeratrabat er, som tidligere anført, at beregne den teoretiske værdi af de enkeltstående forretninger og holde summen af disse op imod virksomhedens markedsværdi, *sum of the parts værdiansættelse*. Denne kan tage udgangspunkt i de forskellige tilgængelige metoder vist i figur 3, hvor der for nærværende vil gøres brug af en relativ værdiansættelsesmodel. Denne tilgang er valgt ud fra den markedsvinkel hele opgaven har taget udgangspunkt i, samt ud fra hvad praktikerne gør brug af. Ved at kigge tidligere broker reports igennem og baseret på de afholdte interviews, synes multipler klart at være den mest den brugte metode til at værdiansætte og vurdere NKT som investeringscase. Nedenfor findes selve værdiansættelsen samt et overblik over hvor konkurrenterne handler relativt til NKT.

Figur 15: EV/EBITDA for NKT & konkurrenter



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 26/04-2017) samt broker reports

Figuren ovenfor viser LTM EV/EBITDA multiplen for NKT og nogle af virksomhedens konkurrenter i perioden 01/01-2013 til 31/12-2016. Baseret på konkurrenternes performance over perioden, indtil dagen før annoncering, fremgår yderligere medianen for henholdsvis rengøringsenheden på 12,8x, for kabelenheden på 9,4x og for NKT på 8,5x. Med en omsætning der genereres cirka lige meget fra de to forskellige forretningsenheder, burde NKT handle nogenlunde mellem 9,4x og 12,8x, hvilket med en multipel på 8,5x ikke gør sig gældende. Dette kan bunde i flere forhold, men såfremt de valgte konkurrenter er et relevant benchmark, og dermed kan bruges som sammenligningsgrundlag, kan den tidligere lave multipel tale for, at NKT har handlet til underkurs. Hvis alle primære forretningsrelaterede forhold er ens for de inkluderede virksomheder, må andre forklaringer for denne rabat findes. Her er det oplagt at diskutere, hvorvidt en eventuel konglomeratrabat har haft indflydelse, hvilket delvist bekræftes ud fra en svag stigning i NKTS's multipel efter annoncering af opsplitning. De inkluderede virksomheder er valgt ud fra hvilke NKT selv betegner som konkurrenter (NKT hjemmeside, 2017) samt hvilke virksomheder, der synes at have samme industrielle profil og derved optræder i flere broker reports.

Nærværende analyse baserer sig, som ovenfor nævnt, på en LTM EV/EBITDA multipel. Som det også fremgår af figur 3, findes en række multipler man kan udøve sin værdiansættelse ud fra, hvor EV/ EBITDA er valgt ud fra en række fordele. EBITDA viser hvor meget en virksomhed tjener, men modsat omsætning viser den også virksomhedens omkostningsstruktur og dermed profitabiliteten. Sammenlignet med EBIT påvirkes EBITDA ikke af forskelle i af- og nedskrivninger, hvormed værdiansættelsen ikke lider under forskellige regnskabsmæssige paradigmer og eventuel regnskabsmæssig manipulation. Yderligere er EBITDA god til at sammenligne selskaber med forskellig finansieringsstruktur samt på tværs af landegrænser, da tallet ekskluderer renteomkostninger og landenes skattepolitik (SKAT, 2017). EV/EBITDA kigger på en virksomhed på samme måde, som en potentiel køber ville gøre det, idet tallet tager højde for selskabets gæld, hvilken en mulig køber ville være nødtsaget til at påtage sig. Det tager nøgletallet *price/earnings* eksempelvis ikke højde for, hvorfor EV/EBITDA i højere grad bruges til at finde attraktive opkøbsmuligheder samt er et mere retvisende udtryk for virksomhedens samlede markedsværdi. LTM benævnelsen bevirker at multiplen fås på rullende basis, hvorved tallet er mere dynamisk. I appendix 5 vil en oversigt over EV/omsætning for NKT og selskabets konkurrenter kunne findes. Sammen tendenser som EV/EBITDA bekræftes af figuren, hvor NKT historisk handler til underkurs sammenlignet med de inkluderede virksomheder.

Nedenfor findes en simpel *sum of the parts* værdiansættelse, hvilken er fortaget med udgangspunkt i de ovenfor fundne multipler. Analysen er udført som en separat værdibetragtning af de tre forretningsenheder NKT Cables, Nilfisk og NKT Photonics, hvorefter der er taget højde for selskabets samlede nettogæld. Ud fra Photonics' relative størrelse samt den nye organisatoriske struktur, hvor

virksomheden kommer under NKT Cables' vinger jf. figur 14, er denne værdiansat på baggrund af samme multipel som NKT Cables. Dette synes at være rimeligt ud fra det synspunkt, at de inkluderede virksomheder ikke alle alene producerer kabler, men også har en mere generel industriel producentprofil.

Værdiansættelsen har til formål at genskabe det syn aktionærer, analytikere mv. måtte have på NKT som investeringscase akkurat før opsplitningen og opkøbet blev offentliggjort. Til dette formål er EBITDA 2016 realiserede tal brugt. Disse er fundet i virksomhedens 2016 årsrapport, og er retfærdiggjort ud fra den antagelse, at professionelle investorer og analytikere i september måned allerede havde en god fornemmelse for virksomhedens årsresultater. Multiplerne er beregnet ud fra en valgt konkurrentgruppe som vist på figur 15. Tennant er den eneste virksomhed, der indgår i rengøringsuniverset, mens de resterende konkurrenter indgår i kabeluniverset. Den brugte multipel er beregnet som medianen i perioden 01/01-2013 til 20/09-2016, hvilket synes at være en rimelig periode i forhold til at fastsætte en værdi dagen før annoncering. Multiplen påganges som en faktor på hver af de tre forretningsenheders 2016 resultat, hvormed en estimeret *enterprise value* findes. Disse lægges sammen til en samlet værdi, hvorefter den estimerede nettogæld for hele selskabet trækkes fra. Denne er fundet ud fra aktieanalytikernes konsensusestimater pr. 20/09-2016 (Factset pr. 26/04-2017 & broker reports). Når den estimerede nettogæld er fratrukket den beregnede enterprise value fås en estimeret markedsværdi. NKT's regnskabstal er opgjort i euro, hvor en kurs på 7,45 er brugt til at konvertere tallet til danske kroner. Med 24,2 millioner udestående aktier på dagen fås en teoretisk estimeret kurs på DKK 422. Dette er DKK 50 /+13% over den aktuelle kurs, hvorved analysen argumenterer for at selskabet historisk har handlet til underkurs. På dagen for annoncering ses det hvorledes kursen stiger til DKK 426, og altså når op på det niveau værdiansættelsen indikerer som virksomedens reelle værdi eller *fair value.*

Tabel 5: Sum of the parts værdiansættelse

EURm	EBITDA'16	Multipel	EV'16
Cables	73	9,4x	688
Nilfisk	117	12,8x	1.498
Photonics	6	9,4x	57
Total EV			2.242
Nettogæld (estimeret)			870
Markedsværdi			1.372
Markedsværdi DKKm			10.220
Antal aktier (millioner)			24,2
Aktiekurs (beregnet) DKK			**422**
Aktiekurs (aktuel 20/09-2016) DKK			**372**
Aktiekurs (aktuel 21/09-2016) DKK			**426**

Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 26/04-2017) samt broker reports

At kursen på dagen for annoncering når op på niveauet for den teoretiske værdiansættelse kunne tyde på, at virksomheden historisk ikke har realiseret sit fulde værdimæssige potentiale, og at aktionærerne derved ikke er blevet korrekt kompenseret. Analysen viser, at NKT med udmelding af opkøb og opsplitning formåede at få aktien op på et forventeligt prisniveau, hvormed der naturligvis må stilles spørgsmålstegn til hvilke dele af annoncerings indhold, der realiserede værdien. Det synes ikke at være muligt at finde ud af, hvor stor en del der kan tilskrives opsplitningen, og hvor stor en del der kan tilskrives opkøbet. Alt andet lige vil en del af værdiskabelsen jf. tidligere afsnit kunne tilskrives opsplitningen, hvorved selskabet kan siges at have lidt under en konglomeratrabat i større eller mindre grad.

At udøve sin værdiansættelse på baggrund af en relativ værdiansættelsesmodel er dog underlagt en række svagheder. Blandt andet kritiseres modellerne for at være for simple, at mangle sammenlignelighed på tværs af virksomhederne samt for udelukkende at fokusere på historisk performance, hvoraf fremtidig udvikling og vækst ikke er givet. Da NKT's forretningsenheder opererer indenfor industrier der både er politisk regulerede samt hvor skala i produktionen er af stor betydning, findes ikke mange direkte konkurrenter. De enkelte virksomheder har større indflydelse på multiplens udfald, hvorved valget af de medtagne konkurrenter nødvendigvis påvirker analysen signifikant. Eksempelvis baseres værdiansættelsen af Nilfisk udelukkende ud fra konkurrenten Tennant, hvilket medfører en konklusion, der er særlig sensitiv overfor virksomhedsspecifikke forhold. For at teste hvor robust ovenstående værdiansættelse er, og for at gå lidt mere i dybden med markedsreaktioner generelt, vil det følgende afsnit diskutere anomalier og psykologiske markedskoncepter.

5.11 ANOMALIER

En akties teoretisk korrekte pris beregnes, som tidligere beskrevet, ud fra en tilbagediskontering af alle fremtidige forventede pengestrømme. Markeder drives dog af udbud og efterspørgsel og ikke af teoretiske modeller, hvormed den aktuelle kurs for en virksomhed godt kan være forskellig fra den teoretisk beregnede. Dette virker til at være tilfældet for NKT, idet analytikernes target pris for hele den relevante periode ligger signifikant højere end selskabets aktuelle markedskurs jf. figur 4. Investorer og aktionærer investerer ud fra forskellige tidshorisonter, hvorved en mulig fremtidig opsplitning for nogle kortsigtede investorer ikke er relevant for investeringsbeslutningen. Forskelle i netop investeringshorisonten sammen med manglende analyse kan have været med til at holde aktiens kurs nede. Ikke alle aktionærer og investorer har samme professionelle og analytiske tilgang til aktiehandel som aktieanalytikerne. Flere investerer med hjertet og lader derved deres følelser styre investeringsbeslutningen i stedet for at basere denne på objektive beregninger.

Behavioral finance er et område indenfor finansiering, som netop behandler aktiemarkedets anomalier ud fra psykologibaserede teorier. De fleste konventionelle økonomiske teorier bygger på en forudsætning om, at alle personer der deltager i en given handling opfører sig rationelt. En beslutningsproces vil karakteriseres som rationel såfremt valget skaber størst nytte for beslutningstageren og/eller andre relevante interessenter, giver logisk mening, er baseret på fakta samt træffes uden følelsesmæssig involvering. I lang tid så man de konventionelle økonomiske teorier, som for eksempel CAPM og den efficiente markedshypotese, som passende i forhold til at kunne forklare og forudsige bestemte begivenheder. Men over tid begyndte man at se uregelmæssigheder og markedsadfærd der ikke kunne forklares ud fra den kendte litteratur. Akademikere så det derfor nødvendigt at kigge på kognitiv psykologi, for at få et bedre indblik i folks til tider irrationelle og uforudsigelige adfærd. De to psykologer Daniel Kahneman og Amos Tversky anses som opfindere og pionere på området. Sammen med Richard Thaler har de udviklet en lang række psykologiske koncepter, der hjælper med at forklare markedsmæssige anomalier samt hvordan afvigende og uforudsigelig adfærd alligevel giver mening (Invested, 2016). Behavioral finance har de senere år vundet mere momentum, hvor koncepter som *winners curse, tabsaversion, anchoring, gambler's fallacy, prospect theory* etc. flittigt er blevet brugt til at forklare uventede begivenheder og adfærd. Særligt relevant for casevirksomheden er bekræftelsesbias, lemmingeeffekten og overreaktion.

Bekræftelsesbias (Hillier m.fl., 2011) vedrører den ubevidste informationsselektion mange investorer ofte udøver. Før rigtigt at stifte bekendtskab med nogen eller noget, vil mange have en forudbestemt holdning. Et førstehåndsindtryk kan efterfølgende være svært at ryste af sig, idet mennesker selektivt filtrerer og fokuserer på den information, der understøtter deres oprindelige mening, og dernæst ignorerer resten. I forhold til investeringer kigger investor efter information, der understøtter vedkommendes forudbestemte holdning i stedet for at medtage information, der modsiger denne. Som resultat heraf kan investor indgå i fejlagtige investeringsbeslutninger grundet et forvrænget billede af virksomheden og dets industri.

Lemmingeeffekten (Hillier m.fl., 2011) beskriver hvordan mennesker tenderer til at efterligne større gruppers adfærd forklaret ud fra antropologien, hvor mennesker som sociale væsner har stor trang til at blive accepteret af deres tilhørsgruppe. Effekten får først betydning, når vedkommende indgår i en given handling, som han eller hun isoleret set ikke havde gjort. Dette kan forklares ud fra et omkringliggende gruppepres, hvor sandsynligheden for at en stor gruppe tager fejl, som regel er lille. Som investor kommer dette til udtryk, når flere investorer følger hinanden ind i samme investering uden selv at have foretaget nogen analyse. Som udgangspunkt er dette ikke en særlig rentabel investeringsstrategi, da man som investor hele tiden må købe og sælge instrumenter for at følge med i de nyeste og hotteste

investeringstrends. Dette medfører en lang række transaktionsomkostninger, der potentielt kan æde en forventet profit. Yderligere er det svært at vurdere hvornår det investeringsmæssigt er for sent at hoppe med på bølgen, idet lemmingeeffekten ofte er blevet brugt som forklaring af markedsoverophedninger, hvor mange investorer har tabt store summer penge.

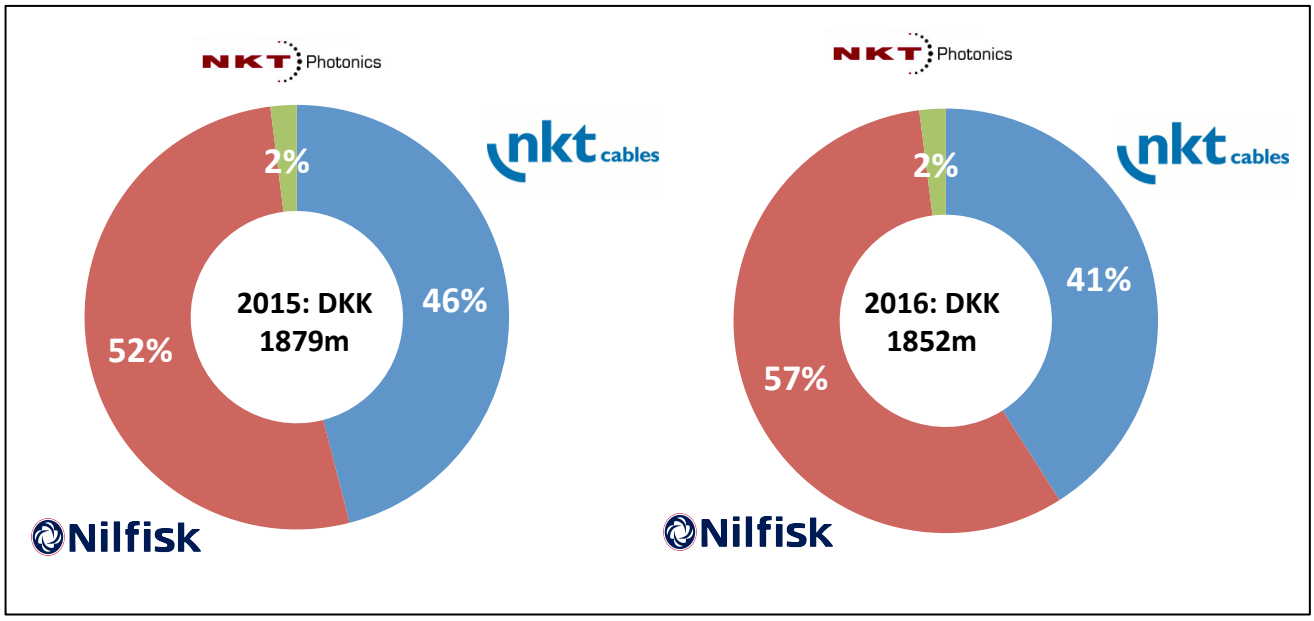
Overreaktion i investeringsøjemed (Hillier m.fl., 2011) beskriver en af de typiske konsekvenser ved at være følelsesmæssigt involveret, når man investerer. Overreaktionen kommer til udtryk, når investorer gennem køb og salg af aktier overreagerer på ny information. Jf. afsnit 3.3 siger den efficiente markedshypotese, at ny information øjeblikkeligt vil reflekteres i en virksomheds aktiekurs, eksempelvis at gode nyheder får kursen til at stige med det samme. Dog synes markedsdeltagere i virkeligheden ofte at overreagere på ny frigivet information, hvilket skaber store udsving i kursen. Denne volatilitetsmekanisme viser sig ikke at være en permanent trend, men nærmere en justeringsfase mellem forskellige ligevægte. I 1985 undersøgte De Bondt og Thaler dette fænomen på baggrund af afkast fra NYSE over en treårig periode. De sammensatte de 35 bedst performende aktier i en såkaldt *vinderportefølje* og de 35 dårligst performende aktier i en *taberportefølje.* Afkastet fra de to porteføljer blev sammenlignet med markedsafkastet, hvor det til økonomernes overraskelse fremgik at taberporteføljen overgik markedsafkastet, mens vinderporteføljen mistede momentum og underperformede. Forklaring bag denne udvikling findes i netop overreaktion på ny information, hvor investorer reagerede for negativt på dårlige nyheder relateret til taberporteføljen, hvilket pressede kursen for hurtigt ned og omvendt for positivt på gode nyheder relateret til vinderporteføljen, hvilket pressede kursen for hurtigt op. Efterfølgende måtte de indse, at deres pessimisme henholdsvis optimisme ikke var berettiget, hvormed kursen søgte tilbage (De Bondt & Thaler, 1985). Nærværende undersøgelse modsiger samtidigt den efficiente markedshypotese fremsat af Fama, idet markederne ikke priser ny information ind med det samme, men derimod over tid tilpasser sig den.

Baseret på ovenstående må det være relevant at reflektere over, hvorvidt NKT kan være påvirket af koncepter indenfor behavioral finance. Både bekræftelsesbias, lemmingeeffekten og overreaktion beskriver hvorledes, markedsaktører modtager og medregner ny information i deres værdiansættelse af en given virksomhed. Samtidigt giver alle koncepterne mulige forklaringer på, hvorfor virksomheden efter annonceringen af opkøb og opsplitning ikke oplever et decideret niveauskifte af aktiekurven, men derimod en kontinuerlig stigning i den efterfølgende periode jf. figur 4. Idet NKT har været et industrikonglomerat i mange årtier, kan forståelsen af NKT som fokuseret virksomhed være svær for markedet at indprise fra den ene dag til den anden. Som investor filtrerer man selektivt information der understøtter ens forudbestemte holdning, hvorved den nye organisering af NKT prismæssigt kan havet taget tid for markedet at tilpasse sig.

Lemmingeeffekten og overreaktion beskriver begge situationer, hvor markedsdeltagerne har ladet sig rive med og fulgt flertallet ind i en bestemt investeringsstrategi. Efter noget tid må investorerne nødvendigvis spørge sig selv, om den aktuelle aktiekurs afspejler virksomhedens *fair value,* eller om denne synes at være overvurderet. Med en faldende aktiekurs for NKT de sidste ca. halvanden måned af den analyserede periode, kunne disse to psykologiske koncepter potentielt have påvirket kursens udvikling. Dette stiller for det første spørgsmålstegn til, hvorvidt NKT reelt har skabt værdi for dets ejere gennem opkøb og opsplitning, eller om stigningen i aktiekursen blot er et udtryk for psykologiske koncepter. For det andet, hvorvidt denne værdiskabelse er langsigtet eller i stedet skal ses forstås som en prisjustering mellem forskellige ligevægte. Ud fra aktieanalytikernes target pris, der for hele den analyserede periode ligger højere end selskabets markedskurs jf. figur 4, synes værdiskabelsen at være reel. Men med en stigning på 37% er det nødvendigt, at gøre sig overvejelser omkring de bagvedliggende faktorer, samt stille sig kritisk overfor markedsdeltagernes eventuelle motiver og syn på virksomheden som investeringscase.

5.12 NKT & KONGLOMERATRABAT

Figur 16: Omsætningssplit for NKT



Omsætning for NKT Cables er baseret på standard metalpriser
Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT & Nilfisk årsrapporter

Ingen af de ovenstående analyser indikerer klart at NKT historisk har lidt under en konglomeratrabat. Dette stemmer overens med de resultater den empiriske undersøgelse gav, hvor ingen af de analyserede markeder udviste en stærk negativ sammenhæng mellem virksomhedsperformance og antallet af industrier, denne er aktiv indenfor. Først når antallet af aktive industrier er fire eller mere kunne en negativ

sammenhæng mellem de undersøgte variable findes, hvormed konglomeratrabatten først synes at slå igennem når selskabet i høj grad er diversificeret. Idet NKT kun er aktiv indenfor tre industrier, omsætningsmæssigt næsten kun to – se figur 16 ovenfor, bør NKT ifølge dataen ikke lide under en konglomeratrabat. Interview med aktieanalytikere samt et kig i deres tilhørende broker reports afslører, at de fleste af dem ikke bruger en rabat i deres værdiansættelse af aktien. Dette argumenterer de ud fra manglende kompleksitet i NKT's organisatoriske setup, som følge af for få aktive industrier, samt ændringer i ledelsen i 2013, der blev opfattet som indikation på en fremtidig opsplitning.

Baseret på alle ovenstående afsnit må det på specialets første hypotese konkluderes, at værdiskabelsen skabt efter 21. september 2016 ikke med sikkerhed kan henføres til udmelding om opsplitning og dermed frigivelse af en tidligere konglomeratrabat. At NKT handler på en lavere multipel end sammenlignelige konkurrenter påviser ikke alene en eventuelt konglomeratrabat. Dette kan bunde i andre forretningsspecifikke forhold så som kvaliteten og profitabiliteten af de projekter den specifikke virksomhed indgår i eller forskelle i for eksempel kundesegmenter og produktmiks. Heller ikke det faktum at aktieanalytikernes target pris for perioden før opsplitningen lå signifikant højere end virksomhedens aktuelle markedskurs, og for perioden efter opsplitningen kun lå en smule højere påviser, at selskabet har lidt under en konglomeratrabat. De fleste analytikere havde forventet en opsplitning ud fra blandt andet tidligere skift i ledelsen. De havde derfor i deres investeringscase medregnet en opsplitning af forretningen, hvorved de i deres target pris ikke lod NKT handle med en rabat. Da aktieanalytikerne ikke er selskabets primære interessenter, men derimod sekundære jf. figur 7, er det ikke dem som driver NKT's aktiekurs direkte. I sidste ende baserer virksomhedens værdi sig på de almene markedskræfter, hvorved teori og virkelighed ikke altid mødes. Ud fra de tidligere diskuterede rationaler for og imod konglomeratet, bør markedet dog alt andet lige reagere positivt på en annoncering af opsplitning, blandt andet argumenteret ud fra risikomæssig transparens i aktionærernes investering. Det kan ikke udelukkes at markedsanomalier og psykologiske koncepter kan have haft en betydning i forhold til NKT's aktiekursstigning, dog peger flere forhold på en reel værdiskabelse. Ovenstående analyse vedrørende opsplitning og en dertilhørende konglomeratrabat vil ud fra annonceringens indhold ikke kunne ses isoleret, hvorfor det er svært at svare på, hvorvidt markedets umiddelbare efterfølgende reaktion skyldes opsplitningen eller opkøbet. En eventuel rabat og dertilhørende værdiskabelse er af samme grund svær at kvantificere, men hypotesen om dens eksistens bakkes op af de interviewede analytikere. Noget af den værdiskabelse NKT's aktionærer oplevede efter annoncering vil derfor sandsynligt kunne henføres til opsplitningen, dog siger analysen ikke noget om hvor stor en andel. Dette fordrer yderligere analyse på området værdiskabelse, og ud fra analytikerens fokus på ledelse og governance, vil det være oplagt at dykke yderligere ned i det.

6. CORPORATE GOVERNANCE

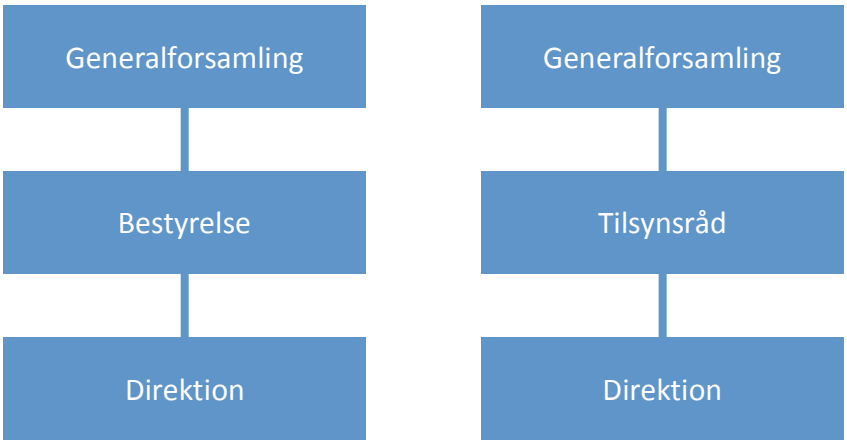
6.1 HVAD ER CORPORATE GOVERNANCE

Corporate governance eller god selskabsledelse er de senere år blomstret op som en stor selvstændig disciplin indenfor erhvervsøkonomien. Denne har til formål at understøtte ansvarlig og værdiskabende ledelse, samt bidrage til selskabers langsigtede succes og konkurrencedygtighed. Grundlæggende vedrører emnet de systemer af regler, praksisser og processer, som et selskab er styret og kontrolleret efter. Det handler om at italesætte god opførsel og sikre tillid til selskaberne ud fra rettidig og dybdegående informationsformidling. Dette vil blandt andet opnås ved at åbne selskaberne op og skabe transparens omkring forretningen, dens eksponering, risici og potentiale, hvilket i sidste ende gør virksomheden mere attraktiv som investeringscase. Såfremt den gode selskabsledelse kan omdannes til økonomisk værdiskabelse, vil selskaberne få lettere adgang til kapital, hvorved finansielle omkostninger reduceres (God selskabsledelse, 2014). Der er derfor mange argumenter for at virksomhederne bør prioritere corporate governance. Ud fra aktieselskabers adskillelse mellem ejerskab og kontrol behandler god seleskabsledelse ydermere problematikker relateret til de klassiske principal/agent principper og reducering af dertilhørende agentomkostninger, samt diskuterer hvordan virksomheden kan balancere interesser fra selskabets mange interessenter jf. figur 7. I de senere år har man på området oplevet et paradigmeskift, fra før udelukkende at fokusere på virksomhedens ejere, til nu i højere grad at afveje og inkorporere alle interessenter i virksomhedens handlinger og strategi. Den gode selskabsledelse bærer derfor præg af at befinde sig i et komplekst netværk af relationer, hvor virksomheden, modsat tidligere, udøver ledelse i samspil med interessenterne (Sandstrøm, 2014).

I 2001 udsendte Nørby-udvalget, ledet af Lars Nørby Johansen, den første danske rapport om corporate governance, indeholdende en række anbefalinger til børsnoterede selskaber. Denne er siden hen blevet revideret, senest i 2014, hvilken for mange virksomheder fungerer som manuel i forhold til god selskabsledelse i komplicerede og uvante situationer. Anbefalingerne betegnes som såkaldt *soft law*, og beskriver en *best practice* ud fra et *følg-eller-forklar-princip*. Almindelig regulering vil som udgangspunkt beskrive en minimumsstandard eller opridse rammebetingelserne for selskabers handlinger, hvor soft law modsat er kendetegnet ved frivillighed og fleksibilitet (Corporate governance, 2017). Dette udgangspunkt er nødvendigt, da alle selskaber er forskellige, og derfor alle har forskellige udfordringer. Tilrettelæggelsen af god selskabsledelse bærer af samme grund præg af virksomhedsspecifikke omstændigheder, der varierer fra selskab til selskab. For NKT synes særligt ledelsesforhold at have haft betydning for virksomhedens udseende, strategi og værdiskabelse. Derfor vil der i det følgende dykkes ned i ledelsens sammensætning og skift, særligt i perioden før annoncering af opkøb og opsplitning.

6.2 LEDELSESMODELLER

Figur 17: Danske ledelsesmodeller



Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: Slides fra kurset corporate governance på CBS ved Caspar Rose

I Europa er der, ud fra forskellig lovgivning, forskel på de ledelsesmodeller selskaberne bliver ledt under. Som udgangspunkt skelnes der mellem den en-strengede og to-strengede model, hvor ledelsen foruden generalforsamlingen er delt op i henholdsvis et eller to organer. Som det er vist på figuren ovenfor, vil ledelsen af danske aktieselskaber gøres ud fra en af de to modeller. Selskaberne skal selv tage stilling til, hvorvidt de ønsker at benytte sig af et tilsynsråd eller en bestyrelse, fælles for de to strukturer er, at den daglige ledelse ligger hos direktionen. Vælger man at benytte sig af en bestyrelse, varetager denne den overordnede og strategiske ledelse samt fører tilsyn med direktionen. Omvendt fører tilsynsrådet alene tilsyn med direktionen, hvorved direktionen varetager hele ledelsesfunktionen, herunder også den overordnede og strategiske ledelse, såfremt man vælger en model med tilsynsråd (God selskabsledelse, 2014). Nedenfor ses en figur, hvor der for de to modeller vises, hvordan selskabets øverste og centrale ledelsesorgan defineres:

Figur 18: Danske ledelsesfunktioner

Det øverste ledelsesorgan:

- Bestyrelsen i selskaber, der har en direktion og en bestyrelse
- Tilsynsrådet i selskaber, der har en direktion og et tilsynsråd

Det centrale ledelsesorgan:

- Bestyrelsen i selskaber, der har en direktion og en bestyrelse
- Direktionen i selskaber, der har en direktion og et tilsynsråd

Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: Selskabsloven § 111

De fleste danske aktieselskaber vælger dog den første ledelsesmodel, hvor bestyrelsen varetager og påser den overordnede og strategiske ledelse. Dette betegnes også som den nordiske ledelsesmodel eller for et semi-tostrenget system. Modsat den rene tostrengede model, hvor der eksisterer en såkaldt *kinesisk mur* mellem de to ledelsesorganer, kan op imod halvdelen af bestyrelsespladserne besættes af direktionsmedlemmer under dansk lovgivning (Den Store Danske, 2017). Dette har blandt andet til formål at få bestyrelsen og de ledelsesmæssige beslutningsprocesser tættere på virksomhedes drift.

Casevirksomheden NKT har også valgt at benytte sig af en ledelsesmodel bestående af en bestyrelse og en direktion. Kigger man på NKT's historie jf. afsnit 4 og analyserer de omstændigheder, der ligger bag både den omfattende diversificeringsstrategi og den nuværende fokusering af virksomheden, synes governance og særligt ledelsens sammensætning at have haft stor betydning. På baggrund af dette samt analytikernes udtalelser vedrørende ledelsesskift og ændring af governancemodel, omhandler specialets anden hypotese ledelse. Denne findes nedenfor:

Hvilken betydning har ledelsesskift og ændringer i governancestrukturen i perioden før 20. september 2016 haft på værdiskabelsen skabt efter annoncering af opkøb og opsplitning?

6.3 NKT'S HISTORISKE GOVERNANCESTRUKTUR

Figur 19: NKT's administrerende direktører

Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT hjemmeside

Historisk har NKT haft en ledelsesstruktur delt i en overordnet ledelse for holdingselskabet samt en separat ledelse for hver af de inkluderede forretningsområder. Som et konglomerat har ledelsen i holdingselskabet

været NKT's primære ledelsesorgan, hvilket netop overfor omverden har fungeret som ydre symbol på den valgte organisatoriske struktur. Når investorer og aktionærerne har skullet tage stilling til NKT som investeringscase, har de jf. konglomeratstrukturen særligt fokuseret på udmeldinger og handlinger fra holdingselskabets ledelse. Ovenfor ses holdingselskabets administrerende direktører for de sidste mere end 40 år. Disse har på hver deres måde, i samspil med bestyrelsen, haft betydning for den organisatoriske rejse NKT har været på, samt influeret hvordan kulturen og virksomhedens DNA internt de sidste årtier har udviklet sig.

I 2013 fik NKT ny governancestruktur, hvormed set-uppet af det primære ledelsesorgan ændredes markant. Efter at have siddet på posten siden 1990 blev bestyrelsesformand Christian Kjær afskediget og Jens Due Olsen, tidligere næstformand for bestyrelsen, blev valgt i stedet. Yderligere blev det i august 2013 besluttet at NKT fremadrettet skulle operere ud fra en ny ledelsesmodel, hvor NKT's bestyrelse i fremtiden ville drive NKT's eksisterende tre forretningsområder som uafhængige enheder uden en koncernledelse som mellemled. Dette bevirkede, at Thomas Hofman-Bang som administrerende direktør og Søren Isaksen som vicedirektør blev afskediget. Den nye organisatoriske struktur blev begrundet ud fra bestyrelses ønske om at komme tættere på driften samt et behov for øget transparens i forhold de enkelte forretningsområders strategiske prioriteringer (NKT Q2 2013).

6.4 NKT'S NUVÆRENDE LEDELSE

Ud fra opgavens store fokus på ledelse og NKT's værdiskabelse, der er centreret omkring direktionens og bestyrelsens personligheder, ses nedenfor en kort profil på ledelsens medlemmer efter den nye organisatoriske form.

Figur 20: NKT's nuværende ledelse

Michael Hedegaard Lyng (født 1969)
CEO NKT Cables

EMBA (IMD)
MSc. Forretningsadministration & Regnskab

Karriere i NKT:
2014: CEO NKT Cables
2008: Medlem af bestyrelsen
2007: CFO NKT

Andre ledelseshverv:
Burmeister & Wain Scandinavian Contractor
Investeringsselskabet Luxor

Tidligere erfaring:
2001-2007 Brødrene Hartmann A/S, CFO
1998-2001 Niro A/S, Group Finance Manager
1995-1998 Ernst & Young, Accountant

Jens Due Olsen (født 1963)
Bestyrelsesformand

Cand.Polit.

Karriere i NKT:
2013: Bestyrelsesformand
2006: Medlem af bestyrelsen

Andre bestyrelsesposter:
Bladt Industries, bestyrelsesformand
Børnebasketfonden, bestyrelsesformand
Heptagon Advanced Micro Optics Inc.
Cryptomathic
Gyldendal
Royal Unibrew
KMD
Auris Luxembourg III S.A.

Réne Svendsen-Tune
(født 1955)
CEO GN Store Nord
& GN Audio

Akademiingeniør
Bestyrelsesmedlem fra 2016
Næstformand

Anders Runevad
(født 1960)
CEO Vestas Wind Systems

Civilingeniør
Bestyrelsesmedlem fra 2016

Bestyrelsesposter:
Generaldirektoratet for Dansk Industri
MHI Vestas Offshore Wind (Næstformand)

Jens Maaløe
(født 1955)
President & CEO Terma

PhD.
Civilingeniør
Bestyrelsesmedlem fra 2004

Bestyrelsesposter:
Grundfos Holding
Poul Due Jensens Fond

Lars Sandahl Sørensen
(født 1963)
Group Director & COO SAS

MSc. International økonomi
Bestyrelsesmedlem fra 2003

Bestyrelsesposter:
Generaldirektoratet for Dansk Industri
SEDK (Næstformand)
Wexøe Holding
Industriens Fond
VEGA

Niels-Henrik Dreesen
(født 1957)
Produktionsteknisk chef
NKT Cables

LEAN navigator
Bestyrelsesmedlem fra 2012
Medarbejderrepræsentant

René Engel Kristiansen
(født 1968)
Produktlinje Chef
NKT Photonics

Civilingeniør
Bestyrelsesmedlem fra 2014
Medarbejderrepræsentant

Gitte Toft Nielsen
(født 1964)
Økonomiassistent Nilfsk

Bestyrelsesmedlem fra 2014
Medarbejderrepræsentant

Jutta af Rosenborg
(født 1958)
Statsautoriseret Revisor

Cand.Merc.Aud.
Bestyrelsesmedlem fra 2015

Bestyrelsesposter:
Aberdeen Asset Management
JPMorgan European Investment Trust
PGA European Tour
Det Danske Klasselotteri (Bestyrelsesformand)

Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT hjemmeside & NKT Bestyrelsesoversigt, 2017

Som ovenfor vist ses NKT's nuværende bestyrelse samt den administrerende direktør for det forsættende selskab, NKT Cables. Det fremgår, at bestyrelsen består af 6 generalforsamlingsvalgte medlemmer og 3 medarbejdervalgte repræsentanter som følge af retningslinjerne i selskabslovens § 140. Bestyrelsen har en overvægt af mandlige direktionsmedlemmer, med en ingeniørteknisk baggrund, placeret i andre danske industrielle virksomheder.

Indenfor disciplinen corporate governance er der lavet mange studier på forholdet mellem bestyrelsens sammensætning og virksomhedens performance. Debatten fokuserer i høj grad på bestyrelsesdiversitet, og hvorvidt et selskabs bestyrelse skal afspejle virksomhedens interessenter eller i højere grad være i overensstemmelse med samfundet generelt. Bestyrelsens sammensætning er af stor vigtighed grundet aktieselskabets adskillelse mellem ejerskab og kontrol, og de agentrelaterede problematikker denne struktur medfører. Målet indenfor corporate governance er blandt andet at skabe interessesammenfald mellem selskabets ledelse og selskabets ejere. Her er bestyrelsen klart den vigtigste interne kontrolanordning, da denne har til opgave at ansætte og kontrollere direktionen (Rose, 2007 I).

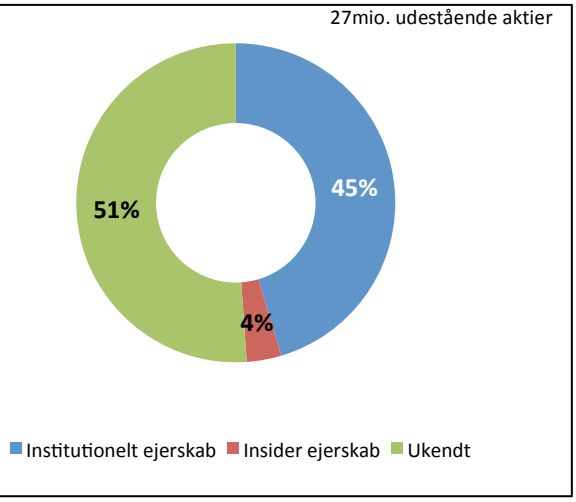
Carver begrunder diversitet i bestyrelsen ud fra begrebet ejerskab og moralske forpligtelser qua ledelsens forvaltningsrolle. I tråd med den generelle udvikling indenfor corporate governance, hævder han, at bestyrelsens rolle ikke kun er begrænset til at maksimere aktionærværdien, men at denne er udvidet til at dække en bredere loyalitetspligt overfor selskabets andre interessenter (Carver, 2002). Et endnu bredere synspunkt end ovenstående argumenterer for, at virksomheder som andre organisationer bør afspejle samfundet som helhed ud fra den kendsgerning, at virksomheder er vigtige institutioner, der med deres aktiviteter direkte påvirker mange forskellige persongrupper (Rose, 2007 I). Indenfor corporate governance findes ikke én universel definition af bestyrelsesdiversitet, men Van der Walt og Ingley definerer begrebet

som sammensætningen af de attributter, karakteristika, egenskaber og erfaring som de enkelte medlemmer bidrager med i forhold til bestyrelsens processer og den specifikke virksomhed. Blandt andet kan diversiteten søges målt ud fra alder, køn, etnicitet, kultur, religion, tekniske færdigheder, karriere og personlig livserfaring (Van der Walt & Ingley, 2003).

Ud fra ressourceafhængighedsperspektivet er bestyrelsen det vigtigste led mellem organisationen og de eksterne nøgleressourcer, der er nødvendige for at maksimere virksomhedens performance. Større diversitet i bestyrelsen giver alt andet lige selskabet et bredere netværk og lettere adgang til eksterne ressourcer, hvormed performance burde forbedres. Yderlige bevirker øget diversitet i bestyrelsen, at komplekse problemstillinger og vigtige strategiske agendaer bliver belyst ud fra forskellige vinkler, hvilket i sidste ende nuancerer bestyrelsens løsningsmodeller. Empirien på området er dog ikke entydig. Dalton og Daily finder på baggrund af et stort metastudie med data fra 85 tidligere studier ingen systematisk sammenhæng mellem hverken valg af ledelsesmodel eller sammensætningen i bestyrelsen og virksomhedsperformance (Dalton & Daily, 1998). Dog beskriver Biggins hvorledes bestyrelsesdiversitet kan forbedre aktionærernes afkast (Biggins, 1999), mens Singh, Vinnicombe og Johnson samt Bilimoria og Wheeler finder, at nogle større investorer, så som pensionskasser, foretrækker at investere i virksomheder, der i deres bestyrelser kan påvise diversitet. En række institutionelle investorer er endda ud fra en række på forhånd opstillede investeringskriterier begrænset til kun at investerer i virksomheder, der agerer ud fra en bestemt type corporate governance, eksempelvis diversitet i bestyrelsen (Singh, Vinnicombe & Johnson, 2001; Bilimoria & Wheeler, 2000). Afhængigt af strukturen i ejerskabet, kan denne sammenhæng have stor betydning. Nedenfor findes NKT's nuværende ejerskab.

Figur 21: NKT's nuværende ejerskab

	Top 10 Investorer	% af udestående aktier
1	ATP Fondsmæglerselskab	5,6%
2	Kirkbi	5,0%
3	European Value Partners	3,6%
4	Danske Bank Investment Management	3,3%
5	Nordea Investment Management	2,5%
6	Norges Bank Investment Management	2,4%
7	Dimensional Fund Advisors	2,2%
8	Oddo Meriten Asset Management	2,1%
9	The Vanguard Group	2,0%
10	Handelsbanken Fonder	1,8%
	Total	**30,5%**



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 26/04-2017)

Det fremgår af figuren ovenfor, at en stor del af NKT's ejerskab består af institutionelle investorer, og at de 10 største investorer tilsammen ejer mere end 30% af virksomhedens udestående aktier. De institutionelle investorer ejer ofte en betydelig andel af et selskabs udestående aktier, hvorved de vil have incitament til at udøve aktivt ejerskab og derved kontrollere og monitorere ledelsen. Såfremt de store institutionelle investorer udfordrer ledelsen, stiller krav og udøver aktivt ejerskab undgås *free rider* problematikken, der opstår ved spredt ejerskab. Her har ingen af ejerne incitament til at kontrollere, udfordre og monitorere ledelsen, idet en eventuel økonomisk gevinst skal deles med mange andre ejere, hvorved omkostningerne ikke modsvares af et eventuelt afkast. Dette kan i værste fald medføre, at ledelsen agerer ud fra egne interesser, på bekostning af selskabet og ejerne (Rose, 2007 II). Baseret på ovenstående må det derfor sluttes, at selskaber med en ejerkreds bestående af mange store institutionelle investorer kan lægge under pres i forhold til strategiske prioriteringer og agender. Dette inkluderer også corporate governance relaterede temaer, som eksempelvis diversitet i bestyrelsen.

Anbefalingerne for god selskabsledelse giver også retningslinjer for diversitet i bestyrelsen, hvor det anbefales at bestyrelsen skal sammensættes således, at den er i stand til at varetage sine opgaver af både strategisk, ledelsesmæssig og kontrolmæssig art. Det anbefales, at bestyrelsen hvert år evaluerer personsammensætningen, og i den henseende sikrer den nødvendige udskiftning og fornyelse. Anbefalingerne begrundes med, at mangfoldighed øger kvaliteten af arbejdet og samspillet i bestyrelsen, hvilket i sidste ende vil medvirke til en øget værdiskabelse (God selskabsledelse, 2014). Af NKT's hjemmeside fremgår for hvert enkelt bestyrelsesmedlem hvilke særlige kvalifikationer vedkommende i ledelsesarbejdet kan bidrage med. Ud fra en bred pallette af kompetencer og forskelligartede erfaringsgrundlag, må diversitet siges at være et tema for NKT. Kigger man gennem diverse investorrelaterede rapporter og præsentationer, bliver budskaber relateret til forskellighed i bestyrelsen også kommunikeret til selskabets interessenter. På trods af virksomhedens fokus på bestyrelsesdiversitet og bestyrelsen som ét samlet beslutningsorgan, synes NKT's værdiskabelse i højere grad at være centreret omkring ledelses frontfigurer; den administrerende direktør og bestyrelsesformanden. I det følgende vil der derfor dykkes særligt ned i disse positioner, hvor konsekvenserne af ledelsesskift i toppen analyseres.

6.5 LEDELSESSKIFT

Efter den finansielle krise er der kommet stor fokus på hvordan virksomheder indretter sig, og hvordan corporate governance temaer påvirker virksomhedens interaktion med omverden og samfundet generelt. Rangvid rapporten fra 2013 kortlagde årsager og konsekvenser fra den danske finanskrise, og her fremgår det, at uhensigtsmæssig corporate governance i ledelsernes top bar en stor del af skylden

(Rangvidrapporten, 2013). Dette nye fokus har bevirket, at både virksomheder og interessenter i højere grad fokuserer på den ledelsesmæssige corporate governance, hvorfor skift i den øverste ledelse tillægges stor information. Flere virksomheder har været nødsaget til at imødekomme et ønske om øget transparens og et mere dynamisk informationsflow, hvilket modsvares af øjeblikkelig markedsrespons og en højere sensitivitet overfor ydre meningsdannelse. Med vigtigheden af corporate governance bekræftet, kan investorer og andre interessenter lægge større pres på virksomhederne, hvorfor ledelsesskift i højere grad er blevet en kollektiv beslutningsproces.

Som tidligere beskrevet står direktionen for selskabets daglige ledelse. Den administrerende direktør er selvsagt en af virksomhedens vigtigste nøglepersoner, da vedkommende er den højest rangerende leder i forhold til selskabets daglige gang. Den administrerende direktør er hovedansvarlig for blandt andet udvikling og implementering af strategier på højt niveau, styring af virksomhedens drift, allokering af virksomhedens interne ressourcer samt informationskanalen mellem bestyrelse og virksomhed. Af samme grund har flere gennem tiden undersøgt den administrerende direktørs indflydelse på virksomhedens performance, og særligt hvad udskiftninger i den øverste ledelse har af konsekvenser.

Ud fra et strategisk lederskabsperspektiv argumenteres der for, at den øverste ledelse drastisk kan påvirke virksomhedens resultater baseret på det faktum, at ledelsen skaber de rammer, ud fra hvilke organisationen ansætter, mobiliserer og inspirerer andre til at træffe beslutninger. Ifølge dette perspektiv er virksomheden en refleksion af de individer, som leder selskabet, idet disse bringer forskellige kognitive opfattelser med ind i selskabet. I 1967 præsenterede Thompson dette fænomen som *det variable menneske*, der igennem sine handlinger og adfærd er i stand til påvirke organisationen og dens performance. Med sin teori hævder Thompson, at ledere og deres valg varierer ud fra forskellige erfaringer, evner, værdier og persontræk (Thompson, 1967). Disse forskelle fører alle til, at ledere adskiller sig i deres bevidsthed og fortolkning af strategiske muligheder, ambitionsniveau, deres tro på årsagssammenhæng samt deres overbevisning om, hvad det er de forsøger at opnå, og hvor presserende dette måtte være. Grundet forskellige personkarakteristika vil ledere afvige i deres adfærd og valg, hvormed organisationen bliver en afspejling af sine øverste ledere (Hambrick & Mason, 1984).

Det strategiske lederskabsperspektiv argumenterer samtidigt for, at den øverste ledelse er i stand til at vælge virksomhedens organisatoriske form ud fra en række mulige konstruktioner. Idet ledelsen bestemmer virksomhedens pasform til omverden, vil den samtidig være med til influere samspillet mellem selskabet og dets interessenter samt virksomhedens fit med det omkringliggende forretningsmiljø

(Cannella, Finkelstein & Hambrick, 2008). Det må derfor konkluderes at ledelsen ud fra et strategisk lederskabsperspektiv har stor indflydelse på virksomhedens resultater. Den øverste ledelse er beføjet til at kunne ændre centrale interne faktorer, hvorved virksomhedskultur og -miljø, strukturelle rammebetingelser og interessentsammenspil påvirkes. Idet forskellige ledere kan variere i deres overordnede beslutningsprocesser, samt er villige til at forfølge forskellige strategiske muligheder, bør en ændring i topledelsen have stor indflydelse på virksomhedens performance. Eksempelvis kan én leder grundet én kognitiv opfattelse være mere villig til at forfølge et strategisk mål sammenlignet med en anden leder, der besidder en anden kognitiv opfattelse.

Udskiftninger i virksomhedens øverste ledelse, og særlig af den administrerende direktør, har længe været et omdiskuteret tema. En sådan handling fremkalder både politiske og magtmæssige problemstillinger, hvor et givent ledelsesregime typisk vil være kendetegnet af enten kontinuitet eller forstyrrelse. Da den administrerende direktør som udgangspunkt sætter virksomhedens dagsorden, vil en udskiftning af vedkommende kunne skabe både håb og usikkerhed. Som ovenfor beskrevet vil et skift i selskabets øverste ledelse, ud fra forskellige strategiske agendaer, kunne påvirke virksomhedens performance signifikant, hvorfor en sådan udmelding afføder en række spørgsmål for de omkringliggende interessenter.

Ledelsesskift kommer i mange former herunder død, sygdom, obligatorisk eller tidlig pensionering, personlige årsager, rekruttering til andre stillinger samt afskedigelse. Ud fra et teoretisk synspunkt er ikke alle årsager lige interessante. Eksempelvis bevirker død og sygdom ikke et aktivt valg, hvormed disse informationsmæssigt ikke giver investorerne meget. Foruden død og sygdom skelnes der mellem frivillige og tvungne skift. Det er her centralt at analysere de faktorer, der har medvirket til skiftet og på baggrund deraf vurdere, om skiftet har været frivilligt eller tvunget. Skiftet kan eksempelvis være forårsaget af træthed eller stress, manglende performance, konflikter med bestyrelsen eller pres fra selskabets ejere, hvormed et udefraset frivilligt skift kan have være tvunget. Et frivilligt skift er mere sandsynligt for ikke administrerende direktører, idet den administrerende direktør i kraft af sin stilling allerede har opnået det maksimale magt- og indflydelsesmæssigt i virksomeden. For at forbedre sin position, vil vedkommende være nødsaget til at søge mod en større og bedre performende virksomhed. Grundet de risici der er forbundet med at bringe en ny ekstern administrerende direktør ind, synes dette spring for mange direktører derfor at være usandsynligt (Wiersema, 2002).

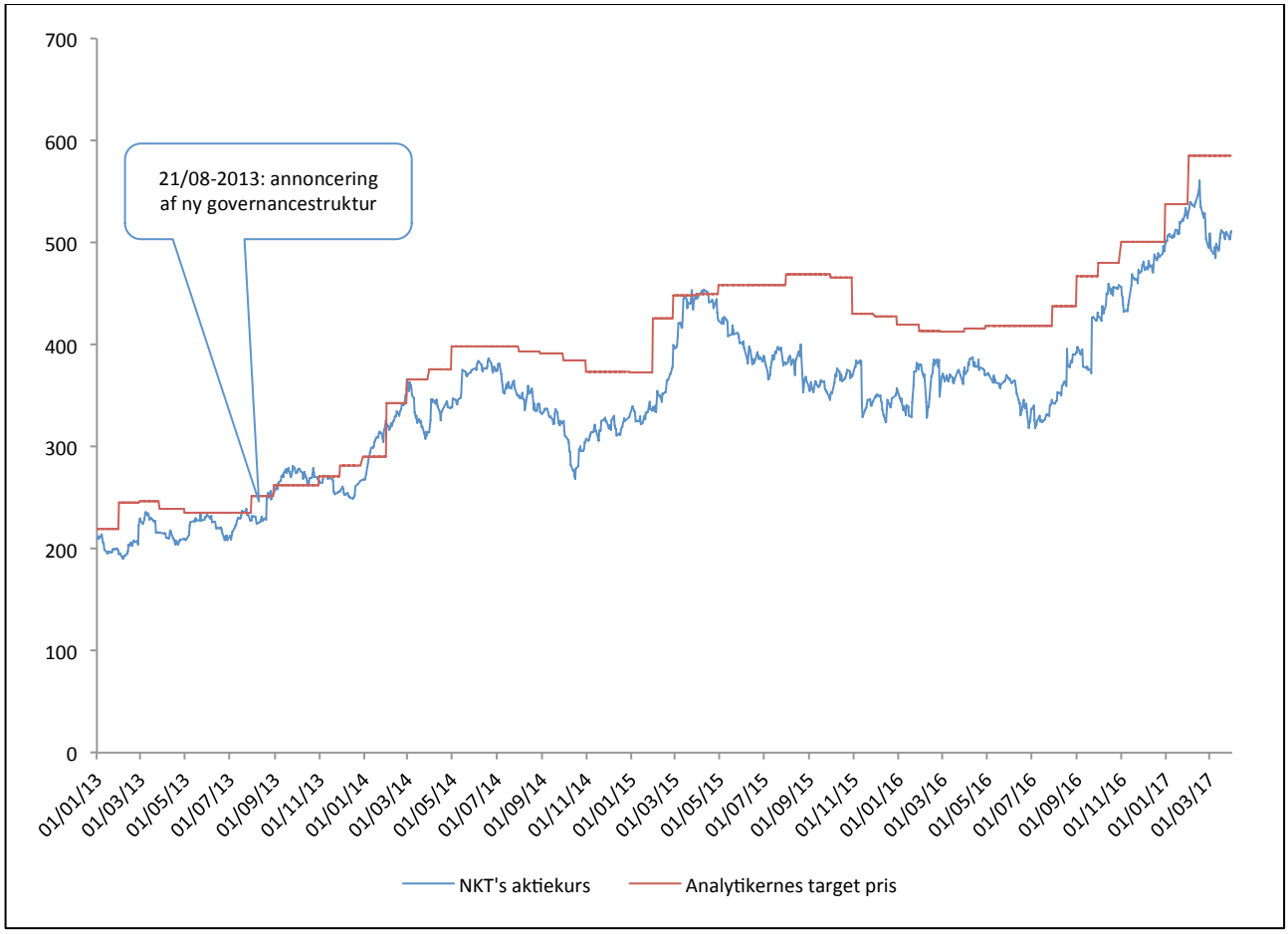
Gennem tiden har mange prøvet at undersøge forholdet mellem ledelsesskift og virksomhedens performance. Blandt andet påviste Warner, Watts og Wruck et negativt forhold mellem virksomhedens

aktiekurs og skift i den øverste ledelse. Denne sammenhæng blev forklaret ud fra de to forhold, at information vedrørende ledelsens performance reflekteres i aktiekursen, samt at denne information bruges til at evaluere ledelsens performance (Warner, Watts og Wruck, 1988). Denne påstand bakkes op af Couglan og Schmidt (Couglan & Schmidt, 1985) samt af Lausten, der ud fra data på danske virksomheder og regnskabsmæssige nøgletal også finder et negativt forhold (Lausten, 2002). Mange akademikere tilslutter sig denne konklusion, og overordnet må sammenhængen siges at være robust på tværs af forskellige performancemål.

Puffer og Weintrop tilføjer yderligere, at den negative sammenhæng mellem virksomhedsperformance og ledelsesskift tydeliggøres, når aktieanalytikernes forecasts bruges som benchmark i stedet for bestyrelsens forventninger. De argumenterer for en anden interessentbetragtning end tidligere, hvori strategi og ledelse skabes i samspil med bandt andet aktionærer og analytikere. Når virksomheden ikke leverer på analytikernes konsensusestimater, vil der opstå et øget markedspres, hvorved det negative forhold mellem performance og ledelsesskift forstærkes (Puffer & Weintrop, 1991). I takt med at corporate governance har vundet momentum og for mange virksomheder er blevet en vigtigere del af deres virke, er det i højere grad investorernes bekymringer og præferencer der driver udvælgelsen af selskabets direktører. Bestyrelsen, der blandt andet har til opgave at ansætte og afskedige direktionen, vil typisk i en udvælgelsesproces lægge større vægt på at tilfredsstille selskabets interessenter end på virksomhedens drift, og hvad der i relation dertil er de primære behov. Aktieanalytikernes vurdering af aktien er delvist drevet af tillid til direktionen, hvorved bestyrelsen, gennem en direktion der appellerer til særligt investorer og analytikere, søger at få genoprettet aktiekursen samt tilliden til virksomheden (Cannella, Finkelstein & Hambrick, 2008).

Det må hermed konstateres, at direktører som oftest bliver afskediget grundet dårlig performance, typisk i form af manglende indfrielse af markedets forventninger. Ud fra en stærk empiri gående på formen, hvor dårlig performance leder til afskedigelse af den administrerende direktør, kunne man forvente, at samme forhold gjorde sig gældende den anden vej rundt. Baseret på en stor grad af usikkerhed omkring fremadrettet kurs og strategi, ville det være naturligt at tro, at virksomheden oplever dårlig performance umiddelbart efter en administrerende direktør stopper. Dog har mindst to undersøgelser imidlertid fundet, at bestyrelsesinitierede fyringer af den administrerende direktør kan føre til positive reaktioner fra aktiemarkedet. Denne sammenhæng træder i de to undersøgelser særligt frem for de virksomheder, hvor performance forinden har været dårlig. Typisk reagerer markedet på en sådan annoncering ved at lade kursen stige i håbet om, at strategier og virksomhedspolitikker fremadrettet bliver ændret (Friedman & Singh, 1989; Worrell & Davidsen & Glasco, 1993).

Figur 22: NKT's aktiekurs II



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

Ovenfor ses endnu en gang NKT's aktiekurs i perioden 01/01-2013 til 31/03-2017. Datoen for offentliggørelse af den nye governancestruktur i forbindelse med 2013 Q2 regnskabet er markeret, hvor en stigning fra DKK 228 til 250, +9%, findes. Som tidligere diskuteret begynder analytikernes target pris i den efterfølgende periode at overstige selskabets aktuelle markedskurs, hvormed analytikerne medregner nogle forhold i deres investeringscase som markedet ikke gør. Hvad der på dagen skabte kursstigningen kan både være regnskabstal der overgik det forventede samt en positiv reaktion på selskabets nye ledelsesmodel.

Såfremt en del af markedets reaktion på 2013 Q2 regnskabet kan henføres til skiftet i ledelsesmodellen, bekræftes det strategiske lederskabsperspektiv. Alt andet lige vil et skift i den øverste ledelse have indflydelse på virksomhedens fremadrettede strategi, hvormed en del af markedets reaktion synes at være relateret til NKT's nye governancestruktur. Thomas Hofman-Bangs udtrædelse af NKT's direktion blev afviklet som en bestyrelsesinitieret fyring (NKT Q2 2013; Børsen, 2013; Euroinvestor, 2013), hvorved skiftet

som et aktivt valg indeholder information for selskabets interessenter. Ud fra de omfattende empiriske undersøgelser, der allerede findes på området, må det være nødvendigt at stille spørgsmålstegn til NKT's performance inden udmeldingen. Jf. figur 15, hvor NKT's markedsmæssige position vises relativt til udvalgte konkurrenter, synes NKT at underperforme, idet konkurrenterne gennemsnitligt handler på signifikant højere multipler. Jf. Puffer og Weintrops tese og analytikernes dertilhørende vurdering af selskabet, synes NKT yderligere ikke at have performet tilfredsstillende. I månederne før annoncering af ledelsesskiftet anbefalede 29% af analytikerne at sælge aktien, 29% anbefalede at holde aktien, mens kun 43% anbefalede at købe aktien jf. figur 5. NKT vurderes altså til ikke at have leveret sin bedst mulige performance i tiden inden ledelsesændringen, hvormed den negative sammenhæng mellem virksomhedsperformance og ledelsesskift gøres aktuel. Baseret på bestyrelsens argumentation bag den nye organisatoriske struktur, at komme tættere på driften samt at skabe øget transparens i forhold de enkelte forretningsområders strategiske prioriteringer, kunne fyringen af Thomas Hofman-Bang tolkes som en måde, hvorpå bestyrelsen ønsker at træde i karakter og holde de enkelte direktioner i snor. Som selskabets øverste ledelsesorgan er bestyrelsens primære opgave at varetage den overordnede og strategiske ledelse samt at kontrollere og føre tilsyn med direktionen. Ud fra denne nye governancestruktur, har bestyrelsen i højere grad muliggjort deres kontrollerende og tilsynsførende rolle samt fjernes NKT's ydre symbol på konlgomeratstrukturen.

Kigger man på hvorledes markedet reagerede på nyheden om en ny ledelsesmodel, steg kursen umiddelbart efter annoncering. Dette kunne tyde på, at investorerne så et værdiskabende potentiale i den nye organisatoriske struktur. Yderligere, at de var enige med bestyresen i forhold til behovet for kortere afstand mellem virksomhedens drift og den øverste ledelse samt behovet for øget transparens i den interne kommunikation. Jf. Friedman og Singh samt Worrell, Davidsen og Glasco synes samme mønster, som for de undersøgte virksomheder, at gøre sig gældende for NKT. Her modsvares en tidligere dårlig performance af en bestyrelsesinitieret fyring og en efterfølgende stigende aktiekurs, ud fra investorernes håb om ændrede strategier og nye virksomhedspolitikker. For casevirksomheden var ledelsesskiftet dog ikke blot en udskiftning af den administrerende direktør, men derimod en nedlæggelse af stillingen og et valg om en helt anden ledelsesmodel.

På specialets anden hypotese må det heraf konkluderes, at corporate governance for NKT har haft stor betydning, og at særligt ledelse har været et relevant tema. Flere selskaber har særligt i årene efter den finansielle krise oplevet et paradigmeskift i forhold til vigtigheden af corporate governance. Ud over et større fokus på de problematikker adskillelsen mellem ejerskab og kontrol medfører, er en inddragelse af

selskabets interessenter i det strategiske arbejde i højere grad blevet en prioritet. Mange virksomheder opererer i dag ud fra en mere gennemsigtig organisationsstruktur, hvorved datidens skarpe opdeling mellem inde- og ydre miljø i dag er mindre relevant. De mere åbne virksomhederne er i højere grad sensitive overfor aktivt ejerskab, hvorfor ledelsen ud fra et tilpas stort markedspres kan se sig nødsaget til at efterkomme bestemte strategiske agender. Med en ny bestyrelsesformand, Jens Due Olsen, fra primo 2013 blev en ny governancestruktur senere på året iværksat. Denne bevirkede, at stillingen som administrerende direktør for holdingselskabet blev nedlagt, og at Thomas Hofman-Bang som følge heraf blev fyret. Ud fra analytikernes svage vurdering af aktien op til annoncering af den nye ledelsesmodel jf. figur 5 samt en relativ dårlig performance set i et industrielt perspektiv, kan bestyrelsen have følt sig tvunget til at fyre den administrerende direktør og i stedet indføre en ledelsesmodel, der appellerede mere til investorerne. I form af en stigende aktiekurs tog markedet tog godt imod både 2013 Q2 regnskabet og annonceringen af den nye organisatoriske struktur. Alt andet lige vil en del af reaktionen kunne henføres til selskabets nye ledelsesmodel, hvorved denne har haft et værdiskabende indhold. Markedets reaktion skal ses i lyset af en tidligere mangelfuld performance samt et markedspres fra nogle af virksomhedens nøgleinteressenter. Ud fra figur 5 ses det, hvorledes en større del af analytikerne anbefalede at købe NKT aktien efter annoncering af den nye ledelsesmodel, hvormed 2013 Q2 regnskabet gjorde selskabet mere attraktivt som investeringscase.

På baggrund af både webcastet af 2013 Q2 rapporten, broker reports og interview med aktieanalytikere, tolkede flere den nye governancestruktur med manglende koncerndirektion som en indikation på en fremtidig opsplitning. Flere analytikerne lod efterfølgende en fremtidig opsplitning af holdingselskabet medgå i deres investeringscase, hvilket bevirkede en højere target pris i den efterfølgende periode jf. figur 22. Såfremt værdiskabelsen skabt efter offentliggørelse af Q2 2013 rapporten, kan henføres til den nye ledelsesmodel, og at denne blev tolket som et tegn på en fremtidig opsplitning, vil en eliminering af en konglomeratrabat allerede her kunne diskuteres. Med specialets første hypotese i mente vil det derfor være sandsynligt, at en eventuel konglomeratrabat er priset ind i kursen af to omgange.

Den formodede opsplitning havde positiv indvirkning på analytikernes fremadrettede target pris, men ud fra den efterfølgende store forskel mellem selskabets aktuelle markedskurs og analytikernes target pris er det usikkert, hvorvidt markedet på samme måde indprisede en eventuel fremtidig opsplitning. Idet analytikerne, ikke er selskabets primære interessenter, er det ikke dem som direkte driver kursen. Selvom aktieanalytikere alt andet lige influerer investorernes syn på aktien, er det muligt, at analytikerne ud fra dybere teknisk formåen samt større industriel indsigt, operer med en anden og mere langsigtet

investeringscase end investorerne. Forskelle i blandt andet investeringshorisont samt koncepter indenfor behavioral finance kan, som tidligere diskuteret, bevirke, at den teoretiske værdiansættelse af aktien ikke stemmer overens med den faktiske kurs.

Den nye governancestruktur vil ikke kunne analyseres isoleret, da denne blev annonceret samtidig med offentliggørelsen af virksomhedens 2013 Q2 regnskab samt udnævnelsen af ny administrerende direktør for Nilfisk (NKT Q2 2013). Hvorvidt aktiekursstigningen umiddelbart efter annonceringen helt eller delvist kan henføres til den nye ledelsesmodel er uvist. Dog tyder interview med analytikere samt broker reports på, at den nye organisatoriske struktur blev godt modtaget, og at den har haft et værdiskabende indhold. Alt i alt må det sluttes, at ændringer i governancestrukturen og dertilhørende skift i ledelsen før annoncering af opkøb og opsplitning har haft den indvirkning, at markedet eventuelt allerede på et tidligere tidspunkt end ved annonceringen d. 21/09-2016 har indregnet opsplitningen. Frigivelse af en eventuel konglomeratrabat kan derfor være svær at spore i perioden efter den reelle annoncering, idet informationen måske allerede er blevet indpriset før. Ud fra en svag til semistærk markedsefficiens jf. afsnit 3.3, kan den mellemliggende periode være udtryk for en fase hvori aktiekursen justeres i opadgående retning. Den nye governancestruktur kan derfor potentielt have sløret billedet når værdiskabelse fra tidspunktet fra annoncering af opkøb og opsplitning og frem analyseres.

20/08-2013:	DKK 228	
21/08-2013:	DKK 250	+9%
20/09-2016:	DKK 372	
21/09-2016:	DKK 426	+14%
20/08-2013:	DKK 228	
21/09-2016:	DKK 426	+87%

Som det fremgår af prispunkterne ovenfor, er der siden annonceringen af NKT's nye governancestruktur sket en stor stigning i selskabets aktiekurs. Værdiskabelsen er sket over en treårig periode, hvorfor mange andre begivenheder og markedsmæssige faktorer har påvirket kursen. Såfremt investorerne, ligesom aktieanalytikerne, har indregnet en fremtidig opsplitning i deres investeringsbeslutning, vil en del af konglomeratrabbaten være frigivet før selve opsplitningen blev annonceret i september 2016.

7. OPKØB AF ABB HV CABLES

Specialet har tidligere behandlet første del af den meddelelse markedet modtog d. 21/09-2016. Foruden en opsplitning annoncerede NKT også et opkøb af industrikonglomeratet ABB's kabelforretning. Konklusionen på opgavens både første og anden hypotese påviste i mere eller mindre grad en historisk konglomeratrabat for virksomheden. Dog synes al værdiskabelse skabt efter annoncering ikke at kunne henføres til opsplitningen, hvorfor der i det følgende vil dykkes ned i meddelelsens anden side, nemlig opkøbet af ABB HV Cables. Der vil kigges nærmere på det værdimæssige potentiale af opkøbet ud fra nedenstående hypotese:

Hvorledes kan værdiskabelsen skabt i NKT efter 21. september 2016 henføres til opkøbet af ABB HV Cables?

7.1 VÆRDISKABELSE GENNEM OPKØB

Op imod halvdelen af alle fusioner og virksomhedsoverdragelser er ikke succesfulde, da de i stedet for at skabe værdi, destruerer værdi. Dette bunder i blandt andet for høje priser samt manglede virksomhedsintegration efter opkøbet (Finansiering, 2013). Køb og salg af virksomheder er dog stadig en vigtig del af de fleste erhvervsvirksomheders udvikling over tid, hvorfor ledelsen som led i deres strategiske arbejde som regel kommer til at overveje værdiskabelse gennem opkøb. Et opkøb vil kunne give den købende virksomhed en række fordele så som skala i produktionen, adgang til nye markeder og produktgrupper, køb af nøgleteknologier etc. Såfremt det antages, at virksomhederne købes og sælges til *fair value*, vil man ofte snakke om værdiskabelse gennem synergier. Begrebet synergier dækker over situationen, hvor den samlede enhed har en større værdi end summen af de enkeltstående forretninger. Der findes en række forskellige synergityper, ofte kategoriseres de under omkostnings-, afsætnings- og performancerelaterede synergier. Omkostningssynergier implicerer en nedbringelse af de samlede driftsomkostninger ud fra en fælles domicil, herunder fælles administrative omkostninger samt eksterne dobbeltomkostninger. Afsætningsynergier opstår som virksomhedernes fælles mulighed for at øge omsætningen i form af for eksempel krydssalg eller markedsudvidelse, mens performancesynergier inkluderer forhold der kan optimere og maksimere performance så som innovation og produktudvikling, bedre udnyttelse af produktionsapparatet og forbedret effektivitet. Som regel vil den sidstnævnte synergitype være den mest centrale og heraf mest værdiskabende kategori (Virksomhedshandel, 2015).

7.2 ABB HV CABLES

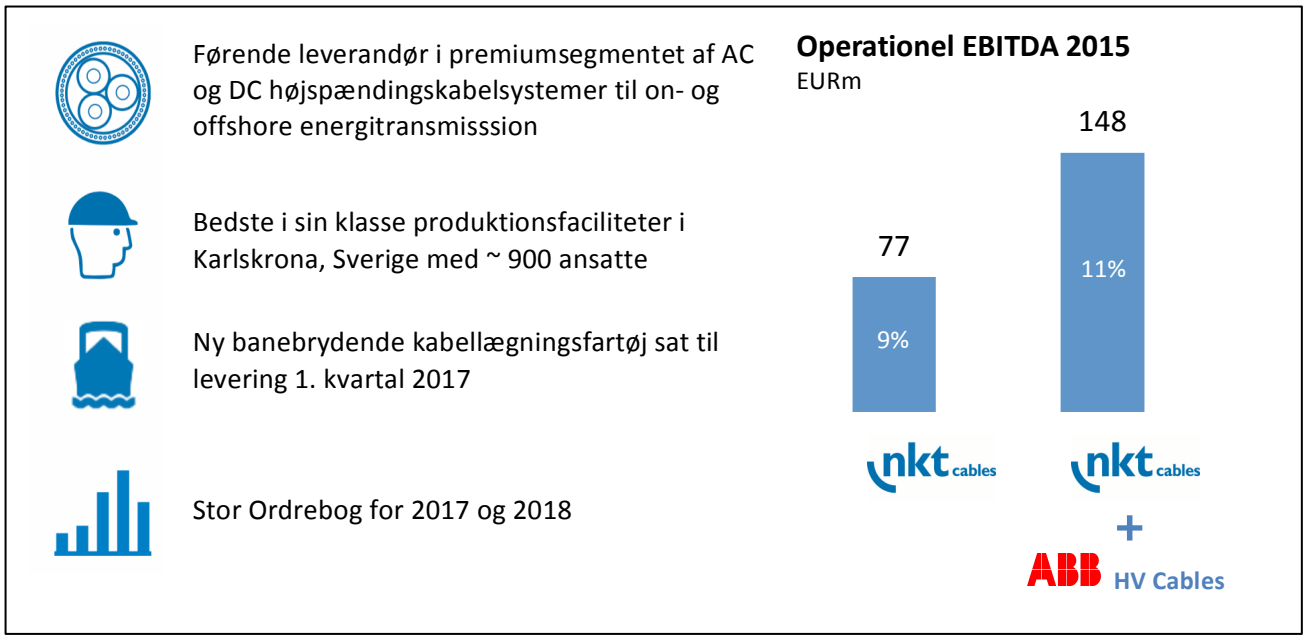
Opkøbet af ABB HV Cables skal ses i forlængelse af opsplitningen og den overordnede strategiske agenda omkring at fokusere og styrke kerneforretningen (NKT 2016 årsrapport). Med en EV på EUR 836m (NKT:

Annoncering no. 45, 2016) er opkøbet det største i NKT Cables historie, hvorfor argumenterne bag er mange. Ifølge NKT's ledelse var virksomheden en interessent opkøbskandidat ud fra adgangen til en ny teknologi, jævnstrømsteknologien, samt et overordnet kulturelt fit (Børsen, 2016 I). På dagen for annoncering udtalte bestyrelsesformand Jens Due Olsen:

"Det er en historisk dag for NKT. Med købet af ABB HV Cables placerer vi ikke kun NKT Cables blandt de førende i industrien. Det baner også vejen for at opsplitte vores holdingselskab i to selvstændige børsnoterede selskaber, som bliver blandt de førende i deres respektive industrier. Vi forventer, at begge tiltag skaber værdi for vores aktionærer på både kort og længere sigt" – Euroinvestor, 2016

ABB HV Cables vil give NKT Cables adgang til at komme ind på DC-markedet, der både rummer et stort vækstpotentiale samt forventes at drive den fremtidige udvikling for offshore vindindustrien og etableringen af de store forsyningslinjer i Europa. Siden 2012 har ABB HV Cables foretaget betydelige investeringer for at sikre virksomheden et teknologisk forspring, hvilket har udmøntet sig nogle særligt attraktive produktionsfaciliteter i Karlskrona, Sverige. De to virksomheder vil tilsammen kunne skabe en ledende spiller indenfor on- og offshore højspændingskabler samt muliggøre innovative løsningsmodeller baseret på både AC og DC teknologi. I forbindelse med annonceringen udtaler administrerende direktør for NKT Cables, Michael Hedegaard Lyng, at succes i branchen både kræver innovation og skala, hvorved overtagelsen af ABB HV Cables synes at styrke NKT's kerneforretning (NKT: Annoncering no. 45, 2016)

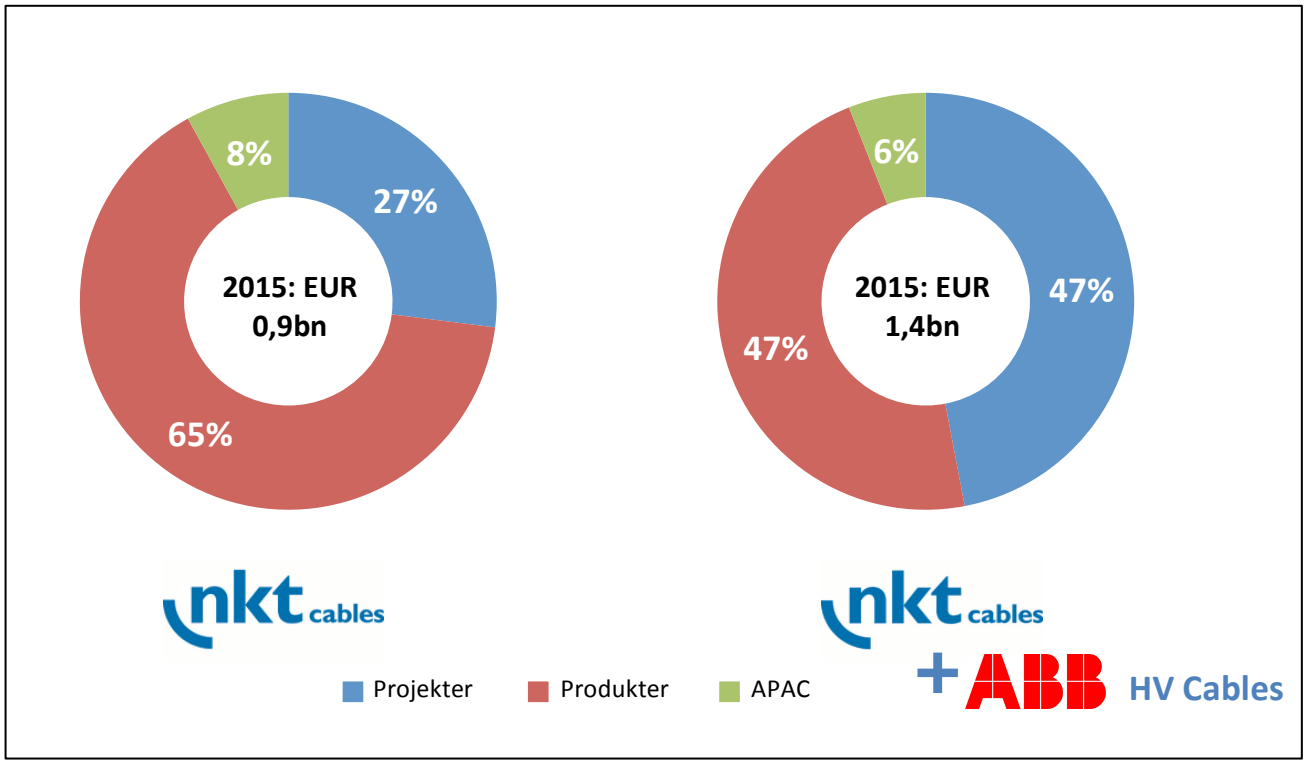
Figur 23: Investeringsrationale bag ABB HV Cables opkøb



Operationel EBITDA er justeret for one-offs og er for både NKT Cables og ABB HV Cables baseret på standard metalpriser, Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT investormateriale, NKT årsrapporter & ABB årsrapporter

Ovenfor ses en figur med de vigtigste investeringsrationaler bag opkøbet. ABB HV Cables er kun aktiv indenfor højspænding, hvori marginerne er højere. Da NKT Cables er aktiv indenfor både lav-, mellem- og højspænding, tilfører opkøbet profitabilitet, hvilket ses af den sammenlagte EBITDA margin. Som det fremgår af figur 24 nedenfor, har ABB HV Cables en mere projektdreven omsætning. Ud fra en større grad af kompleksitet og kundetilpassede løsninger er projekter indenfor energitransmission et højmarginsegment, hvorfor opkøbet øger NKT's produktpalette samt styrker virksomhedens performance.

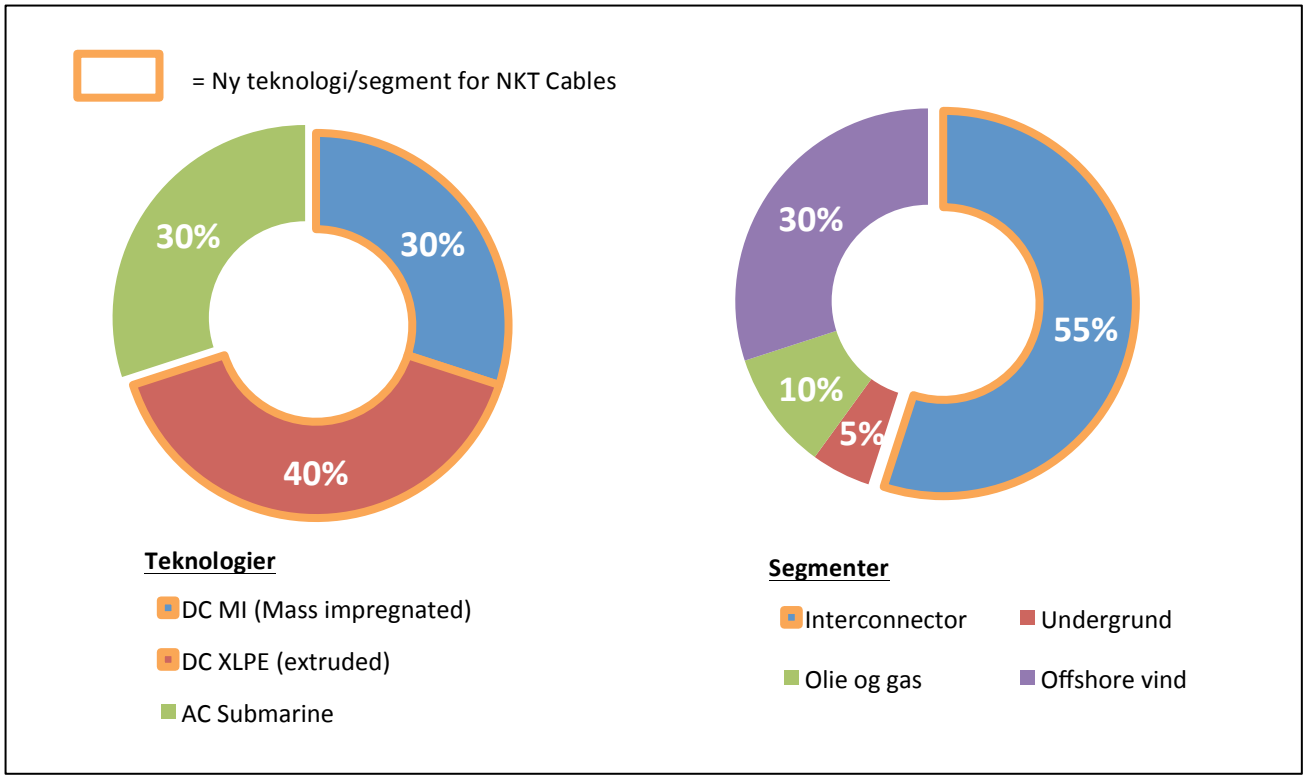
Figur 24: Omsætningssplit for NKT & ABB HV Cables



Omsætning for NKT Cables er baseret på standard metalpriser, omsætning for ABB HV Cables er i markedspriser
Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT investormateriale, NKT årsrapporter, ABB årsrapporter

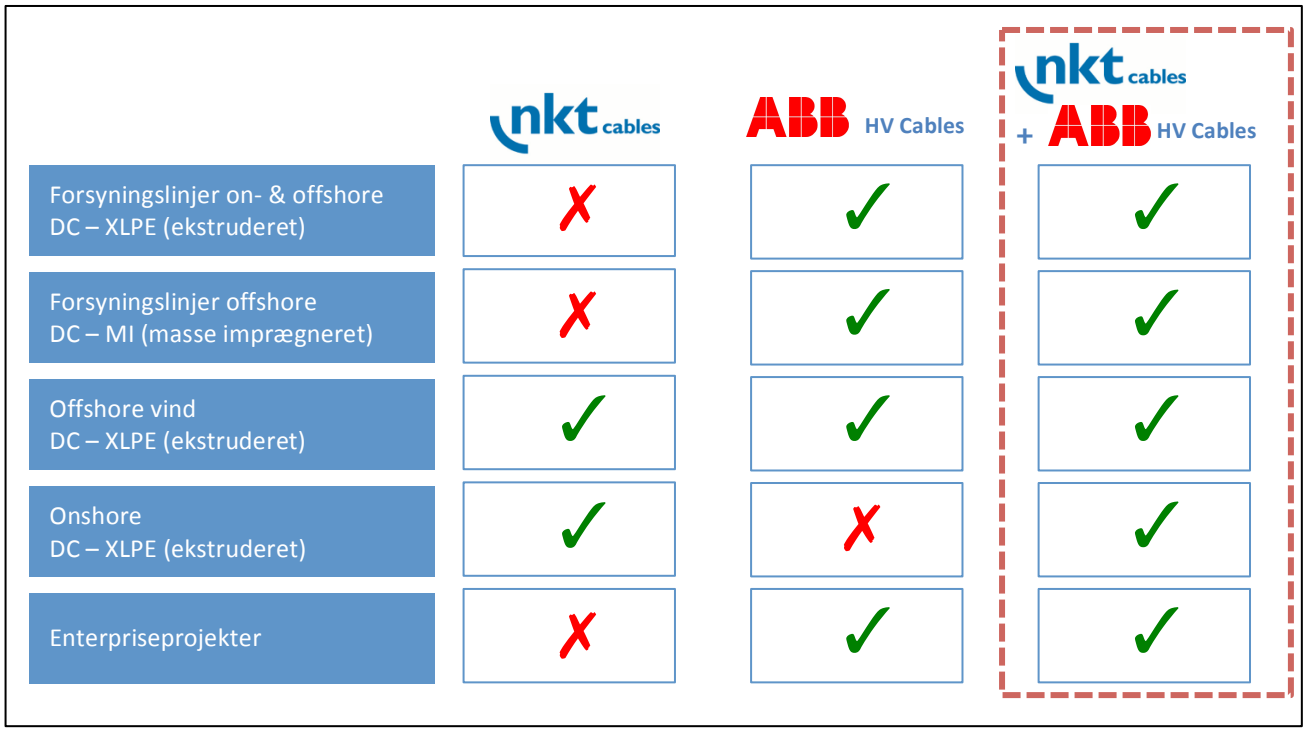
Ud fra stadig strengere miljømål indenfor EU og en stadig mere ambitiøs plan omkring en effektiv energiinfrastruktur, forventes der store investeringer i særligt vindenergi de kommende år (WindEurope, 2016). Med opkøbet af ABB's højspændingskabelaktiviteter, kommer NKT Cables til at stå stærkere i kampen om at skulle levere kabelløsninger til nogle af de store offshore vindmølleparker, der potentielt kommer under hammeren de næste par år. På nuværende tidspunkt er der allerede annonceret en række budrunder, hvor NKT Cables alene ikke ville kunne være med, grundet en ikke godkendt teknologi. Uden opkøbet af ABB HV Cables ville NKT Cables tidligst kunne deltage i disse budrunder om et par år, hvorved opkøbet muliggør en deltagelse fra start samt potentiel involvering i de eftertragtede projekter (Børsen, 2016 II).

Figur 25: Oversigt over teknologier og segmenter for ABB HV Cables



Ovenstående figurer er inddelt ud fra den gennemsnitlige omsætning baseret på ordrer fra 2013-2015
Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT investormateriale & ABB årsrapporter

Figur 26: NKT Cables efter opkøb af ABB HV Cables



Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: NKT investormateriale, NKT årsrapporter & ABB årsrapporter

Ovenfor findes to figurer, der først og fremmest inddeler ABB HV Cables' gennemsnitlige ordrebaserede omsætning i henholdsvis segmenter og teknologier. Det fremgår, at 70% af ABB HV Cables' omsætning stammer fra DC-baseret teknologi. Dette er for NKT Cables er en ny kerneteknologi, der er særlig relevant i forhold til den fremtidige investering i europæisk vindenergi. Yderligere ses, at over halvdelen af virksomhedens omsætning har været møntet på interconnectorsegmentet, hvilket for NKT Cables også er et nyt segment. Segmentet omfatter løsninger relateret til transport af store mængder strøm over store afstande, der i forhold til effektiviseringen af det europæiske energinetværk er centralt (Børsen, 2016 II). Med opkøbet får NKT Cables altså adgang til en ny attraktiv højspændingsteknologi, indenfor hvilken ABB HV Cables er førende. Denne vurderes til at drive industriens vækst fremadrettet, hvormed den samlede forretning vil være godt positioneret både i forhold til den voksende havvindmølleindustri og til den forestående udbygning af det europæiske højspændingsnet. Figur 26 angiver en oversigt over den samlede virksomheds produktpalette, og bekræfter hvorledes det nye NKT Cables har en stærkere og mere attraktiv profil. Af appendix 6 fremgår en liste over udvalgte projekter udført af ABB HV Cables.

Opkøbet rummer yderligere et avanceret kabeludlægningsskib, som sammen med erhvervelsen af den nye højspændingsteknologi kan give selskabet en konkurrencemæssig fordel. I industrien opleves en tendens, hvor det forventes, at de industrielle spillere både skal kunne levere kablerne samt tage et installationsansvar. Ud fra de leveringsmuligheder det opkøbte kabeludlægningsskib giver, bliver NKT Cables en mere troværdig modpart, når kontrakter med et installationsansvar underskrives. Yderligere giver skibet en kapacitetsmæssig fleksibilitet, hvilket indenfor den projektdrevne energitransmission er en stor fordel (Børsen, 2016 II).

I annonceringen d. 21. september 2016 meddelte NKT's ledelse, at de ved opkøbet regner med at kunne generere EUR 30m i synergier på EBIT-niveau samt budgetterer EUR 35-40m i integrationsomkostninger frem til udgangen af 2018. Som baggrund for synergierne fremhæves den attraktive højspændingsteknologi og kabeludlægningsskibet, der efter ledelsens mening, vil kunne øge selskabets konkurrencedygtighed. Yderligere fremhæves ABB HV Cables' fysiske produktionsfaciliteter, da disse ud fra et stærkt og effektivt produktionsnetværk, vil bevirke stærkere geografisk tilstedeværelse (NKT: Annoncering no. 45, 2016). Se appendix 7 for at få et overblik over virksomhedens produktionsmæssige tilstedeværelse. Synergiene kategoriseres som performancerelaterede, ud fra de forventede konkurrencemæssige fordele baseret på en bredere og mere attraktiv produktportefølje. Synergierne vil potentielt bevirke, at NKT Cables fremadrettet får en stærkere og mere synlig plads på det europæiske marked for energitransmission samt at sandsynligheden for at virksomheden vinder de store og eftertragtede kabelprojekter hæves.

På specialets tredje og sidste hypotese må det dermed konkluderes, at opkøbet blev foretaget ud fra et ønske om at styrke og vække kerneforretningen. D. 21. september 2016 blev af NKT's ledelse beskrevet som en historisk dag, hvor opkøbet af ABB's højspændingskabler, som en milepæl i transformationen af NKT Cables, muliggjorde en opsplitning af holdingselskabet. Fokuseringen af NKT Cables bekræftes yderligere af hændelser sket efter annoncering af opkøb og opsplitning, hvor blandt andet to frasalg blev offentliggjort blot få uger efter. Først og fremmest blev NKT's APAC kabelaktiviteter solgt til en kinesisk kapitalfond, mens deres automotive-forretning, der producerer kabler til bilindustrien, blev solgt til et datterselskab i den tyske Wilms Group kort tid efter (Berlingske Business, 2016 I; Børsen, 2016 III).

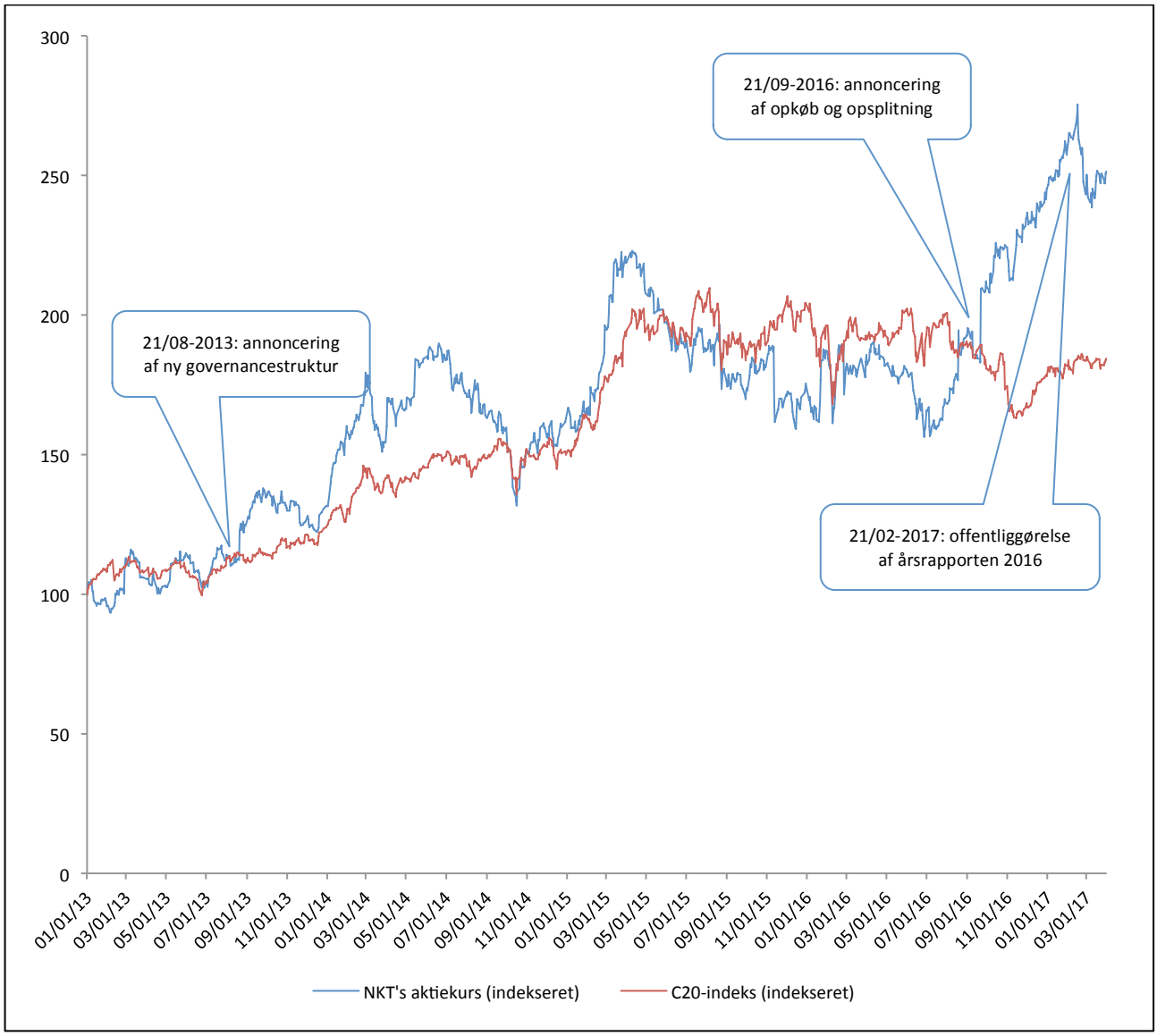
Købet af ABB HV Cables har flere stærke investeringsrationaler bag sig, herunder erhvervelsen af ny kritisk teknologi samt adgang til det voksende interconnectorsegment. Med forventet vækst indenfor særligt offshore vindmølleparker og udbygningen af de store europæiske forsyningslinjer vil NKT Cables med en bredere og mere attraktiv produktpalette positionere sig bedre i forhold til at vinde kommende budrunder. Det nye kabeludlægningsskib bevirker yderligere bedre levering på et potentielt installationsansvar samt kapacitetsmæssig fleksibilitet. Samtidig vil ABB HV Cables' historiske gennemsnitlig omsætning, der i højere grad består af komplekse og kundetilpassede projekter, tilføre NKT Cables' profitabilitet og øge selskabets marginer. Med estimerede synergier på EUR 30m på EBIT niveau synes opkøbet at skabe værdi for NKT's ejere. I første omgang vil de forventede synergier nettes ud af integrationsomkostninger, men ud fra at synergierne klassificeres som performancerelaterede, vil værdiskabelsen her være en tilbagevendende faktor. Alt andet lige må opkøbet siges, at have skabt værdi for NKT's aktionærer, hvorved en del af aktiekursstigningen oplevet efter annonceringen d. 21. September 2016 vil kunne henføres til opkøbet af ABB's højspændingsforretning. Denne konklusion støttes af aktieanalytikerne, som med opkøbet argumenterer for en øget kvalitet i NKT Cables' forretning. Ligesom for hypotesen vedrørende konglomeratrabat vil størrelsen af værdiskabelsen være svært at kvantificere, idet de to udmeldinger ikke kan stå alene.

8. VÆRDISKABELSE

Specialets analyse undersøger den værdiskabelse aktionærerne i NKT har oplevet efter 21. september 2016. Baseret på selskabets egen aktiekurs, ses en kursstigning, hvilket indtil nu har være sidestillet med værdiskabelse. Dog må reel værdiskabelse siges først at være til stede, så snart virksomheden og ledelsen har skabt en form for merværdi. Såfremt kursstigningen skyldes eksempelvis gunstige markedsforhold, vil værdiskabelsen ikke kunne tilskrives ledelsen og dens strategiske tiltag. Derfor findes nedenfor en figur

hvor NKT's aktiekurs i den analyserede periode holdes op imod C20-indekset. For at gøre de to størrelser sammenlignelige, er begge kurser indekseret med kursbase 100, hvilket bevirker, at man direkte kan aflæse den procentuelle stigning. C20 synes at være et relevant benchmark ud fra at indeholde de markedsmæssige største virksomheder, der er optaget på den danske børs, hvormed de geografiske påvirkninger er ens. Virksomhederne i C20 betegnes som det danske aktiemarkeds superliga, da disse aktier er de mest handlede og lettest omsættelige på børsen, til en vis grad vil de kunne bruges som en *markedsportefølje*. NKT har tidligere været en del af det danske C20-indeks, men er i dag repræsenteret under OMXC Large Cap (Euroinvestor, 2017). Af appendix 8 fremfår en liste over de inkluderede virksomheder i henholdsvis C20 og OMXC Large Cap.

Figur 27: NKT & C20 indekseret



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 26/04-2017)

Det fremgår af figuren ovenfor, at NKT i flere perioder performer bedre end C20-indekset, særligt i perioden efter annoncering af den nye governancestruktur samt efter opsplitningen og opkøbet blev offentliggjort. Baseret på ovenstående tyder det altså på, at værdien skabt i den analyserede periode ikke skyldes gunstige markedsforhold eller andre eksterne påvirkninger. Derimod vil værdien skabt for NKT's ejere kunne tilskrives virksomhedens ledelse og de udførte strategiske tiltag.

Kigger man på specialets tre hypoteser, er det tydeligt hvorledes de alle hører sammen. Tilbage i starten af 2013 blev Jens Due Olsen indsat som bestyrelsesformand for at afløse Christian Kjær, der bestyrelsesmæssigt havde nået sin pensionsalder. Den nye ledelsessammensætning bevirkede nye mål og nye strategiske agender, hvorfor en ny ledelsesmodel og governancestruktur kort tid efter blev introduceret. En fokuseringsstrategi blev iværksat, hvor det tre år senere opkøb af ABB HV Cables styrkede kabelforretningen nok til at kunne opsplitte konglomeratet. Jens Due Olsen har efter udmelding af opkøb og opsplitning bekræftet, at opsplitningen af NKT Holding har været længe undervejs, og at denne startede, da Thomas Hofman-Bang i august 2013 blev afskediget som administrerende direktør. Grunden til at opsplitningen tog flere år er ifølge bestyrelsen, at NKT Cables på daværende tidspunkt var for lille som selvstændig aktivitet. En for tidlig opsplitning ville have medført, at virksomheden blev overtaget for billigt af potentielle købere, hvilket ikke have gavnet NKT's aktionærer. Den nye bestyrelse fremlagde derfor dengang en plan for at styrke kerneforretningen bestående af tre trin. Først og fremmet skulle virksomheden forbedre sin indtjening, dernæst skulle den vækste for til sidst at munde ud i et enten køb eller salg (Finans, 2017). På trods af at mange interessenter havde forventet et salg af NKT Cables jf. Interview med analytikere, synes det naturligt at beholde kabelforretningen, da det er denne NKT, som industriel virksomhed, har været bygget op omkring.

Ultimativt arbejder bestyrelsen for selskabets aktionærer. Dennes opgave kan dog være svær at navigere, såfremt ejerskabet er spredt, og de mange aktionærer repræsenterer en række forskellige interesser og agendaer. Nogle investorer har langsigtede interesser, mens andre har kortsigtede. Bestyrelsen er i sidste ende sat i verden som ekstra myndighed for at afhjælpe de problematikker der opstår, når ejerskab og kontrol i virksomheden er opdelt. Ud fra at skulle forvalte andre folks investering, kan bestyrelsen ikke forsvare at repræsentere og drive interesserne fra de kortsigtede investorer. Mange rygter har de seneste par år floreret i markedet omkring NKT's fremtid, eksempelvis har der været spekuleret i et salg af NKT Cables til en række potentielle hedgefonde (Finans, 2016). Bestyrelsesformand Jens Due Olsen anerkender, at der har været en kamp om NKT, ud fra at virksomheden tidligere har handlet med en konglomeratrabat. Historisk har man i NKT oplevet en tendens, hvor konglomeratrabattens størrelse ændrede virksomhedens

aktionærsammensætning. Hver gang rabatten var stor, købte flere kortsigtede aktionærer sig ind i håbet om at kunne opnå en hurtig gevinst. Dette har i perioder skabt et øget pres på ledelsen i forhold til at opsplitte selskabet, hvorved bestyrelsen ud fra store interessekonflikter blandt ejerne har haft svært ved at varetage og sikre den langsigtede værdiskabelse (Børsen, 2011).

Baseret på ovenstående må det konkluderes, at værdiskabelse er et begreb hvis indhold ikke uden videre kan defineres. For NKT har værdiskabelse i den analyserede periode været en flerårig proces med det endegyldige mål at skabe en bedre og mere effektiv prisfastsættelse af selskabets forskellige aktiviteter. Ved at opsplitte holdingselskabet opnås en investorbase, som er mere begejstrede for det aktiv der investeres i, hvorved en eventuel rabat alt andet lige elimineres. Nogle aktionærer er glade for kabeleksponeringen, mens andre er glade for eksponeringen mod den professionelle rengøringsindustri, hvorfor den nye organisatoriske struktur skaber transparens i aktionærernes investering (Berlingske Business, 2016 II).

Specialets tre analyserede hypoteser vil med dette have svært ved at stå alene, da alle har været en del af en større strategisk plan. De enkelte tiltag skal ses i forlængelse af hinanden, hvorved den isolerede iagttagelse af hver enkelt hypotese besværliggøres. Baseret på casevirksomheden må værdiskabelse siges at være mere en proces end en fysisk begivenhed, hvilket understreger værdiskabelsens dynamiske karakter. For NKT's vedkommende opleves værdiskabelsen i den analyserede periode som en form for dominoeffekt, hvor det ene strategiske værdiskabende tiltag førte til det andet. På trods af at *værdiskabelse for selskabets ejere* er overskriften på mange børsnoterede virksomheders strategier, er indholdet mindre gennemsigtigt. Værdiskabelse skal forstås og analyseres ud fra en kontekst, og da alle virksomhederne er forskellige, må værdiskabelsen nødvendigvis være en individuel proces.

Alt i alt må værdiskabelse for NKT i den analyserede periode siges at være tæt forbundet med skiftet af bestyrelsesformanden. Jens Due Olsen går for at være en handlekraftig mand, der af medierne beskrives som topchefernes skræk. Han er den moderne bestyrelsesformand, der sidder tæt på direktionen som ikke er bange for at blande sig eller for at tage tunge beslutninger (Berlingske Business, 2014). Det strategiske lederskabsperspektiv jf. afsnit 6.5 bekræftes ud fra den radikalt ændrede strategiske diskurs for NKT, der efter mange år som stort industrielt konglomerat nu er blevet en fokuseret kabelvirksomhed. I den analyserede periode opleves værdiskabelse først og fremmest som et skift i ledelsesparadigmet, dernæst en ændret tilgang til governance ud fra en formodet konglomeratrabat, og slutteligt en efterkommelse af aktionærernes ønske vedrørende en opsplitning af selskabet. NKT har altså de senere år været på en

værdiskabelsesrejse, hvor det strategiske arbejde i højere grad er udført i samspil med særligt investorerne, hvormed NKT kan ses som det klassiske eksempel på udviklingen indenfor corporate governance generelt. Her opleves tendenser gående på mere åbne og transparente virksomheder, der ud fra et komplekst netværk af relationer sætter den strategiske dagsorden sammen med virksomhedens interessenter.

Afslutningsvis må der stilles spørgsmålstegn til tidsperspektivet af NKT's værdiskabelse. Med en analyse der kun strækker sig 6 måneder efter opsplitningen og opkøbet blev annonceret, er det tvivlsomt hvorvidt den langsigtede værdiskabelse kan vurderes. Som sagt er en virksomheds aktiekurs et udtryk for alle nuværende og fremtidige forhold, hvorved en akties aktuelle pris beskriver en form for kollektiv forventningsdannelse. Umiddelbart efter NKT's årsrapport 2016 blev offentliggjort faldt virksomhedens aktiekurs, hvorved markedets forventninger ikke helt blev indfriet. På trods af dette fald, synes der jf. figur 27 ikke at være nogen tvivl om, at NKT med annonceringen af opkøb og opsplitning har skabt værdi for selskabets ejere. Igen vil det være relevant at overveje, hvorvidt markedets effektivitet, eller mangel derpå, kan have influeret aktiekurvens forløb. På trods af mindre udsving og markedets potentielle justeringsmekanisme over tid jf. behavioural finance, synes aktiekursen at have fundet et nyt og højere ligevægtsniveau end før annonceringen d. 21. september 2016.

9. KONKLUSION

Nærværende opgave viser tydeligt hvordan værdiskabelse som emne- og problemfelt er relevant. Mange virksomheder står netop nu overfor strategiske omvæltninger bundende i argumentet om værdiskabelse, hvor manglende praksis skaber en lang række ubesvarede spørgsmål. Med afsæt i casevirksomheden NKT er værdiskabelse belyst ud fra en opstillet problemformulering samt tre hypoteser. Med udgangspunkt i selskabets annoncering 21/09-2016 vedrørende et opkøb samt en opsplitning af holdingselskabet, ønsker den overordnede problemformulering at besvare, hvad der er i perioden 20/09-2016 til 31/03-2017 har skabt en stigning i aktiekursen på 37%. Opgavens analyse stiller skarpt på tre tematikker, hvor forskellige undersøgelser be- eller afkræfter de opstillede hypoteser.

Den første hypotese undersøger, hvorvidt værdiskabelsen kan tilskrives opsplitningen ud fra den formodning, at NKT historisk har handlet med en konglomeratrabat. Litteraturen peger på både fordele og ulemper ved konglomeratet som organisatorisk struktur, mens den empiriske undersøgelse af både det nordiske og det europæiske marked omvendt ikke udviser et statistisk solidt fundament for rabattens eksistens. En sammenligning med NKT's konkurrenter viser, at selskabet de seneste tre år har handlet på en

signifikant lavere multipel, end hvad man ud fra et industrisynspunkt kunne forvente. En efterfølgende *sum of the parts* værdiansættelse indikerer, at selskabets aktiekurs dagen før annoncering var DKK 50 lavere end den teoretiske værdi, men at kursen på dagen for annoncering når op på et retvisende niveau. Med forbehold for markedets manglende effektivitet og påvirkning fra psykologiske koncepter, konkluderer specialets første hypotese, at en del af værdien skabt efter 20/09-2016 vil kunne tilskrives opsplitningen ud fra en historisk konglomeratrabat. Analysen har dog ikke mulighed for at kvantificere hvor stor en andel af værdiskabelsen, der kan henføres til opsplitningen.

Specialets anden hypotese undersøger NKT's ledelsesmæssige strukturer, og analyserer i særlig grad, hvad ændringen af selskabets ledelsesmodel i 2013 har haft af betydning for værdiskabelsen skabt efter 20/09-2016. Ud fra et strategisk lederskabsperspektiv bekræftes det, at den øverste ledelse har stor betydning for selskabets resultater, og at skift i toppen derved påvirker virksomhedsperformance. Jens Due Olsen blev i starten af 2013 indsat som ny bestyrelsesformand, hvorved NKT ændrede strategisk diskurs. I forbindelse med introduktionen af en ny ledelsesmodel senere på året, blev direktionen for holdingselskabet nedlagt og Thomas Hofman-Bang som administrerende direktør blev fyret. Flere interessenter tolkede den nye governancestruktur som indikation på en fremtidig opsplitning, hvorfor blandt andet analytikernes target pris overgik selskabets aktuelle markedskurs i den efterfølgende periode. På trods af investorernes potentielt manglende tekniske og industrielle indsigt, vurderes NKT's nye ledelsesmodel indført i 2013 at have haft den betydning, at markedet eventuelt har indpriset dele af selskabets konglomeratrabat før annonceringen 21/09-2016. Denne konklusion kan have medført, at billedet for specialets første hypotese har været sløret.

Specialets tredje og sidste hypotese undersøger, hvorvidt værdiskabelsen kan henføres til opkøbet af ABB HV Cables. Den nyopkøbte virksomhed har en mere projektdreven omsætning, hvorved NKT Cables tilfører profitabilitet til forretningen. Ud fra en erhvervelse af ny kerneteknologi relevant for offshore vindmølleindustrien samt adgang til det voksende interconnectormarked, konkluderes det, at NKT Cables med købet af ABB HV Cables styrker både bredden og kvaliteten af den udbudte produktpalette. Med estimerede synergier på EUR 30m synes opkøbet at være værdiskabende for selskabets aktionærer, ud fra en klassifikation som tilbagevendende performancerelaterede synergier. Opgavens tredje hypotese konkluderer derfor, at en del af værdien skabt efter 20/09-2016 vil kunne henføres til opkøbet. Igen har analysen ikke mulighed for at kvantificere hvor stor en andel af værdiskabelsen, opkøbet er ansvarlig for.

Alt i alt konkluderer specialet, at værdiskabelsen skabt i NKT efter 20/09-2016 er en kombination af opsplitningen og opkøbet, motiveret af nye corporate governance relaterede rammebetingelser. Dog påpeges det, at analysens tre hypoteser vil have svært ved at betragtes isoleret, da alle tiltag er tæt forbundet, hvilket understreger værdiskabelsens dynamiske og kontekstafhængige karakter. For casevirksomheden synes værdiskabelsen at være tæt forbundet med bestyrelsesformanden Jens Due Olsen, der bekræfter en opsplitning som var tre år undervejs, baseret på en formodet konglomeratrabat.

10. PERSPEKTIVERING

Nærværende speciale har undersøgt værdiskabelse for NKT's aktionærer, hvormed udgangspunktet har været taget i markedet og andres syn på virksomheden. Dette eksterne perspektiv har været særlig centralt i forhold til opgavens første hypotese vedrørende konglomeratrabat. Her blev en simpel *sum of the parts værdiansættelse* foretaget, baseret på konkurrerende virksomheders handelsmultipler. Ud fra de svagheder og begrænsninger denne værdimæssige tilgang er underlagt, ville det være relevant at supplere undersøgelsen med en værdiansættelse funderet i NKT's interne miljø. Som også diskuteret i afsnit 3.1 synes en kombination af de kapitalværdibaserede og relative modeller at give den mest retvisende værdi, hvorfor eksempelvis en *discounted cash flow* model kunne nuancere konklusionen på specialets første hypotese. Her ville interne forhold og ledelsens fremtidige vækstplaner i højere grad kunne reflekteres, hvormed en eventuel konglomeratrabat kunne træde mere eller mindre frem.

Opgaven har i sin analyse undersøgt en række forskellige værdiskabelseshypoteser for NKT. Som også nævnt under afgrænsningen skal de analyserede hypoteser ikke forstås som udtømmende, da værdiskabelse er et bredtfavnende begreb. Alle virksomheder er forskellige, hvorfor der ikke findes én endegyldig vej til værdiskabelse. Ud fra blandt andet forskellige industrier og markedsforhold, forskellige produkter og serviceydelser samt forskellige kundegrupper, vil de værdiskabende tiltag også variere. Specialet synes at behandle de mest centrale hypoteser i forhold til casevirksomheden og den valgte tidsperiode, dog kunne andre hypoteser ud fra bredere rammebetingelser undersøges. Nogle af disse uddybes nedenfor.

Ud fra at være en toneangivende børsnoteret virksomhed, kunne det for NKT være relevant at dykke yderligere ned i ejerstrukturen, og den dertilhørende grad af aktivt ejerskab. På erhvervs- og vækstministerens anmodning udgav komiteen for god selskabsledelse i november 2016 en række anbefalinger for aktivt ejerskab ud fra tesen, at aktivt ejerskab er gavnligt i forhold til selskabernes

værdiskabelse (Aktivt ejerskab, 2016). De senere år er der kommet større fokus på netop aktivt ejerskab, særligt efter en ændring af EU direktivet omkring aktionærrettigheder i starten af året er blevet vedtaget (Plesner, 2017). I kølvandet på den finansielle krise har ændringerne til formål at understøtte god selskabsledelse på langt sigt, at gøre det lettere for aktionærerne at udøve deres rettigheder som ejere, at skabe transparens omkring virksomhedens interne forhold samt at udvide ansvarsgrundlaget for ledelsen (Europa Kommissionen, 2014). Baseret på disse nye ændringer må problemfeltet siges at være både relevant og aktuelt, hvormed graden af aktivt ejerskab for casevirksomheden kunne undersøges, herunder muligheder og begrænsninger. NKT har historisk haft en meget skiftende ejerkreds. Eksempelvis sad FLSmidth tidligere på over 26% af aktierne (Berlingske Business, 2002), hvilken i dag er solgt til gavn for de institutionelle investorer jf. figur 21. Hvorvidt en ejerkreds bestående af store institutionelle investorer forbedrer selskabets corporate governance og dermed aktionærernes afkast, ville være en spændende analyse at iværksætte for NKT. Aktivt ejerskab implicerer en række åbenlyse fordele ud fra storaktionærernes incitament til at kontrollere og udfordre ledelsen. På trods af en teoretisk nedbringelse af eventuelle agentomkostninger, viser empiriske studier dog, at virksomhedsperformance ikke influeres positivt, når ejerandelen af institutionelle investorer for et selskab stiger. Dette indikerer, at de institutionelle investorer ikke reelt udøver aktivt ejerskab, men snarere ser deres ejerandel som en del af en passiv porteføljeinvestering, hvorved free-rider problemet stadig er en problematik (Rose, 2007 II).

En anden værdiskabelseshypotese der for NKT kunne dykkes ned i, er markedet for corporate kontrol og de dertilhørende bonusaflønningskontrakter. Som også diskuteret i afsnit 6.5 afskediges administrerende direktører ofte som følge af dårlig performance. Truslen om en fyreseddel vil som udgangspunkt disciplinere ledelsens opførsel og handlinger (Jensen & Murphy, 1990), hvilken sammenhæng mange bonusaflønningskontrakter netop er bygget på. Ud fra aktieselskabets agentrelaterede problematikker har kontrakterne til formål at skabe interessesammenfald mellem ejere og ledelse, ved at lade kompensation og jobsikkerhed afhænge af ledelsens og virksomhedens performance (Holmström, 1979). Også dette tema har de senere år opnået stor interesse, da kontrakternes udformning kan signalere hvilke performancerelaterede faktorer og strategiske mål, virksomheden driver sin forretning efter. Anvendes bonusaflønning rigtigt, kan det være et godt redskab til at opstille klare mål for ledelsen og skabe incitament til at indfri dem. Dog kan indførelsen af kontrakterne også give bagslag ud fra eksempelvis at motivere til kortsigtede agendaer, eller ved at demotivere såfremt målene ikke nås. En undersøgelse af virksomhedens historiske værdiskabelse sat op imod ledelsens bonusaflønning kunne derfor være interessant i forhold til at analysere, hvorvidt ledelsens kontrakter reelt har været værdiskabende for selskabets ejere eller det modsatte.

Som supplement til specialets tre hypoteser ville en undersøgelse af likviditeten i aktien kunne give et billede af virksomhedens popularitet set ud fra ejeres synspunkt. Nærværende analyse lægger stor vægt på analytikernes vurdering af aktien, men da de kun optræder som sekundære interessentter, er det som bekendt ikke dem, der direkte driver aktiekursen. Ved at inddrage aktiens likviditet, antallet af handler og volumen af disse, ville markedsdynamikkerne fra en primær interessent belyses. Først og fremmest ville likviditeten kunne afspejle ejernes investeringshorisont og deres dertil mere eller mindre personlige forhold til aktien. Yderligere ville markedseffektiviteten og psykologiske koncepter kunne efterprøves, når udviklingen i aktiens likviditet efter offentliggørelse af ny information undersøges. Denne analyse ville berige specialet i forhold til at synliggøre, hvorvidt noget af NKT's værdiskabelse kan henføres til anomalier i aktiens likviditet.

Afslutningsvis må der kommenteres på specialets afgrænsede tidsperiode gående fra 01/01-2013 til 31/03-2017. Indenfor det valgte tidsrum synes de vigtigste værdiskabelseshypoteser at være behandlet i analysen, dog ville et anden tidsperiode implicere andre hypoteser ud fra andre både interne og eksterne forhold. NKT er en gammel virksomhed, hvorfor selskabet gennem tiden har været ledet ud fra forskellige strategier med forskellige værdimæssige mål. En ændring af tidsperioden ville dermed aktualisere andre hypoteser.

11. LITTERATUR

ABB Årsrapport 2011
http://new.abb.com/docs/default-source/investor-center-docs/annual-report/annual-report-2011/annual_report_2011_abb_ar11.pdf?sfvrsn=2

ABB Årsrapport 2012
http://new.abb.com/docs/default-source/investor-center-docs/annual-report/annual-report-2012/abb-group-annual-report-2012_english.pdf?sfvrsn=2

ABB Årsrapport 2013
http://www02.abb.com/global/seitp/seitp255.nsf/0/74b9eafca5502c14c1257c850037b8f8/$file/ABB+Group+Annual+Report+2013_English.pdf

ABB Årsrapport 2014
http://new.abb.com/docs/default-source/investor-center-docs/annual-report/annual-report-2014/ABB-Group-Annual-Report-2014-English.pdf?sfvrsn=8

ABB Årsrapport 2015
http://new.abb.com/docs/default-source/investor-center-docs/annual-report/annual-report-2015/abb-group-annual-report-2015-english.pdf

ABB Årsrapport 2016
http://new.abb.com/docs/default-source/investor-center-docs/annual-report/annual-report-2016/abb-group-annual-report-2016-english.pdf

Aktivt ejerskab, 2016: *Anbefalinger for Aktivt Ejerskab*
https://corporategovernance.dk/sites/default/files/media/anbefalinger_for_aktivt_ejerskab.pdf

Andersen, Ib: *Den skinbarlige virkelighed,* 2010, 4. udgave, Samfundslitteratur

BCG, 2014: *Don't Miss the Exit – Creating Shareholder Value through Divestures*
https://www.bcgperspectives.com/content/articles/mergers_acquisitions_divestitures_2014_m_a_report/

Berger, Philip G. & Ofek, Oli: *Diversification's effect on Firm Value,* 1995, The Journal of Financial Economics, Vol. 37, pp. 39-65

Berlingske Business, 2002: *Salg af aktier i NKT skal løfte fls*
http://www.business.dk/diverse/salg-af-aktier-i-nkt-skal-loefte-fls
- Sidst besøgt: 12/05-2017

Berlingske Business, 2014: *Han er topchefernes skræk*
http://www.business.dk/navne/han-er-topchefernes-skraek
- Sidst besøgt: 10/05-2017

Berlingske Business, 2016 I: *NKT foretager endnu et frasalg for at fokusere på kerneforretningen*
http://www.business.dk/industri/nkt-foretager-endnu-et-frasalg-for-at-fokusere-p-kerneforretning
- Sidst besøgt: 08/05-2017

Berlingske Business, 2016 II: *Opsplitning kan begejstre investorer og forbedre prissætning*
http://www.business.dk/industri/opsplitning-kan-begejstre-investorer-og-forbedre-prissaetning
- Sidst besøgt: 09/05-2017

Biggins, J. V.: *Making Board Diversity Work,* 1999, Corporate Board, No. 20, No. 117, pp. 11–17

Bilimoria, Diana & Wheeler, Jane V.: *Women Corporate Directors: Current Research and Future Directions,* 2000, Women in Management: Current Research Issues Volume II by Davidson, Marilyn & Burke, Ronald

Broker reports: Rapporter fra analytikere der i perioden 01/01-2013 til 31/03-2017 har dækket aktien
Adgang gennem Thomson One, Copenhagen Business School

Børsen, 2011: *Aktionærer presser NKT til frasalg*
http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/11059/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7czoyMjoiTmF0aW9uYWwgT2lsd2VsbCBWYXJjbyI7fQ,,
- Sidst besøgt: 09/05-2017

Børsen, 2013: *Fyret NKT-chef: Et naturligt skridt*
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/263899/fyret_nkt-chef_et_naturligt_skridt.html
- Sidst besøgt: 04/05-2017

Børsen, 2016 I: *NKT-formand: Derfor er vi faldet for ABB's højspændingskabelforretning*
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/331871/nkt-formand_derfor_er_vi_faldet_for_abbs_hoejspaendingskabelforretning.html
- Sidst besøgt: 07/05-2017

Børsen, 2016 II: *NKT-formand: Opkøb giver konkurrencefordele på flere områder*
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/331904/nkt-formand_opkoeb_giver_konkurrencefordele_paa_flere_omraader.html
- Sidst besøgt: 08/05-2017

Børsen, 2016 III: *NKT sælger fra igen: "Nu kan vi fokusere 100 pct på kerneforretningen"*
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/332502/nkt_saelger_fra_igen_nu_kan_vi_fokusere_100_pct_paa_kerneforretningen.html
- Sidst besøgt: 08/05-2017

Cannella, Albert A. & Finkelstein, Sydney & Hambrick, Donald C.: *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and* Boards, 2008, Oxford University Press

Carver, John: *John Carver on Board Leadership*, 2002, New York: Jossey-Bass, John Wiley

Chung, Kee H. & Pruitt, Stephen W.: *A Simple Approximation of Tobin's q,* 1994, Financial Management, Vol. 23, No. 3, pp. 70-74

Coase, Ronald H.: *The Nature of the Firm,* 1937, Economica, Vol. 4, No. 16, pp. 386-405

Comment, Robert & Jarrell, Gregg A.: *Corporate Focus and Stock Returns,* 1995, The Journal of Financial Economics, Vol. 37, pp. 67-87

Corporate governance, 2017: *Anbefalinger for God Selskabsledelse*
https://corporategovernance.dk/anbefalinger-god-selskabsledelse
- Sidst besøgt 29/04-2017

Couglan, Anne T. & Schmidt, Ronald M.: *Executive compensation, managerial turnover, and firm performance: An empirical investigation*, 1985, The Journal of Accounting and Economics Vol 7, No. 1, pp. 43–66

Dalton, Dan R. & Daily, Catharine M.: *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance,* 1998, The Strategic Management Journal, Vol. 19, No. 3, pp. 269-290

Dansk Industri, 2005: *Værdiskabelse i fremtidens virksomhed*
http://di.dk/SiteCollectionDocuments/Shop/Værdiskabelseifremtidensvirksomhed.pdf?productid=2681&downloadType=Summary

De Bondt, Werner F. M. & Thaler, Richard: *Does the Stock Market Overreact?,* 1985, , The Journal of Finance, Vol. 40, No. 3, pp. 793-805

Den Store Danske, 2017: *Direktion*
http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Jura/Selskabsret/direktion
- Sidst besøgt: 19/04-2017

DIRF Best practice, 2016: *IR Best Practice – DIRFs anbefalinger*
http://www.dirf.dk/media/92998/dirf-bestpractice-nov2016-final.pdf

Donaldson, Gordon: *Managing Corporate Wealth*, 1984, Praeger Publishers

Euroinvestor, 2013: *NKT: Thomas Hofman-Bang fratræder som led i ny struktur*
http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/08/21/nkt-thomas-hofman-bang-fratraeder-som-led-i-ny-struktur-ny/12464591
- Sidst besøgt: 04/05-2017

Euroinvestir, 2016*: Intention om opslitning af NKT Holding i to børsnoterede selskaber. NKT Cables overtager ABB's Højspændings-kabelforretning*
http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/09/21/intention-om-opslitning-af-nkt-holding-i-to-boersnoterede-selskaber-nkt-cables-overtager-abbs-hoejspaendings-kabelforretning/13452800
- Sidst besøgt: 07/05-2017

Euroinvestor, 2017: *Danske Aktier*
http://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark
- Sidst besøgt: 09/05-2017

Europa kommissionen, 2014: *Europa-Kommissionen fremsætter forslag om øget aktionærengagement og bestemmende indflydelse på lønnen i Europas største selskaber*
http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-396_da.htm
- Sidst besøgt 12/05-2017

Factset: Finansielt data
Adgang gennem studenterjob i FSN Capital

Fama, Eugene: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,* 1970, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417

Finans, 2016: *Onsdagens aktier: NKT steg efter usande salgsrygter – C20 faldt*
http://finans.dk/live/investor/ECE8381305/onsdagens-aktier-nkt-steg-efter-usande-salgsrygter-c20-faldt/?ctxref=ext
- Sidst besøgt: 09/05-2017

Finans, 2017: *Jens Due Olsen: "Hvis nogen vil have, at jeg kun skal drive et selskab for at opnå kortsigtet profit, så må de skifte mig ud"*
http://finans.dk/protected/finans/erhverv/ECE9019304/jens-due-olsen-hvis-nogen-vil-have-at-jeg-kun-skal-drive-et-selskab-for-at-opnaa-kortsigtet-profit-saa-maa-de-skifte-mig-ud/?ctxref=ext
- Sidst besøgt: 09/05-2017

Finansiering, 2013: *Artikelsamling til Finansiering HA-Almen*, Institut for finansiering, Del 8: *Fusioner* af Møller, Michael & Nielsen, Niels Christian 2011, Academic Books

Flyvbjerg, Bent: *Rationalet og magt*, 1996, Akademisk forlag, *Eksemplets magt* s. 137-158

Friedman, Stewart D. & Singh, Harbir: *CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Conntent,* 1989, The Academy of Management, Vol. 32, No. 4, pp. 718-744

God selskabsledelse, 2014: *Anbefalinger for God Selskabsledelse*
https://corporategovernance.dk/sites/default/files/anbefalinger-for-god-selskabsledelse-2013-senest-opdateret-november-2014.pdf

Hann, Rebecca N. & Ogneva, Maria & Ozbas, Oguzhan: *Corporate Diversification and the Cost of Capital*, 2013, The Journal of Finance, Vol. 67, No. 5, pp. 1961-1999

Hambrick, Donald C., & Mason, Phyllis: *Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers*, 1984, Academy of Management Review 9: 193–206

Hillier, David & Clacher, Iain & Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jordan, Bradford: *Fundamentals of Corporate Finance,* 2011, European Edition, Mc Graw Hill, s. 388-395 & s. 582-597

Holmström, Bengt: *Moral Hazard and Observability,* 1979, The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1, pp. 74-91

Invested, 2016: *Behavioural Finance – En guide*
http://www.invested.dk/guides/behavioural-finance-guide/
- Sidst besøgt: 02/04-2017

Interview med aktieanalytikeren Kristian Johansen, Danske Bank
Afholdt: 06/03-2017 Laksegade 10, 1063 København K, Varighed: 31min
Vedlagt specialet som USB

Interview med aktieanalytikeren Claus Almer, Nordea
Afholdt: 06/03-2017 over telefonen, Varighed: 22min
Vedlagt specialet som USB

Interview med aktieanalytikeren Casper Blom, ABG Sundal Collier
Afholdt: 09/03-2017 over telefonen, Varighed: 26min
Vedlagt specialet som USB

Jensen, Michael C.: *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,* 1986, The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

Jensen, Michael C. & Murphy, Kevin J.: *Performance Pay and Top-Management Incentives*, 1990, The Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 2, pp. 225-264

Joehnk, Michael D. & Nielsen, James F.: *The Effects of Conglomerate Merger Activity on Systematic Risk*, 1974, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 9, No. 2, pp. 215-225

Lang, Larry H.P. & Stulz, René M.: *Tobin's q, Corporate diversification, and Firm Performance,* 1994, The Journal of Political Economy, Vol. 102, No. 6, pp. 1248-1280

Lausten, Mette: *CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish Firms,* 2002, International Journal of Industrial Organization, Vol.20, No. 3, pp.391-414

Lewellen, Wilbur G.: *A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger,* 1971, The Journal of Finance, Vol. 26, No. 2, pp. 521-537

Lykkesfeldt, Poul: *Investor relations – en bog om aktiemarkedsrelationer*, 2006, Børsens Forlag

Markowitz, Harry: *Portfolio Selection,* 1952, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91

Mason, Hal R. & Goudzwaard, Maurice B.: *Performance of Conglomerate Firms: A Portfolio Approach,* 1976, The Journal of Finance, Vol. 31, No. 1, pp. 39-48

Matsusaka, John G.: *Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave,* 1993, The RAND Journal of Economics, Vol. 24, No. 3, pp. 357-379

Melicher, Ronald W. & Rush, David F.: *The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience,* 1973, The Journal of Finance, Vol. 28, No. 2, pp. 381-388

Meyer, Margaret & Milgrom, Paul & Roberts, John: *Organizational Prospects, Influence Costs and Ownership Changes,* 1992, Journal of Economics & Management Strategy, Vol. 1, No. 1, pp. 9-35

Møller, Michael jf. Andersen, Heine: *Videnskabsteori og metodelære – Bind II*, 1994, Samfundslitteratur, s. 15-26

Newbold, Paul & Carlson, William L. & Thorne, Betty M.: *Statistics for Business and Economics*, 2013, Global Edition – 8th Edition, Pearson, s. 417-472

Nilfisk Årsrapport 2016
http://www.nkt.dk/media/100298/nilfisk-annual-report-2016.pdf

NKT Announcements
http://www.nkt.dk/investors/news/announcements.aspx
Annoncering no. 45, 2016: *Intention to split NKT Holding into two listed companies. NKT Cables to acquire ABB's high-voltage cables business*
Annoncering no. 16, 2014: *Change of Management in NKT Cables*

NKT Bestyrelsesoversigt, 2017: *Bestyrelseskandidater*
http://nkt.dk/media/102293/NKT-2017-GF-Bestyrelsesoversigt.pdf

NKT hjemmeside & investormateriale
http://www.nkt.dk /investors
- Sidst besøgt: 14/05-2017

NKT Videoer: *Active Ownership & The Story of NKT & NKT's Strategy 2011*
http://www.nkt.dk/media-centre/video-archive.aspx

NKT Årsrapport 2011
Rapport: http://www.nkt.dk/media/3506/NKT_Annual_Report_2011.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/13192/IR_Q4_2011.pdf

NKT Q1 2012
Rapport: http://www.nkt.dk/media/3791/Q1_2012_UK.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/13171/IR_Q1_2012.pdf

NKT Q2 2012
Rapport: http://www.nkt.dk/media/3830/Q2_2012_UK.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/13180/IR_Q2_2012.pdf

NKT Q3 2012
Rapport: http://www.nkt.dk/media/3869/Q3_2012_UK.pdf
Rapport: http://www.nkt.dk/media/13189/IR_Q3_2012.pdf

NKT Årsrapport 2012
Rapport: http://www.nkt.dk/media/3509/NKT_Annual_Report_2012.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/13195/IR_Q4_2012.pdf

NKT Q1 2013
Rapport: http://www.nkt.dk/media/3794/Q1_2013_UK.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/13174/IR_Q1_2013.pdf

NKT Q2 2013
Rapport: http://www.nkt.dk/media/3833/Q2_2013_UK.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/13183/IR_Q2_2013.pdf

NKT Q3 2013
Rapport: http://www.nkt.dk/media/19346/NKT_interim_report_3_2013.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/19352/IR-presentation-Q3-2013.pdf

NKT Årsrapport 2013
Rapport: http://www.nkt.dk/media/49067/NKT-Annual-Report-2013-high.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/49164/nkt-ir-presentation-2013.pdf

NKT Q1 2014
Rapport: http://www.nkt.dk/media/55464/NKT-Interim-Report-Q1-2014.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/55587/NKT-IR-Presentation-Q1-2014.pdf

NKT Q2 2014
Rapport: http://www.nkt.dk/media/57029/Interim-Report-Q2-2014.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/57107/NKT-Q2-Webcast-presentation.pdf

NKT Q3 2014
Rapport: http://www.nkt.dk/media/62763/Interim-Report-Q3-2014.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/62979/NKT-Q3-Webcast-presentation.pdf

NKT Årsrapport 2014
Rapport: http://www.nkt.dk/media/65105/NKT-2014-Annual-Report.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/65332/IR-Q4-2014.pdf

NKT Q1 2015
Rapport: http://www.nkt.dk/media/70354/NKT-Interim-Report-Q1-2015.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/70529/NKT_IR_Q1_15.pdf

NKT Q2 2015
Rapport: http://www.nkt.dk/media/76525/NKT-Interim-Report-Q2-2015.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/76680/150820-nkt_q2_webcast.pdf

NKT Q3 2015
Rapport: http://www.nkt.dk/media/78911/NKT-Interim-Report-Q3-2015.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/78989/151112_-NKT-Q3-presentation-.pdf

NKT Årsrapport 2015
Rapport: http://www.nkt.dk/media/84885/2015-NKT-Annual-Report.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/84935/160226_NKT-Q4-Webcast.pdf

NKT Q1 2016
Rapport: http://www.nkt.dk/media/89587/NKT-Interim-Report-Q1-2016.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/89779/160512_NKT_Webcast_Q116.pdf

NKT Q2 2016
Rapport: http://www.nkt.dk/media/92420/NKT-Interim-Report-Q2-2016.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/92432/160818-NKT-Webcast-Q216.pdf

NKT Q3 2016
Rapport: http://www.nkt.dk/media/97469/NKT-Interim-Report-Q3-2016.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/97477/161111-NKT-Q3-Webcast.pdf

NKT Årsrapport 2016
Rapport: http://www.nkt.dk/media/99429/NKT-2016-Annual-Report.pdf
Præsentation: http://www.nkt.dk/media/99617/NKT-FY-2016-webcast.pdf

Pedersen, Kaare & Bitsch, Poul.: *Problemorienteret projektarbejde – en værktøjsbog*, 1999, Roskilde Universitetsforlag, s. 11-41

Plesner, 2017: *Nye EU-regler om aktionærrettigheder på vej*
https://www.plesner.com/insights/artikler/2017/01/nye-eu-regler-om-aktionarrrettigheder?sc_lang=da-dk
- Sidst besøgt: 07/05-2017

Rangvidrapporten, 2013: *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*
http://www.dr.dk/nyheder/htm/Rangvid.pdf

Rose, Caspar I: *Does female board representation influence firm performance?*, 2007, Journal compilation – Blackwell Publishing, Vol. 15, No. 2, pp. 404-413

Rose, Caspar II: *Can Institutional investors fix the corporate governance problem?,* 2007, online publication from Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School

Sandstrøm, Lars: *Relationsstrategi – Ledelse og udvikling af eksterne netværk og relationer,* 2014, Samfundslitteratur

Selskabsloven
https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=174205
Singh, Val, Vinnicombe, Susan and Johnson, Phyl: *Women Directors on Top UK Boards*, 2001, Corporate Governance, Vol. 9, No. 3, pp. 206-216

SIC, 2017: *What is a SIC Code?*
http://siccode.com/en/pages/what-is-a-sic-code
- Sidst besøgt: 03/03-2017

SKAT, 2017: *4.3.1.3. EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax Depreciations and Amortisations)*
http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oid=1813243&vid=208529
- Sidst besøgt: 26/04-2017

Stein, Jeremy C.: *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Ressources,* 1997, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, pp. 111-133

Stulz, René M.: *Managerial discretion and optimal financing policies,* 1990, The Journal of Economics, Vol. 26, No. 1, pp. 3-26

Thompson, James D.: *Organizations in action: Social science bases of administrative theory* ,1967, McGraw-Hill s. 101

Tobin, James: *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, 1969, The Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, No. 1, pp. 15-29

Van der Walt, Nicholas & Ingley, Cotal: *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors,* 2003, Journal compilation – Blackwell Publishing, Vol. 11, No. 3, pp. 218-234

Virksomhedshandel, 2015: *Virksomhedshandel herunder generationsskifte BHAAV1581U,* Institut for regnskab og revision, Academig Books, s.63-68

Warner, Jerold B. & Watts, Ross L. & Wruck, Karen H.: *Stock Prices and Top Management Changes,* 1988, The Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 461-492

Weston, J. Fred & Mansinghka, Surenda K.: *Test of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms*, 1971, The Journal of Finance, Vol. 26, No. 4, pp. 919-936

Weston, J. Fred & Smith, Keith V & Shrieves, Ronald E.: *Conglomerate Performance Using the Capital Asset Pricing Model,* 1972, The Review of Economics and Statistics, Vol. 54, No. 4, pp. 357-363

Wiersema, Margarethe F.: *Holes at the top: Why CEO firings backfire*, 2002, Harvard Business Review December

Williamson, Oliver E.: *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, 1975, Collier Macmillan Publishers

WindEurope, 2016: The European offshore wind industry
https://windeurope.org/wp-content/uploads/files/about-wind/statistics/WindEurope-Annual-Offshore-Statistics-2016.pdf

Worrell, Dan L. & Davidson, Wallace N. & Glascock, John L.: *Stockholder Reactions to Departures and Appointments of Key Executives Attributable to Firings,* 1993, The Academy of Management Journal, Vol. 36, No. 2, pp. 387-401

12. APPENDIX

APPENDIX 1: INTERVIEWGUIDE s. 82
APPENDIX 2: ANALYTIKERE DER DÆKKER NKT AKTIEN s. 83
APPENDIX 3: NKT'S M&A HISTORIE s. 84
APPENDIX 4: SAMMENHÆNG MELLEM ANTALLET AF AKTIVER OG RISIKO s. 86
APPENDIX 5: EV/SALES FOR NKT OG KONKURRENTER s. 87
APPENDIX 6: PROJEKTER UDFØRT AF ABB HV CABLES s. 88
APPENDIX 7: KORT OVER ABB HV CABLES' PRODUKTIONSMÆSSIGE TILSTEDEVÆRELSE s. 89
APPENDIX 8: C20 & OMXC LARGE CAP s. 90

APPENDIX 1: INTERVIEWGUIDE

1. Hvordan ser du generelt på konglomerataktier?
2. Hvordan værdisættes konglomerataktier sammenlignet med andre aktier?
3. Hvilke trends ser du for konglomerater og hvorfor? (tilkøb vs. frasalg)
4. Hvordan så du på NKT-aktien før annoncering om opsplitning?
5. Hvordan så du på NKT-aktien efter annoncering om opsplitning?
6. Såfremt dit syn er ændret, hvad skyldes dette?
7. Efter annoncering steg NKT-aktien signifikant i værdi, mener du at NKT før opsplitningen led under konglomeratrabat?
8. Skyldes værditilgangen efter din mening opsplitningen eller bekendtgørelse af ABB opkøb?
9. Mener du at værdiskabelsen er langsigtet – kan NKT aktien holde dette nye højere niveau?
10. Hvad er din vurdering af aktien efter offentliggørelse af 2016 årsrapporten?

Interviews er vedlagt specialet som USB

APPENDIX 2: ANALYTIKERE DER DÆKKER NKT AKTIEN

Analytiker	Finansiel institution
Janne Vincent Kjær	Jyske Bank
Jon Hyltner	Handelsbanken
Claus Almer	Nordea
Casper Blom	ABG Sundal Collier
Kristian Tornøe Johansen	Danske Bank
Fasial Kalim Ahmad	SEB

Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 01/04-2017)

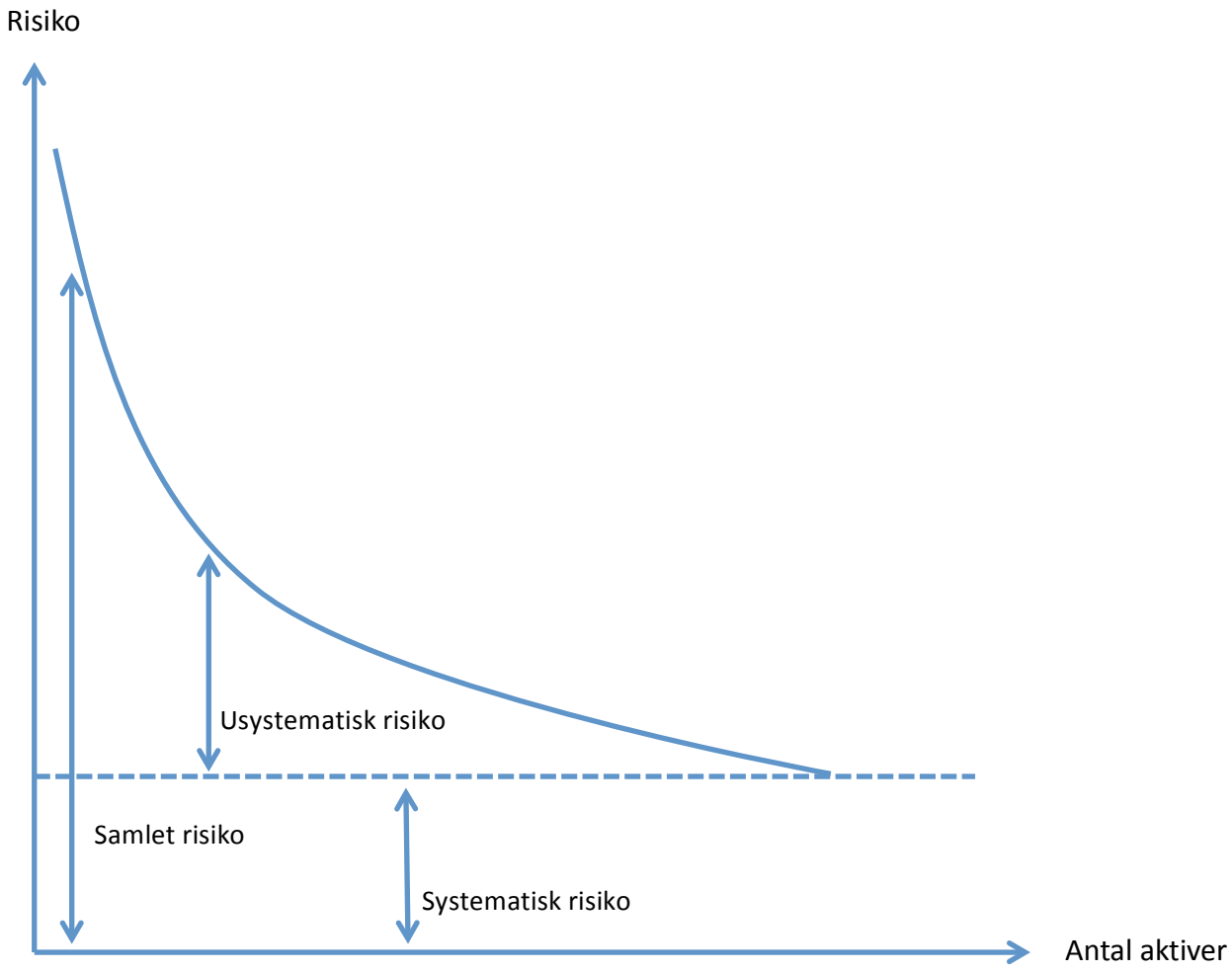
APPENDIX 3: NKT'S M&A HISTORIE

Dato	Transaktionsbeskrivelse	EV	Rolle
01/10/16	International Surface Preparation Group (Texas), Inc. acquires Cyclone Technology LLC from Nilfisk A/S	--	Sælger
21/09/16	NKT Holding A/S acquires Abb Ltd. /High-Voltage Cable System Bus/ from ABB Ltd.	934	Køber
31/03/16	NKT Holding A/S acquires Fianium Holdings Ltd.	30	Køber
16/12/15	NKT Holding A/S acquires Pressure-Pro, Inc.	31	Køber
12/11/15	NKT Holding A/S acquires Hydro Tek Systems, Inc.	--	Køber
20/08/15	Thorlabs, Inc. acquires Vytran LLC from NKT Holding A/S	--	Sælger
03/07/15	NKT Holding A/S acquires Kerrick	--	Køber
02/06/15	NKT Holding A/S acquires Floor Cleaning Machines Ltd. (Manchester)	--	Køber
01/05/15	NKT Holding A/S acquires Smithson Equipment Pty Ltd.	--	Køber
19/02/14	Amano Corp. acquires Clarke American Sanders from NKT Holding A/S	22	Sælger
13/01/14	NKT Holding A/S acquires Industroclean (Pty) Ltd.	--	Køber
06/01/14	NKT Holding A/S acquires Arrow Supplies (Scotland) Ltd.	--	Køber
03/05/13	NKT Holding A/S acquires LM Ericsson Telefon AB /Power Cable Operation/ from LM Ericsson Telefon AB	38	Køber
03/02/12	National Oilwell Varco, Inc. acquires NKT Flexibles I/S from NKT Holding A/S, Subsea 7 SA	673	Sælger
03/10/11	NKT Holding A/S acquires NA Sonderegger AG from FT Sonderegger AG	--	Køber
11/07/11	NKT Holding A/S acquires Hecker & Brian GmbH & Co. KG	--	Køber
11/07/11	NKT Holding A/S acquires Jungo Voirie SASU	--	Køber
05/11/10	NKT Holding A/S acquires Egholm Maskiner A/S from Egholm Construction Aps, Lemvig	--	Køber
05/10/10	NKT Holding A/S takes a minority stake in Industro-Clean (Pty) Ltd.	--	Køber
13/09/10	NKT Holding A/S acquires Plataforma Tecnologia em Conservacao de Pisos Ltda.	--	Køber
14/07/10	NKT Holding A/S acquires Cyclone Surface Cleaning, Inc. (Arizona)	--	Køber
04/03/08	NKT Holding A/S acquires HydraMaster Corp.	--	Køber
16/10/07	NKT Holding A/S acquires WAP South Africa Pty Ltd.	--	Køber
08/05/07	NKT Holding A/S acquires VIPER Industrial Products, Inc.	54	Køber
18/09/06	NKT Holding A/S acquires NKT Cables as /CZ/	10	Køber
15/09/06	NKT Holding A/S acquires Kablo Elektro Vrchlabi AS	--	Køber
02/03/05	Hans Wilms Beteiligungs-GmbH acquires Pengg Breitenfeld Kabel AG from NKT Holding A/S	--	Sælger
04/08/04	NKT Holding A/S acquires BlazePhotonics Ltd.	3	Køber
04/05/04	NKT Holding A/S acquires ALTO International AS from Incentive A/S (Denmark)	144	Køber
29/04/04	NKT Holding A/S takes a majority stake in Lg Laser Technologies Gmbh	--	Køber
17/02/04	NKT Holding A/S acquires Ecologica SpA	--	Køber
09/02/04	NKT Holding A/S acquires G-Power Pty Ltd.	--	Køber
18/11/03	Inverness Medical Innovations, Inc. acquires Scandinavian Micro Biodevices ApS from NKT Holding A/S	5	Sælger
20/02/03	RGS 90 A/S acquires Watech AS from NKT Holding A/S	1	Sælger
20/02/03	RGS90 AS acquires Watech AS from NKT Holding A/S	--	Sælger
01/11/02	American Superconductor Corp. acquires Nordic Superconductor Technologies AS from NKT Holding A/S	2	Sælger
30/05/02	NKT Holding A/S /Private Group/ takes a minority stake in NKT Holding A/S	17	Sælger
27/05/02	Potagua A/S takes a minority stake in NKT Holding A/S from FLS Industries AS	57	Sælger
11/01/02	NKT Holding A/S acquires Cfm Spa	--	Køber

Dato	Transaktionsbeskrivelse	EV	Rolle
15/03/00	Intel Corp. acquires GIGA A/S from NKT Holding A/S	1.246	Sælger
01/12/99	Nilfisk-Advance A/S takes a majority stake in Cfm Spa	16	Køber
05/02/99	NKT Holding A/S acquires Felten & Guilleaume Kabelwerke GmbH	36	Køber
15/01/99	Schmolz & Bickenbach Beteiligungs GmbH & Co. KG acquires Fr Rasch Eftf AS from NKT Holding A/S	--	Sælger
11/01/99	Schneider Electric SA acquires Lexel A/S	1.218	Sælger
02/10/98	Illinois Tool Works, Inc. acquires Sima Industri As from NKT Holding A/S	--	Sælger
01/07/98	NKT Holding A/S acquires Electrolux Professional Cleaning from Electrolux AB	66	Køber
01/06/98	Sampension KP Livsforsikring A/S takes a minority stake in Enkotec As from NKT Holding A/S	--	Sælger
01/10/97	NKT Holding A/S takes a minority stake in Śląska Fabryka Kabli SA	--	Køber
01/09/97	NKT Holding A/S acquires Thorsman & Co. AB from Industrivärden AB	257	Køber
01/04/96	Dansk Kapitalanlaeg acquires Enkotec As from NKT Holding A/S	--	Sælger
01/03/96	Nic Christiansen Group acquires Nitodan As from Fisker & Nielsen	--	Sælger
01/01/96	NKT Holding A/S acquires Fisker & Nielsen from Advance Machine Co.	2	Køber
31/12/95	NKT Holding A/S acquires Ahlstrom Oyj /Electrical Installations Bus/ from Ahlstrom Oyj	--	Køber
24/10/94	Alcatel USA, Inc. acquires NKT Elektronik AS from NKT Holding A/S	145	Sælger
01/07/94	NKT Holding A/S acquires Advance Machine Co.	--	Køber
03/12/90	NKT Holding A/S acquires Lauritz Knudsen A/S	--	Køber
31/12/89	NKT Holding A/S acquires Fisker & Nielsen	--	Køber

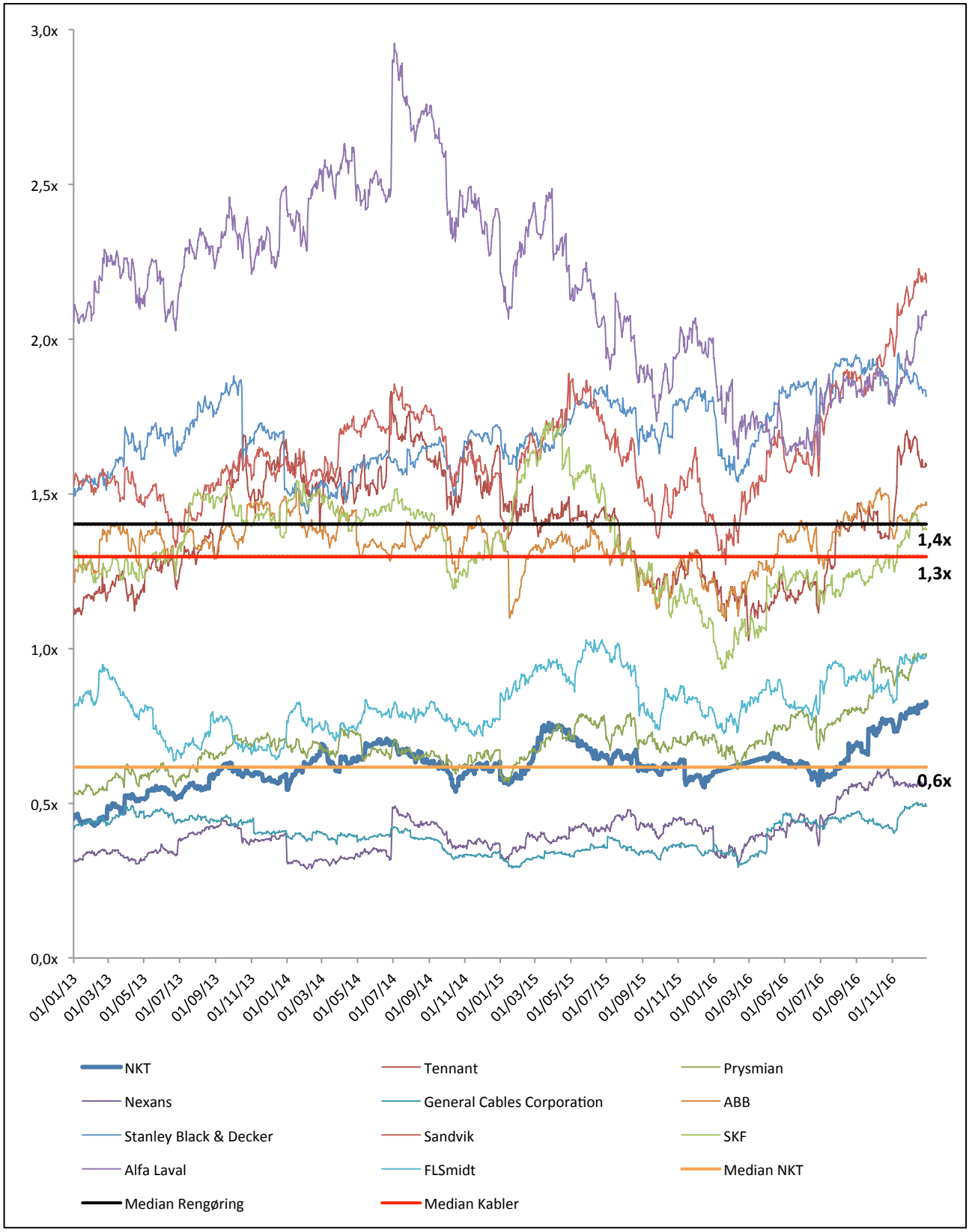
Alle tal er i USDm
Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset

APPENDIX 4: SAMMENHÆNG MELLEM ANTALLET AF AKTIVER OG RISIKO



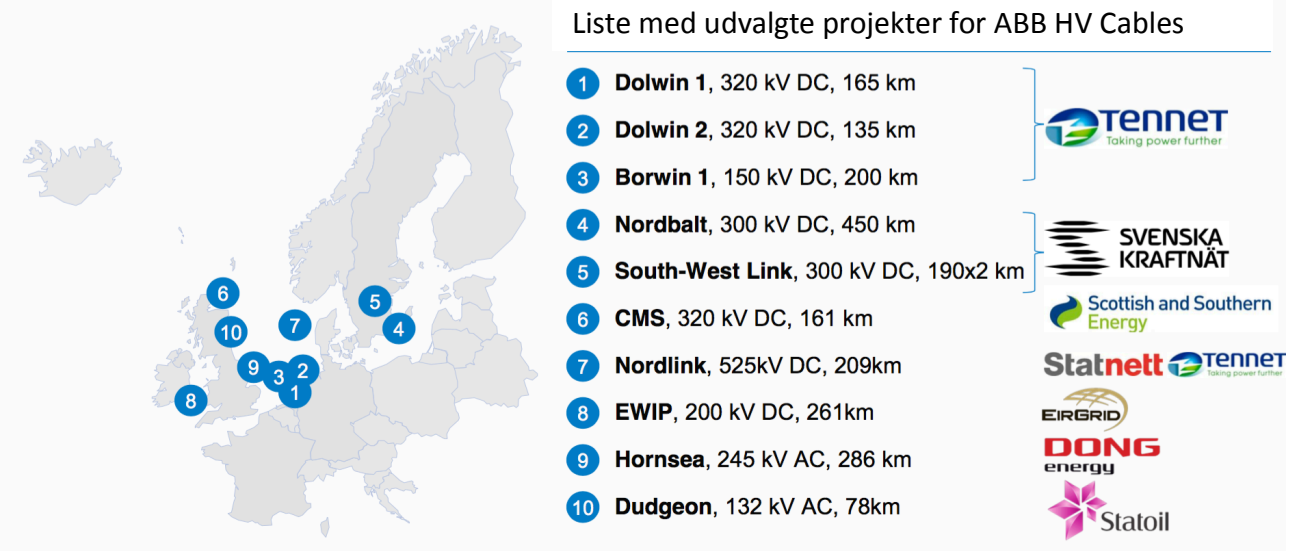
Kilde: Egen tilvirkning, Inspiration: Markowitz, 1952

APPENDIX 5: EV/SALES FOR NKT OG KONKURRENTER



Kilde: Egen tilvirkning, Data: Factset (pr. 26/04-2017)

APPENDIX 6: PROJEKTER UDFØRT AF ABB HV CABLES



Kilde: ABB & NKT investormateriale

APPENDIX 7: KORT OVER ABB HV CABLES' PRODUKTIONSMÆSSIGE TILSTEDEVÆRELSE

Kilde: ABB & NKT investormateriale

APPENDIX 8: C20 & OMXC LARGE CAP

C20	
1	A.P. Møller - Mærsk A
2	A.P. Møller - Mærsk B
3	Carlsberg B
4	Chr Hansen Holding
5	Coloplast B
6	Danske Bank
7	Dong Energy
8	DSV
9	Genmab
10	GN Store Nord
11	ISS
12	Jyske Bank
13	Lundbeck
14	Nets
15	Novo Nordisk B
16	Novozymes B
17	Pandora
18	TDC
19	Vestas Wind Systems
20	William Demant Holding

OMXC Large Cap	
1	A.P. Møller - Mærsk A
2	A.P. Møller - Mærsk B
3	ALK-Abelló B
4	Ambu
5	Carlsberg A
6	Carlsberg B
7	Chr Hansen Holding
8	Coloplast B
9	Danske Bank
10	Dfds
11	Dong Energy
12	DSV
13	FLSmidth & Co
14	G4S
15	Genmab
16	GN Store Nord
17	ISS
18	Jeudan
19	Jyske Bank
20	Københavns Lufthavne
21	Lundbeck
22	Nets

23 NKT Holding
24 Nordea Bank
25 Novo Nordisk B
26 Novozymes B
27 Pandora
28 Rockwool International A
29 Rockwool International B
30 Royal Unibrew
31 Scandinavian Tobacco Group
32 Schouw & Co
33 SimCorp
34 Spar Nord Bank
35 Sydbank
36 TDC
37 Topdanmark
38 Tryg
39 Vestas Wind Systems
40 William Demant Holding
41 Össur

Kilde: Egen tilvirkning, Data: Euroinvestor, 2017